

Managementul ajustării șocurilor în zona euro. Impactul asimetric al politicii monetare a BCE

Marius-Corneliu Marinaș

Asistent universitar doctorand
Academia de Studii Economice București

Abstract. *The loss of the sovereign interest rate and exchange rate instruments is the main potential cost of joining a monetary union since it becomes more difficult to adjust swiftly to shocks. In the case of demand shocks that affect all countries more or less equally (symmetric shocks), the loss of monetary autonomy implied by EMU is in principle of less concern, because the area-wide policy would tend to deliver monetary conditions that are appropriate for each country. However, this may not always be the case if the transmission mechanism operates significantly differently in the euro area, because then a uniform policy response would not yield uniform effects. In the case of supply shocks – whether country-specific or area-wide – lasting changes in relative prices and production patterns are needed.*

Key words: asymmetric shocks; output-gap; monetary policy; Taylor rule; the fiscal-monetary policy mix.

Principalul cost asociat deciziei de aderare la zona euro l-a reprezentat reducerea potențialului de absorbție a șocurilor temporare pe latura cererii agregate. Cele pe latura ofertei capătă caracterul unor șocuri permanente, fiind nevoie de o flexibilitate mai ridicată a economiei pentru neutralizarea lor. Aplicarea politicilor de stimulare a cererii agregate ca politici anticiclice poate avea efecte perverse într-o uniune monetară, conducând la majorarea ratei inflației. Aceasta determină o creștere a prețurilor relative, ceea ce antrenează pierderea competitivității externe, impactul final asupra producției reale fiind unul mai redus ca intensitate.

Șocurile care influențează cererea agregată induc o modificare a producției reale și a ratei inflației în același sens, ceea ce implică un compromis în adoptarea politicilor macroeconomice, misiunea Băncii Centrale Europene fiind aceea a asigurării stabilității prețurilor, evitând totodată derapajele variabilelor reale. Politica monetară a acesteia este

una bazată pe anticipări, deoarece mecanismul de transmisie al acesteia presupune un anumit decalaj temporal. Astfel, manifestarea unui șoc pozitiv al cererii ar putea presupune promovarea unei politici monetare restrictive pentru a limita presiunile inflaționiste viitoare induse de majorarea cererii agregate în prezent. Cu cât capacitatea de adaptare a salariilor și prețurilor este mai scăzută, cu atât un șoc dezinflaționist al politicii monetare va genera un efect negativ mai redus asupra ratei inflației și unul mai ridicat asupra producției reale.

În mod similar, adoptarea unei politici monetare expansioniste poate fi însoțită de majorarea într-o mică măsură a producției și într-una mai mare a ratei inflației, dacă salariile reacționează rapid la creșterea prețurilor. *Rezultă că eficiența transmisiei politicii monetare asupra ratei inflației și a PIB-ului real trebuie interpretată în funcție de gradul de rigiditate a costurilor (figura 1). De asemenea, efectele sunt pozitive dacă oferta agregată este flexibilă.*

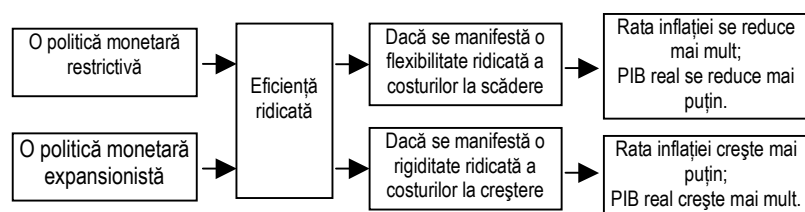


Figura 1. Condiții pentru o eficiență ridicată a politicii monetare

Referitor la politica monetară a BCE, aceasta ar putea viza o mai bună stabilitate a prețurilor într-un mediu economic caracterizat de o piață a muncii mai flexibilă, care presupune eliminarea procedurilor de indexare a salariilor, a legislației privind salariul minim, precum și creșterea migrației forței de muncă. Conform ultimei sugestii, folosirea forței de muncă din țările cu salarii mai reduse diminuează presiunile inflaționiste din economiile în care se manifestă o creștere a cererii agregate (cazul Spaniei).

Manifestarea șocurilor negative ale ofertei agregate poate induce persistența pe o perioadă îndelungată a acestora, dacă oferta agregată a zonei euro este puțin flexibilă, ceea ce prelungește perioada de recesiune economică. Acomodarea repetată a acestor șocuri prin politica monetară nu generează decât efecte temporar pozitive asupra producției, dar unele de durată în sensul creșterii prețurilor; în statutul BCE se recunoaște faptul că inflația este un fenomen monetar, ceea ce implică neutralitatea pe termen lung a monedei asupra economiei reale. În concluzie, acțiunea unor șocuri permanente accentuează starea de recesiune economică, în lipsa reformelor structurale. Acestea contribuie la creșterea flexibilității economiilor zonei euro, cu efecte pozitive asupra sustenabilității uniunii monetare.

Pentru a invoca intervenția BCE în susținerea procesului de creștere economică a zonei euro este necesară clarificarea naturii șocului care a afectat-o; în plus, prin politica monetară promovată nu trebuie să fie influențat

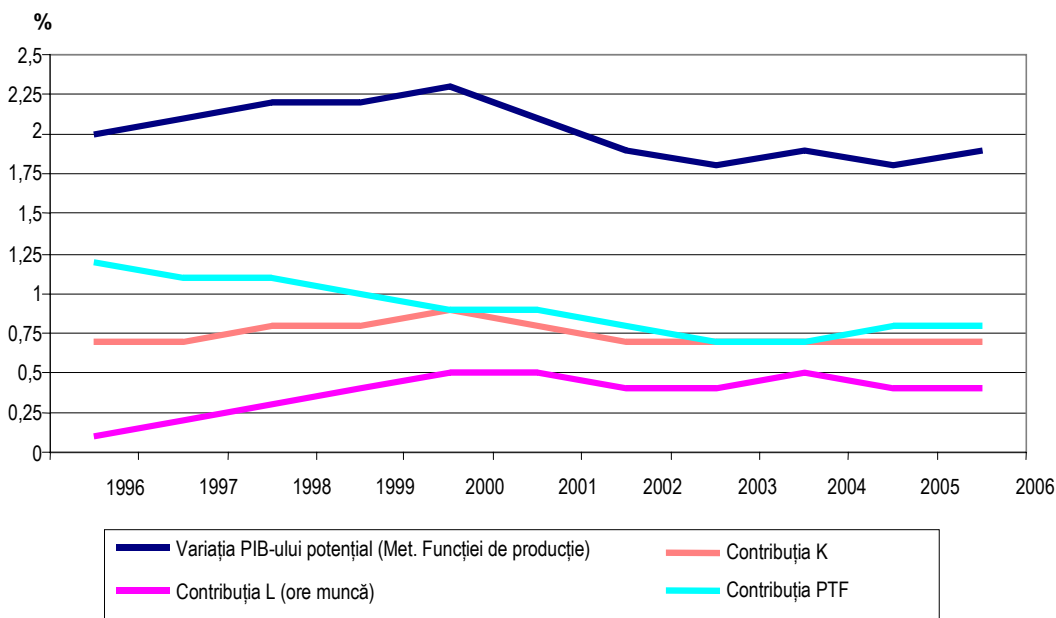
negativ obiectivul central al acesteia – menținerea stabilității prețurilor. Robert Lucas considera că acest obiectiv reprezintă contribuția cea mai importantă a politicii monetare la procesul de creștere, în comparație cu efemerele reduceri ale fluctuațiilor economice.

În cazul zonei euro există două viziuni opuse în ceea ce privește cauzele recesiunii economice traversate începând cu anii 2001-2002:

- acțiunea unor șocuri negative pe latura ofertei agregate generate de nivelul redus al eficienței tehnologiilor folosite;
- manifestarea unor șocuri negative ale cererii agregate (viziunea keynesistă), ca urmare a pesimismului consumatorului și investitorilor în legătură cu evoluția economică viitoare. Acestea vor contribui la reducerea relativă a cheltuielilor agregate, ceea ce va afecta negativ producția reală și veniturile. Într-o astfel de perspectivă, uniunea monetară are nevoie de o autoritate centrală bugetară, bazată pe un mecanism de redistribuire.

Realitatea corespunde unei combinații dintre cele două viziuni anterioare.

Pe de o parte, declinul productivității în zona euro a slăbit capacitatea concurențială a acesteia; a generat, de asemenea, un declin al investițiilor și o rată mai redusă de creștere a PIB-ului potențial. Figura de mai jos susține concluzia anterioară, evidențiind impactul reducerii relative a productivității totale a factorilor (PTF) asupra outputului potențial, începând cu anul 2000.



Sursa: Comisia Europeană (2005).

Figura 2. Descompunerea evoluției PIB-ului potențial în zona euro (1996-2006)

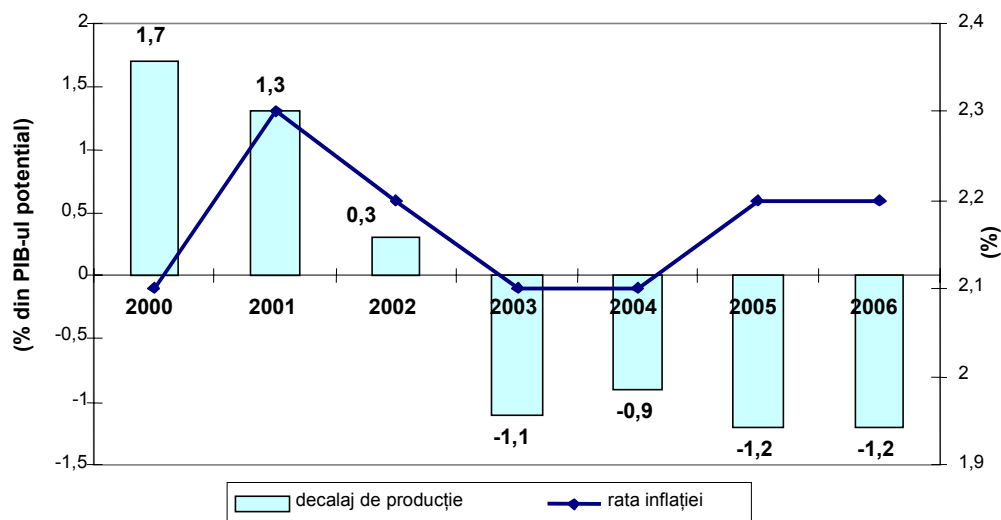
Totodată, se observă că și potențialul de creștere pe termen mediu este afectat negativ de reducerea stocului de capital pe lucrător (în grafic, evidențiat de distanța dintre acumulările de capital și de forță de muncă). Pe de altă parte, reducerea PTF poate fi efectul unui șoc negativ al

cererii agregate în zona euro – vânzările firmelor scad și odată cu ele și investițiile în noi echipamente. Astfel, rata de acumulare a capitalului poate influența negativ rata de creștere economică pe termen mediu și lung (dacă presupune achiziția de noi tehnologii). Începând cu anul

2000 s-a înregistrat o reducere a ritmului de creștere a cererii interne, care s-a reflectat într-o rată mai scăzută de creștere a producției reale; decalajul inflaționist a fost înlocuit astfel cu unul recesionist începând cu anul 2003.

Rata inflației a început să se reducă odată cu reducerea ritmului de creștere a PIB-ului real, însă evoluția sa reflectă o slabă corelație cu cea a decalajului de producție (figura 3).

Explicația constă în nivelul ridicat de rigiditate al prețurilor, care generează o modificare mai ridicată a outputului și una mai redusă în privința ratei inflației. În explicarea inerției inflației se invocă impactul sectorului serviciilor, deoarece acesta se caracterizează printr-un nivel redus de concurență și o slabă expunere la șocurile externe.



Sursa: Comisia Europeană (2005).

Figura 3. Corelația inflație-decalaj de producție în zona euro

Analizând evoluția decalajului de producție dintre anii 2000-2006 în cazul zonei euro, pe baza modelului cerere agregată-ofertă agregată, se observă că PIB-ul real (Y_t în figura 4) s-a modificat într-un ritm inferior PIB-ului potențial (Y^*)

(cu 13% față de 14,75%). Rata inflației (R_t) nu a crescut decât cu 0,1 puncte procentuale, ceea ce presupune o modificare superioară a cererii agregate; rezultă că șocurile pe latura cererii, respectiv ofertei, au avut intensități apropiate.

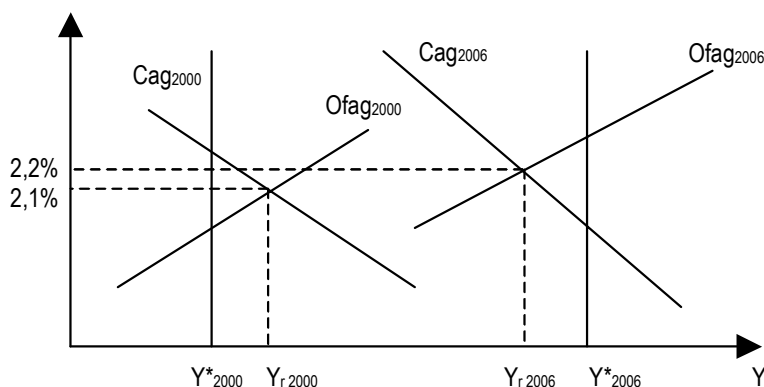
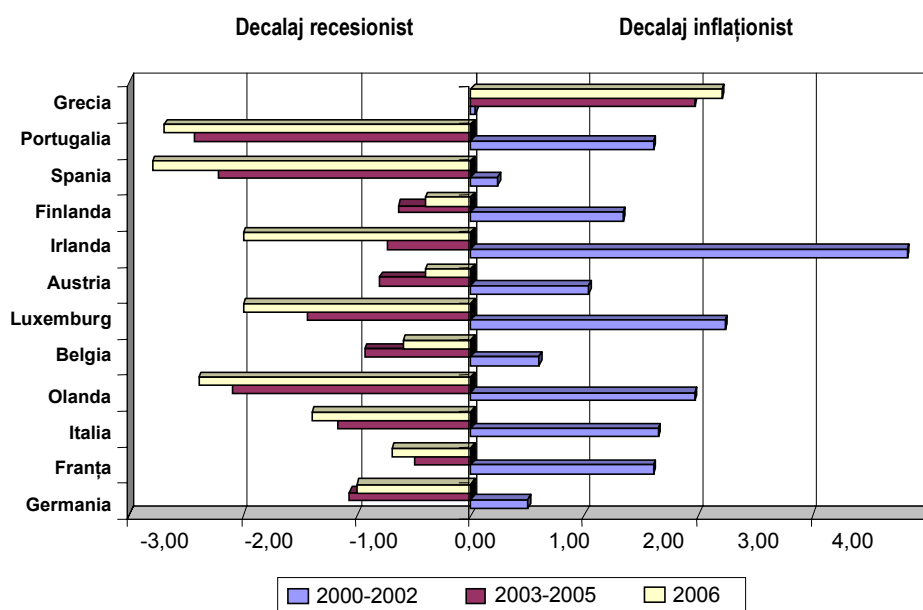


Figura 4. Evoluția echilibrului macroeconomic în zona euro (2000-2006)

Evoluția divergentă a economiilor zonei euro – sursă a transmisiei asimetrice a politicii monetare a BCE

Analiza evoluției decalajelor de producție la nivelul țărilor care formează zona euro evidențiază modificări în același sens ale acestora, intensitățile fiind însă diferite; singura excepție o constituie Grecia, care traversează începând cu

anul 2003 o perioadă de expansiune economică. Figura următoare surprinde evoluțiile decalajului de producție în țările membre ale zonei euro, pentru două subperioade: 2000-2002, 2003-2005 și pentru anul 2006 (nivel estimat).



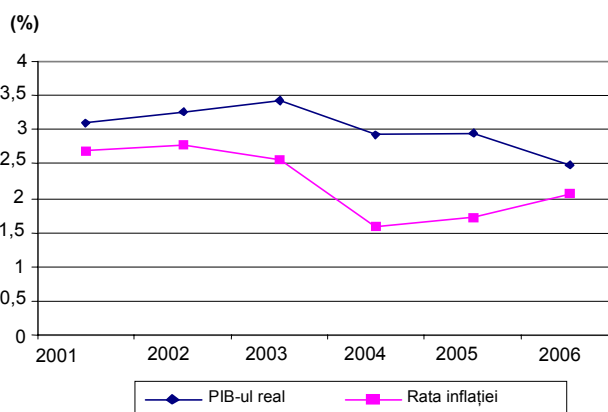
Sursa: Comisia Europeană (2005).

Figura 5. Natura decalajelor de producție în țările zonei euro

O variație apropiată ca intensitate de zona euro se observă în cazul Germaniei. Pentru Portugalia și Olanda este specifică reducerea PIB-ului real în anul 2003 (în prețurile anului 1995), ceea ce a determinat accentuarea decalajului recesionist. Spania va înregistra în 2006 cel mai ridicat decalaj (ca pondere în PIB-ul potențial), chiar dacă are o rată de creștere a PIB-ului real superioară mediei zonei euro.

Rezultă că promovarea unei politici monetare restrictive în prezent poate avea ca efect frânarea expansiunii în Grecia, precum și accentuarea recesiunii în cazul celorlalte economii (ceteris paribus). Chiar și în condițiile existenței unui decalaj negativ de producție în toate țările zonei euro, transmisia politicii monetare comune poate avea consecințe asimetrice, deoarece sistemele financiare naționale, structurile economice și mecanismele de ajustare a șocurilor sunt diferite. Astfel, are loc o reducere mai semnificativă a ratei inflației în țările în care costurile sunt mai flexibile la scădere; pentru aceste economii, reducerea ratei de creștere economică este numai una temporară.

Analiza dispersiilor celor două variabile (rata inflației și variația PIB-ului real) în cazul țărilor zonei euro, în perioada 2001-2006 (folosind abaterea standard ponderată cu contribuția fiecărei economii la PIB-ul zonei euro), sugerează că faza de expansiune economică este însoțită de creșterea acestora, în timp ce faza de recesiune de reducerea lor. În figura 6 se observă că în 2006 față de 2001 s-a înregistrat o reducere a abaterii standard cu aproximativ 0,5 puncte procentuale atât în cazul ratei inflației, cât și al PIB-ului real, anii de recesiune economică fiind însă preponderenți.



Sursa: Comisia Europeană (2005).

Figura 6. Abaterile standard ale ratei de creștere a PIB-ului real și ale ratei inflației pentru zona euro

Referitor la evoluția dispersiei ratelor inflației se pot oferi următoarele explicații:

- în majoritatea economiilor (cu excepția Franței și Italiei) anul 2003 a coincis cu reducerea ritmului de creștere a prețurilor;
- anii 2004-2005 au caracterizat o perioadă de recesiune economică în zona euro, însă ratele inflației s-au majorat în aproape toate țările, excepție făcând Franța și Portugalia;
- majorarea abaterii standard a ratelor inflației în anul 2006 față de 2005 își are explicația în evoluția divergentă a Germaniei și Franței față de celelalte țări ale UEM. Reducerea costului unitar real al forței de muncă în aceste două economii, care dețin 49% din PIB-ul uniunii în 2006, a antrenat majorarea ofertei agregate și, în consecință, reducerea ratei inflației și creșterea PIB-ului real.

Diferențele între variațiile indicilor prețurilor de consum pentru economiile zonei euro au următoarele surse:

- reacțiile divergente la acțiunea unor șocuri comune – majorarea prețului mondial al petrolului, fluctuația valorii externe a monedei euro – deoarece atât modelul de consum național, precum și gradul de deschidere externă către țările non-euro sunt diferite. Astfel, aprecierea euro ar putea penaliza într-o mai mare măsură exporturile unor țări ca Belgia, Irlanda, Finlanda și Olanda și într-una mai mică pe cele ale Spaniei, Portugaliei și Franței;

- influența modificării prețurilor la energie și la hrana neprocesată, care înregistrează cele mai ridicate fluctuații;

- manifestarea efectului Balassa-Samuelson, indus de câștigurile de productivitate în țările cu un venit mai redus, care vor genera o rată a inflației superioară țărilor cu un venit mai ridicat;

- acțiunea unor șocuri izolate pe latura cererii sau ofertei agregate, precum și diferențele în realizarea reformelor structurale care au rolul de a ajusta economia la influența unor șocuri permanente (precum scăderea procentului populației active).

Dispersia ratelor de creștere ale PIB-ului real a fost influențată de evoluțiile țărilor mai mari ale Uniunii Economice și Monetare – Germania, Franța și Italia, care contribuie cu peste 67% la PIB-ul zonei:

- între 2001-2003, au înregistrat o evoluție divergentă cu țări ca Grecia, Irlanda, Spania, Finlanda, în condițiile unui indice al PIB-ului real descrescător, ceea ce a mărit dispersia;

- între 2004-2006, dispersia s-a redus odată cu realizarea unei rate de creștere (medii) de peste 1,5%.

Pentru a explica diferențele dintre ratele de creștere economică se poate recurge la analiza PIB-ului din punct de vedere al cererii finale și al valorii adăugate la nivel sectorial, astfel:

a) țările care au înregistrat cele mai ridicate rate de creștere economică au beneficiat de efectul majorării cererii interne; aceasta a compensat reducerea cererii externe determinată de recesiunea economiei mondiale. Promovarea unei politici monetare expansioniste, prin reducerea dobânzii de referință a BCE, a diminuat rata reală a dobânzii în țări ca Grecia, Spania, Irlanda, stimulând investițiile și consumul. Creșterea cererii agregate a condus la o evoluție similară a prețurilor activelor. În schimb, Germania, Finlanda, Austria, Belgia și Franța au avut rate ridicate ale dobânzii reale, ceea ce a afectat negativ cererea internă. Aceste țări au beneficiat însă de câștiguri semnificative de competitivitate (ca urmare a reducerii prețurilor relative), ceea ce a permis o creștere a componentei externe a cererii.

b) Din punct de vedere structural, se observă tendința de reducere a valorii adugate la PIB a sectorului industrial de la 22,3% în 2000 la 20,6% în 2004. Țările cu cele mai ridicate rate de creștere s-au bazat pe creșterea ponderii sectorului serviciilor în PIB. Astfel, pentru Irlanda, Grecia și Spania, valoarea medie a fost de 71,7% în 2000 și de 76,1% în 2004. În schimb, modificările cele mai reduse au fost în cazul Germaniei (+0,6 p.p.) și al Austriei (+0,01 p.p.).

c) De asemenea, economiile în care PIB-ul real s-a majorat într-un ritm superior zonei euro sunt acelea în care rata de creștere a PIB-ului potențial a fost ridicată. Astfel, între 2001 și 2005, acesta a sporit cu 6,6% în Irlanda, cu 3,4% în Grecia și cu 3,3% în Spania și Finlanda. Cu excepția Spaniei, care are o contribuție majoritară a factorului muncă, în cazul celorlalte s-a manifestat impactul îmbunătățirii tehnologiilor utilizate.

Analiza UEM ca zonă monetară optimă presupune reducerea diferențialelor de inflație și producție, dar nu eliminarea lor. Economii sunt diferite din punct de vedere structural și de aceea impactul politicilor comune nu va fi unul similar nici asupra prețurilor și nici a outputului. De aceea, trebuie realizate reforme structurale (creșterea gradului de participare a forței de muncă, a concurenței în sectorul serviciilor, orientarea către o economie bazată pe cunoaștere) care să permită o mai rapidă neutralizare a șocurilor și în consecință o reducere a dispersiei.

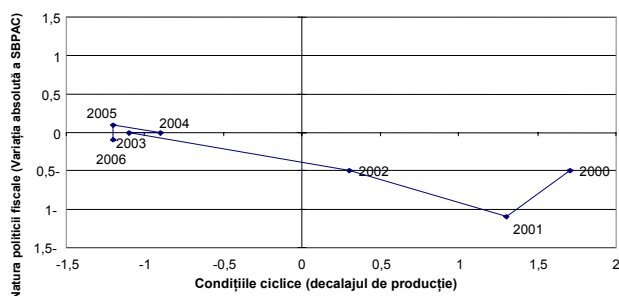
Politica bugetară anticiclică vs. prociclică în zona euro

Mix-ul de politici la nivelul zonei euro presupune armonizarea politicii monetare comune cu politicile bugetare naționale, astfel încât să permită stabilizarea economiei zonei euro. Însă, prevederile acestora din urmă trebuie să corespundă obiectivelor stabilite prin Pactul de Stabilitate și Creștere, ceea ce le diminuează marjele de manevră ca politici de stabilizare a fluctuațiilor economice naționale. De exemplu, în cazul economiilor aflate în recesiune și care înregistrează un deficit bugetar superior țintei de 3% din PIB, politicile bugetare devin unele prociclice – reducerea cheltuielilor publice, a transferurilor, precum și creșterea fiscalității – ceea ce conduce la reducerea deficitului bugetar, dar și la prelungirea stării de recesiune. Este cazul Germaniei, Franței și Italiei, care nu au putut promova politici bugetare anticiclice în condiții de recesiune economică.

Soluțiile adoptate pentru reducerea deficitului bugetar pot genera însă efecte diferite pe termen scurt și pe termen mediu asupra producției reale. Astfel, o reducere a transferurilor determină, pe de o parte, o reducere a consumului și a cererii agregate, însă, pe de altă parte, o reducere a șomajului structural, care permite creșterea ofertei agregate pe termen lung (ca urmare a manifestării stimulentei de căutare a unui loc de muncă).

Analiza naturii politicii fiscale pe ansamblul zonei euro, în funcție de evoluția ciclică a soldului bugetului primar (figura 7), evidențiază caracterul neutru al acesteia în perioada 2003-2005, în condițiile unui decalaj de producție negativ. Prin comparație, existența unui decalaj inflaționist între 2000-2001 a fost însoțită de promovarea unei politici fiscale expansioniste, deficitul bugetar primar majorându-se cu 0,6 puncte procentuale din outputul real.

Rezultă că natura decalajului de producție a influențat evoluția soldului bugetar primar, însă reacția acestuia din urmă a fost redusă în perioada de recesiune economică. Statele membre care nu vor înregistra pe termen mediu un deficit bugetar de sub 3% din PIB vor urma o politică bugetară restrictivă, reflectată de o modificare pozitivă a soldului bugetar primar.



Sursa: Comisia Europeană (2005).

Figura 7. Natura politicii bugetare promovate la nivelul zonei euro

Chiar dacă evoluțiile ciclice ale economiilor din zona euro sunt aproape similare, totuși necesitatea respectării PSC a condus la adoptarea unor politici bugetare diferite, din punct de vedere al naturii lor.

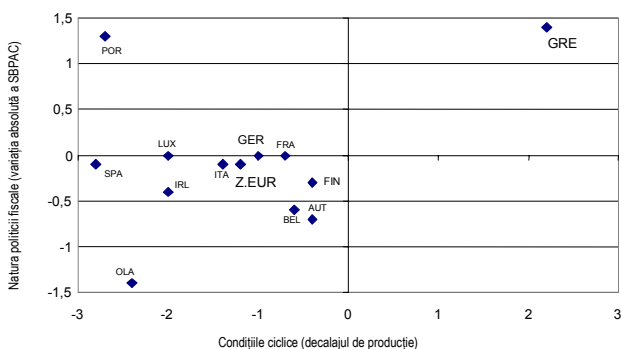
Luând în considerare atât evoluția soldului bugetar primar ajustat ciclic (SBPAC) (față de 2005), cât și natura decalajului de producție pentru anul 2006, economiile din UEM se pot grupa astfel, conform figurii 8:

a) Grecia și Portugalia promovează o politică bugetară restrictivă, pentru a reduce nivelul deficitului bugetar; astfel, față de 2005, soldul bugetului primar se va majora cu peste 1,3 puncte procentuale din PIB. În raport cu evoluția decalajului de producție, Portugalia a adoptat o politică bugetară prociclică, iar Grecia una anticiclică;

b) în Olanda, Belgia și Austria, politicile bugetare sunt expansioniste, în condițiile unui deficit bugetar mai mic de 1,5% în anul 2005;

c) o reducere absolută a soldului bugetar primar față de anul 2005 vor înregistra Irlanda, Finlanda, Spania și Italia, însă intensitatea este mai redusă; în cazul primelor trei țări, existența unor surplusuri bugetare va permite adoptarea unor politici bugetare expansioniste și în anii următori;

d) Franța și Germania au adoptat o politică bugetară neutră, neinfluențând soldul bugetului primar; acesta se situează la -0,2% din PIB în Germania și la 0,1% în Franța, ceea ce explică influența altor factori asupra deficitului bugetar (ca, de exemplu, componenta structurală a deficitului, ponderea serviciului datoriei publice și a dobânzilor aferente).



Sursa: Comisia Europeană (2005).

Figura 8. Natura politicii bugetare în țările UEM pentru anul 2006

Pentru anul 2006, ponderea economică în PIB a economiilor care au adoptat o politică bugetară

expansionistă o depășește pe cea a țărilor care au încurajat restrictivitatea bugetară, astfel că, pe ansamblul zonei euro, se va înregistra o reducere a soldului bugetar primar (conform previziunilor Comisiei Europene).

Flexibilizarea Pactului de Stabilitate și Creștere în martie 2005, prin prelungirea perioadei în care deficitul bugetar excesiv poate fi eliminat, poate contribui la o coordonare mai eficientă a politicilor bugetare naționale cu politica monetară promovată de BCE. Schema de mai jos evidențiază efectele potențiale ale instrumentelor de politică bugetară asupra producției reale, inflației, deficitului bugetar, în condițiile unui răspuns acomodant din partea politicii monetare.

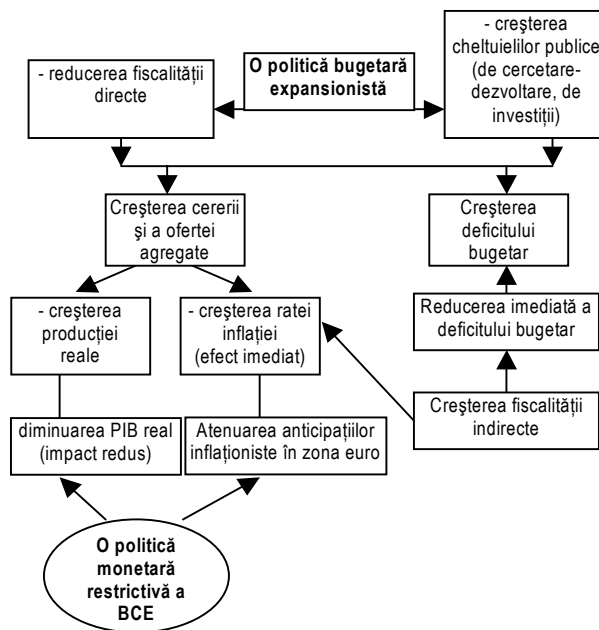


Figura 9. Propunerea unui mix optim de politici în zona euro

Această schemă este valabilă pentru o țară care poate exercita o influență semnificativă asupra economiei zonei euro – de exemplu, Germania. Însă, în condițiile unor cicluri economice divergente între țările zonei, efectele politicii monetare vor fi asimetrice, ceea ce poate accentua gradul de divergență economică.

**Obiectivele politicii monetare a BCE.
Relevanța regulii Taylor în cadrul UEM**

Această secțiune explică pe baza modelului Curbei Phillips motivul pentru care deciziile de politică monetară ale BCE vizează situația economică din țările importante (din punct de vedere al contribuției la PIB-ul zonei euro).

Ecuția curbei Phillips este următoarea:

$$U_i = U_i^* - a_i x (\pi_i - \pi_i^e) + \varepsilon_i + u_i \tag{1}$$

unde:

ε_i – șoc simetric;

u_i – șoc asimetric;

U_i reprezintă rata șomajului în țara i ;

U_i^* reprezintă rata naturală a șomajului în țara i ;
 π_i reprezintă rata efectivă a inflației în țara i ;
 π_i^e reprezintă rata așteptată a inflației în țara i .

Ipotezele modelului se referă la:

$\pi_i = \pi$ (rata unică a inflației în zona euro); în realitate există o eterogenitate a ratelor de inflație în zona euro.

$\varepsilon_i = \varepsilon$ (șocul simetric are același impact în toate țările zonei euro).

$u_i \neq u_j$ dacă $i \neq j$ (șocul este specific fiecărei țări). Șocurile u_i sunt pur asimetrice dacă impactul lor agregat este nul. Ele sunt asimetrice dacă impactul lor este diferit de la o țară la alta.

a_i este coeficientul de impact al inflației asupra ratei șomajului. Acest coeficient arată, în cazul acestui model, transmisia politicii monetare asupra economiei reale.

$a_i = a$ (nu există asimetrie în transmisia politicii monetare).

Impactul asupra variabilelor agregate ale zonei euro (E) este:

$$U_E = \sum_{i=1}^n \mu_i \times U_i;$$

$$U_E^* = \sum_{i=1}^n \mu_i \times U_i^*;$$

$$\pi_E = \sum_{i=1}^n \mu_i \times \pi_i = \pi$$

μ_i reprezintă ponderea PIB-ului țării i în PIB-ul zonei euro.

Liniaritatea presupusă de curba Phillips permite evidențierea unei relații agregate la nivelul zonei euro, de forma:

$$U_E = U_E^* - a \times (\pi - \pi^e) + \varepsilon + \sum_{i=1}^n \mu_i \times u_i$$

Rezultă că BCE va reacționa la șocurile asimetrice numai dacă se manifestă un impact puternic al acestora asupra economiilor care dețin o pondere ridicată în PIB-ul zonei euro – cazul Germaniei. Costurile asociate acestei decizii sunt asimetriile în creștere în rândul țărilor zonei euro.

O funcție de reacție pentru a examina conduita politicii monetare în raport de performanțele economice, este dată de *Regula lui Taylor*. Aceasta corelează nivelul ratei de referință a dobânzii de rata inflației și de abaterea între PIB-ul efectiv și PIB-ul potențial.

$$d' = d^{**} + r_i^* + a(r_i - r_i^*) + b(Y - Y_p)$$

d' – rata nominală directoare a dobânzii;

d^{**} – rata reală a dobânzii de echilibru pe termen lung (rata dobânzii reale neutre);

r_i – rata efectivă a inflației;

r_i^* – rata anticipată a inflației (ținta de inflație a BCE);

Y – rata de creștere a producției reale;

Y_p – rata de creștere a producției potențiale;

a, b – doi parametri pozitivi care măsoară viteza de reacție a politicii monetare la ecarturile de inflație și de producție.

Politica monetară va deveni una restrictivă, adică rata dobânzii de referință practică de către BCE se va majora,

dacă rata inflației efective este superioară celei anticipate și/sau dacă se înregistrează un decalaj inflaționist. În schimb, manifestarea unei perioade de recesiune economică, precum și diminuarea așteptărilor inflaționiste constituie motive ale promovării unei politici monetare expansioniste.

Divergențele în ceea ce privește evoluțiile ratei inflației, PIB-ului real, precum și intensitatea decalajului de producție generează, aplicând regula Taylor, diverse rate optime ale dobânzii naționale în țările zonei euro.

În estimarea regulii Taylor pentru țările membre ale UEM s-a considerat că rata reală de echilibru este egală cu variația PIB-ului potențial; valorile pentru coeficienții a, b au fost cele standard de 0,5. A rezultat o dispersie ridicată a ratelor optime ale dobânzii, conformă cu disparitățile actuale de dezvoltare.

Astfel, pentru anul 2005, rata a variat între o valoare minimă de 1,60 în cazul Olandei și una maximă de 8,45 pentru Grecia. Pentru anul 2006, se observă că rata dobânzii ar trebui să se reducă în Germania, Franța și Austria, ca urmare a creșterii decalajului recesionist. Ultimul rând din tabelul 1 se referă la rata dobânzii Taylor la nivelul zonei euro, calculată prin ponderarea ratei optime a dobânzii cu nivelul de importanță economică a fiecărei țări membre. Majorarea acesteia de la 3,6 la 3,7 este justificată de creșterea anticipațiilor inflaționiste, decalajul de producție menținându-se relativ constant.

Estimarea regulii Taylor pentru zona euro

Tabelul 1

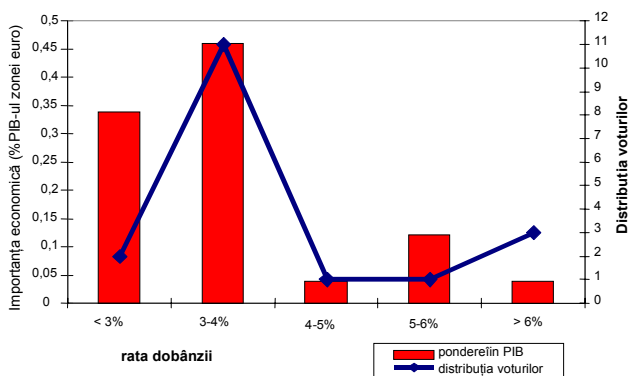
	Regula* Taylor 2005	Regula* Taylor 2006	Pondere în PIB-ul zonei euro 2005/2006
Belgia	4,65	4,80	0,04
Germania	2,45	2,20	0,28
Grecia	8,45	8,90	0,02
Spania	5,75	5,80	0,11
Franța	3,85	3,75	0,21
Irlanda	7,35	7,75	0,02
Italia	3,00	3,15	0,18
Luxemburg	8,10	8,10	0
Olanda	1,60	2,55	0,06
Austria	3,75	3,25	0,03
Portugalia	2,15	3,45	0,02
Finlanda	3,15	3,90	0,02
BCE	3,60	3,70	1,00

*) simulată pe baza țintei de inflație a BCE de 2%

Sursa: Comisia Europeană (2005).

În economiile în care rata optimă a dobânzii este mult diferită de cea stabilită de către BCE, politica monetară este generatoare de asimetrii în ceea ce privește evoluțiile ratei inflației și PIB-ului real, neasigurând stabilizarea acestora. Deciziile de politică monetară în cadrul BCE se iau de către Consiliul Governorilor de bănci naționale (un număr de 12 voturi, unul pentru fiecare țară membră), împreună cu staff-ul băncii (alcătuit din președinte, vicepreședinte și câte un reprezentant al celor mai importante patru țări din punct de vedere economic), care deține șase voturi.

Pentru anul curent, rata optimă a dobânzii ar trebui să se situeze între 3 și 4%, iar această decizie ar întruni voturile a 11 membri din totalul celor 18; stafful ia în considerare rata optimă a dobânzii la nivelul de ansamblu al zonei euro (figura 10). Rezultă că țările mari ale UEM care influențează această rată vor avea câte două voturi – unul direct (al guvernatorului) și altul indirect (al reprezentantului țării în staff-ul BCE). Astfel, se validează aserțiunea conform căreia BCE acționează în funcție de evoluțiile macroeconomice din cadrul țărilor cu o pondere ridicată în PIB-ul uniunii.



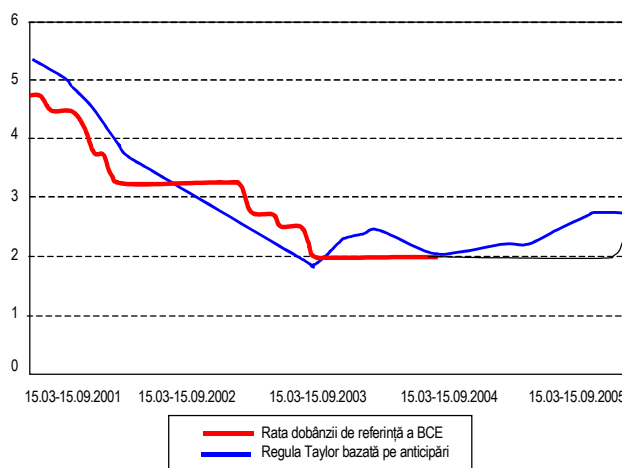
Sursa: Comisia Europeană (2005).

Figura 10. Distribuția ratelor Taylor ale dobânzii în țările zonei euro (2006)

O altă chestiune se referă la corelația care există între rata dobânzii Taylor și cea efectivă în cadrul zonei euro. De exemplu, în conformitate cu regula Taylor, o rată a dobânzii de referință de 3% (nivelul estimat pentru decembrie 2006) ar fi justificată de existența unei rate reale a dobânzii de 2%, de un obiectiv de inflație de 1,8%, de o creștere economică de 2,25% și de o inflație efectivă de 1,75%. Însă pentru sfârșitul anului se estimează o inflație de 2,2% și o variație a PIB-ului real de numai 2,1%, așadar valori neconforme cu previziunea făcută anterior.

La o analiză superficială, analiza regulii Taylor pentru stabilirea ratei dobânzii directe a BCE ar putea părea inadecvată, deoarece nivelurile acestora sunt în prezent diferite. Însă, se pierde din vedere atât caracterul anticipativ al politicii monetare, cât și lag-ul de manifestare a efectelor acesteia. În consecință, aplicarea regulii Taylor permite găsirea nivelului optim al ratei dobânzii în funcție de anticipațiile în legătură cu evoluțiile ratei inflației și ale decalajului de producție.

Graficul de mai jos sugerează existența unei corelații consistente între evoluțiile ratei dobânzii a BCE și a celei anticipate conform regulii Taylor; s-au considerat previziunile semestriale ale Eurosistemului în ceea ce privește inflația anticipată. Coeficienții specifici decalajului de producție și de inflație sunt cei standard – 0,5. Se observă că nivelul ratei dobânzii conform regulii Taylor în trimestrul al patrulea al anului 2005 a anticipat creșterea ratei dobânzii BCE din 8 iunie 2006, la nivelul 2,75%.



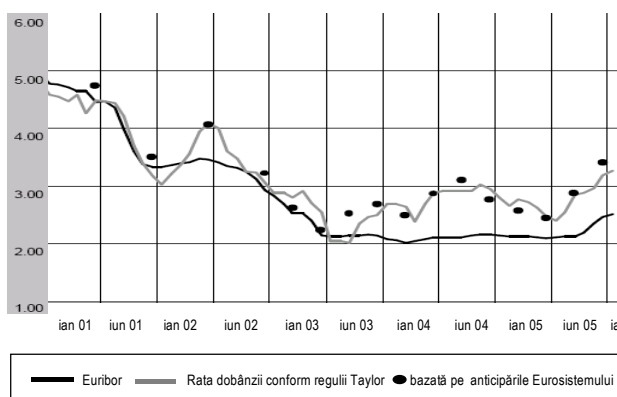
Sursa: Commerzbank Economic Research, 6 februarie 2006.

Figura 11. Evoluțiile ratei dobânzii Taylor și ale ratei dobânzii de refinanțare a BCE

În consecință, utilizarea regulii Taylor permite demonstrarea faptului că politica monetară a BCE este una bazată pe anticipări.

Același aspect este identificat utilizând de data aceasta o metodologie a Commerzbank Austria, bazată pe concluziile unui studiu al Băncii Naționale a Austriei din anul 2000 în legătură cu estimarea regulii Taylor pentru zona euro. Astfel, s-a reținut o rată naturală a dobânzii de 1,8%, în concordanță cu estimările efectuate de Garnier și Wilhelmssen (2005, ECB working paper) pentru anul 2004; pentru coeficientul decalajului de producție valoarea este de 0,39, iar pentru diferențialul de inflație 0,47. Rata dobânzii calculată astfel se referă la rata Euribor pentru depozitele la trei luni.

Rezultatele obținute și prezentate în figura 12 arată aceeași concordanță între nivelurile anticipate ale ratei dobânzii Taylor, conform previziunilor Eurosistemului în legătură cu inflația, și nivelul producției reale și cele ale ratei dobânzii Euribor (date semestriale).



Sursa: Commerzbank Economic Research, 6 februarie 2006.

Figura 12. Evoluțiile ratei dobânzii Taylor și ale ratei Euribor practicate de BCE

Conform ambelor metode, rata dobânzii practicate de BCE a fost cu aproximativ 0,2 puncte procentuale sub cea sugerată de Regula Taylor, în funcție de anticipări.

Ce justifică restrictivitatea politicii monetare actuale a BCE?

În prezent, evoluția macroeconomică a zonei euro se caracterizează prin creșterea într-un ritm superior a PIB-ului real față de anul anterior, dar și prin intensificarea presiunilor inflaționiste, induse de majorarea cererii interne și a prețului mondial al petrolului. Prin urmare, se reclamă sporirea restrictivității politicii monetare. Modificarea ratei dobânzii de referință a BCE este de asemenea sensibilă la variația ratei dobânzii practicate de FED, evoluție ce va presupune majorarea acesteia către un nivel de 4% pentru 2007.

În ceea ce privește rata de creștere economică, evoluțiile au fost favorabile în primul trimestru al acestui an, PIB-ul real înregistrând o creștere anualizată de 1,9%; de asemenea, anticipațiile susțin o dinamică superioară, fapt semnalat de nivelul indicelui de încredere a agenților economici din sectoarele de activitate și a menajelor; acesta a fost de 106,7 în mai față de o medie de 101,5 pentru ultimii zece ani. Previziunile BCE în ceea ce privește inflația au rămas neschimbate la 2,2%, chiar dacă prețul la baril a fost de 70 dolari față de un nivel estimat de 60 dolari. Aceasta pentru că aprecierea euro cu 0,10 puncte procentuale față de estimări a atenuat presiunile inflaționiste cauzate de majorarea prețului petrolului.

Cu toate acestea, politica BCE va fi în continuare una restrictivă, pentru a neutraliza efectele anticipărilor inflaționiste pe care le generează evoluția prețului petrolului pe piața mondială. Astfel, estimările privind rata dobânzii Euribor s-au majorat pentru luna decembrie 2006 de la 3,1% (februarie 2006) la 3,41% (30 mai 2006). Ceteris paribus, această creștere de 0,31 puncte procentuale ar putea reduce rata inflației cu 0,1 p.p., iar PIB-ul real cu 0,2 p.p. în anul 2007 (conform simulărilor Quest, ale Comisiei Europene). Rata inflației este în prezent superioară țintei pe termen mediu a BC, de 2%, și anume de 2,5% (luna mai, față de 2,4% în aprilie).

Riscurile pentru atingerea acestei ținte sunt legate de:

- majorarea cu 3 p.p. a TVA-ului în Germania începând cu 2007;
- de efectele creșterilor anterioare ale prețului petrolului pe piața mondială asupra prețurilor bunurilor de consum, precum și de impactul eventualelor majorări viitoare;
- tendința de diminuare a decalajului de producție care va antrena noi presiuni inflaționiste;
- creșterea agregatului monetar M3 peste valoarea de referință de 4,5% (8,8% în aprilie 2006), care a mărit excesul de lichiditate și a determinat majorarea creditelor acordate sectorului privat cu aproximativ 12,1% în aprilie față de o medie a anilor anteriori de 5,6%. În privința naturii creditelor,

o evoluție exponențială au avut cele imobiliare, iar țara cu cea mai semnificativă creștere a fost Spania – o majorare cu 35% a creditării în 2005, ponderea țării în PIB-ul zonei euro fiind de numai 10%. Excluzând această influență s-a obținut o variație procentuală a creditării de numai 6% față de 9,7% în 2005. De asemenea, Spania a înregistrat o rată a inflației de 3,4% în 2005, cea estimată pentru 2006 fiind de 3,6%. În aceste condiții, impactul va fi unul redus (de aproximativ 0,02 p.p.) asupra inflației zonei euro.

Perspectivile favorabile ale evoluției ratei inflației vizează:

- creșterea mai redusă a costurilor salariale – de 1,9% în medie pentru țările zonei euro și tendința de majorare a productivității într-un ritm superior, ceea ce va diminua costul unitar al forței de muncă;
- anticiparea unei ușoare aprecieri a euro ca urmare a sporirii ratei dobânzii de referință;
- impactul redus al majorărilor anterioare ale prețului mondial al petrolului; existența unei rate mai ridicate a șomajului în condițiile recesiunii din zona euro a diminuat presiunile pe latura acomodării șocului petrolier prin creșterea salariilor;
- progresele în implementarea unor reforme structurale, care stimulează creșterea PIB-ului potențial. Astfel, în cazul Germaniei – țara care deține ponderea cea mai mare în PIB-ul zonei euro – reformele structurale întreprinse (mai ales pe piața muncii) au permis o creștere a gradului de ocupare fără stimularea creșterii inflației, ceea ce a contribuit la reducerea Nairu.

Corelația dintre majorările prețului mondial al petrolului și inflație s-a redus foarte mult față de precedentele șocuri petroliere, banca centrală devenind mai credibilă în gestionarea potențialelor puseuri inflaționiste. Simulările efectuate cu ajutorul modelului Quest al Comisiei Europene sugerează că o creștere permanentă cu 50% a prețului la petrol ar adăuga 0,5 p.p. la indicele prețurilor de consum din zona euro, pe parcursul celor doi ani care ar urma șocului; efectul inflaționist ar dispărea după trei ani. În ceea ce privește impactul asupra PIB-ului real, acesta s-ar reduce cu 0,6 p.p. în primul an, cu 0,3 p.p. în al doilea an și cu 0,2 p.p. în cel de-al treilea an de după șoc.

De exemplu, creșterea prețului petrolului între aprilie 2004 și octombrie 2005 a fost de aproximativ 10 euro, ceea ce a reprezentat 0,7 p.p. (ca efect direct) din rata inflației din această perioadă (de aproximativ 3,2%) pe ansamblul zonei euro.

Această evidență s-a bazat pe analiza evoluției componentei energie din totalul indicelui armonizat al prețurilor, care a variat de la 1,6 p.p. în Luxemburg la aproximativ 0,4 p.p. în Italia. Factorii care explică impactul diferit al creșterii prețului la petrol asupra ratei inflației din statele membre ale zonei euro se referă la gradul de intensitate energetică, precum și la nivelul taxelor indirecte în prețurile produselor din petrol.

Impactul majorării prețului petrolului asupra ratei inflației în țările UEM

Tabelul 2

	Creșterea prețurilor la produse energetice(%)	Pondere în indicele armonizat al prețurilor (%)	Contribuția la rata inflației (p.p.)	Nivelul taxelor indirecte în prețurile produselor petroliere (%)	Intensitatea energetică (milioane tone petrol/ PIB 2003 USD)
Belgia	11,7	10,2	1,16	66,0	105,3
Germania	7,9	9,9	0,78	71,5	67,1
Grecia	11,8	6,9	0,80	51,7	134,2
Spania	8,8	8,7	0,78	59,4	113,9
Franța	8,8	8,7	0,73	71,9	67,0
Irlanda	11,6	7,9	0,89	63,8	76,7
Italia	6,2	6,4	0,39	66,3	79,4
Luxemburg	15,5	11,6	1,59	59,6	130,6
Olanda	9,2	8,6	0,79	69,2	84,1
Austria	9,9	8,2	0,76	61,5	71,6
Portugalia	8,6	8,5	0,71	66,5	142,4
Finlanda	6,3	7,4	0,45	69,5	85,0
Zona euro	8,4	8,6	0,70	67,8	80,7

Sursa: Comisia Europeană, Quaterly Report on the Euro Area, IV/2005.

În primele două țări ca importanță economică în zona euro – Germania, Franța – atât creșterea prețurilor la produsele energetice, cât și gradul de intensitate energetică sunt dintre cele mai reduse, însă existența unui nivel ridicat al taxelor indirecte a generat un impact inflaționist mai ridicat. În schimb, în țări ca Belgia, Grecia, Spania, Irlanda, Luxemburg, nivelul fiscalității indirecte este mai redus, însă impactul inflaționist a fost superior mediei ponderate la nivelul zonei euro.

Creșterea prețului petrolului generează următoarele efecte inflaționiste directe și indirecte:

- creșterea în primă fază a prețurilor la energie și combustibili și apoi a altor bunuri de consum;
- manifestarea așteptărilor inflaționiste generate de majorări viitoare, dar și de creșterea prețurilor care utilizează drept input produsele derivate din petrol.

Politica monetară a BCE va fi în continuare una restrictivă, urmărind diminuarea anticipațiilor inflaționiste. Pe baza modelului Nigem s-a estimat că o reducere cu 0,5 p.p. a acestora va genera o scădere a ratei inflației cu 0,13 p.p. în anul următor și o creștere a outputului cu 0,05 p.p.

Concluzii

Șocurile care afectează zona euro par a fi mai degrabă asimetrice, deoarece persistă o anumită divergență structurală în cazul țărilor membre; aceasta induce o sincronizare mai redusă a ciclurilor de afaceri, ceea ce poate influența negativ absorbția șocurilor prin intermediul politicii monetare a BCE. Nici politica fiscală nu a constituit o politică anticiclică, ca urmare a regulilor stricte impuse de Pactul de Stabilitate și Creștere. Natura acesteia a fost una neutră pe ansamblul țărilor membre ale zonei euro, permițând numai acțiunea stabilizatorilor automați.

În prezent, mix-ul de politici al zonei euro vizează reducerea inflației (creșterea progresivă a ratei dobânzii de referință a BCE) și într-o mai mică măsură sporirea outputului. Aceasta în condițiile în care toate țările din UEM, cu excepția Greciei, traversează o perioadă de decalaj recesionist începând cu 2003. Ritmul redus de creștere a producției reale poate influența negativ și evoluția PIB-ului potențial, din cauza investițiilor mai reduse și retragerilor de pe piața muncii.

Bibliografie

- Dinu, M., Socol, C., Marinaș, M. (2004). *Economie Europeană. O prezentare sinoptică*, Editura Economică, București
- Garnier, J., Wilhelmssen, B.-R. (2005). *The natural real interest rate and the output gap in the euro area. A joint estimation*, ECB Working paper series, nr. 546
- de Grauwe, P., Senegas, M.-A. (2002). *Monetary policy in EMU when the transmission is asymmetric and uncertain*, www.econ.kuleuven.be
- Grauwe, P. (2006). *On monetary and political Union*, www.econ.kuleuven.be
- Hoeller, P., Giorno, C., C. de la Maisonnewe (2004). *One Money, One Cycle? Making Monetary Union a Smoother Ride*, ECB Workshop
- Noyer, Ch. (2006). *The eurosystem's single monetary policy - a view from the inside*, speech held at the GIC Conference hosted by the Federal Reserve Bank of Philadelphia, Philadelphia;
- *** *EMU after five years*, Comisia Europeană, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2005
- *** *Quarterly Report on the Euro Area*, Comisia Europeană, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, IV/2005
- *** *Research notes*, Commerzbank Economic Research, 2006