

## CRIZA SISTEMULUI MONETAR EUROPEAN DIN 1992-1993

Înainte tulburărilor de pe piața de schimb valutară din 1992-1993, Mecanismul Raterelor de Schimb al Sistemului Monetar European, părea să reprezinte o reușită a aranjamentelor monetare intraeuropene, capabil să furnizeze un cadru funcțional ce ar duce, eventual, la o completă uniune monetară către membrii Comunității.

Dar „euforia” determinată de evoluțiile pozitive s-a estompat odată cu dereglările majore ale sistemului.

În ianuarie 1992, SME celebra 5 ani de stabilitate a ratelor de schimb - 60 de luni fără realinieri.

Spre sfârșitul anului SME trebuia să facă față celei mai severe crize din istoria sa. Două din cele zece monede (lira sterlină și lira italiană) au ieșit din sistem. Grecia nu era membră a ERM iar francul luxemburghez era asociat francului belgian. Alte monede, peseta spaniolă și escuad-ul portughez, s-au depreciat involuntar (Islanda a cunoscut același fenomen la începutul anului 1993). Spre sfârșitul anului 1992, Comitetul monetar al UE a avut trei întâlniri într-un efort lipsit de izbândă, pentru restabilirea echilibrului.

Dacă în perioada 1979-1987 au existat 11 realinieri, între 1987-1992 nu s-a produs nici o realiniere.

O a 12-a realiniere a avut loc pe 1 ianuarie 1990 înlocuind marja largă de fluctuație a lirei italiene cu o „bandă” mai îngustă, măbind rata centrală față de DM cu 3,5%. Nevoia realinierilor reflectă persistența diferențelor dintre ratele inflației în țările SME.

Realinierea din ianuarie 1987, ultima din „vechiul SME”, a fost privită ca având o natură fără precedent, datorându-se nu atât dezechilibrelor SME, cât factorilor externi.

Interpretarea situației a dus la revizuirea aranjamentelor SME, care să întărească intervenția și să încurajeze coordonarea politicilor monetare. Pentru prima oară era permisă creditarea înainte ca o monedă să atingă limita marjei de fluctuație.

Controlul capitalului era soluția eliminării presiunilor. Acest control a luat forme diferite, de la taxe asupra anumitor monede străine, până la restricții impuse băncilor de a împrumuta în străinătate. Ele au fost eliminate cu un corolar al „programului 1992”.

Actul Unic European permitea țărilor membre să mențină controlul capitalului pe o perioadă de maxim 6 luni până la 1 iunie 1990 (cu excepția Spaniei și Islandei până la 31 decembrie 1991, și Portugaliei, Greciei până la 31

decembrie 1993). Mulți membrii SME au îndepărtat controlul asupra capitalului începând cu 1990, chiar Spania și Portugalia și-au relaxat controlul.

Lira italiană a fost prima monedă din ERM care a dat semne de slăbiciune în a doua jumătate a anului 1992. Observatorii au menționat drept cauze:

- declinul dolarului ce a determinat scăderea competitivității lirei,
- posibilitatea unei taxe asupra depozitelor bancare și a obligațiilor guvernamentale;
- deficitul bugetar, datoria publică;
- rezultatul negativ al referendumului asupra Maastricht-ului.

Banca Italiei a intervenit de-a lungul verii. În primele zile din septembrie moneda a început să dea noi semne de slăbiciune. O creștere cu 1,75% (până la 15%) a ratei de refinanțare a fost o măsură insuficientă deoarece, într-o săptămână lira a ieșit din marja de fluctuație; începând cu aprilie 1992 lira a scăzut mult mai jos decât marca germană.

În august, Marea Britanie a raportat cheltuieli de 1,3 miliarde USD din rezervă, pentru a ține lira din marja de fluctuație față de DM.

În prima săptămână din septembrie, Banca Angliei a luat cu împrumut 14,4 miliarde USD pentru a continua intervenția, fapt ce a făcut ca lira să-și revină temporar. Pe 16 septembrie, Banca Angliei s-a angajat într-o intervenție masivă în susținerea lirei, raportând cheltuieli de 20 miliarde USD, adică jumătate din totalul rezervelor sale. Dar măsurile nu au fost suficiente.

Dobânda de refinanțare a crescut de la 10% la 12% și apoi la 15%. Marea Britanie și Italia s-au retras din ERM, iar Spania a devalorizat peseta cu 5%, Portugalia cu 6%, Islanda a urmat acest trend în ianuarie.

Teoria economică spune că sunt trei condiții necesare menținerii ratelor de schimb fixe dar ajustabile:

1. Capacitatea de a recurge la ajustări relative ale prețurilor.

Sistemul ratelor de schimb fixe a fost pus în fața dificultăților când s-au impus schimbări semnificative ale prețurilor, bunurilor interne și externe, forței de muncă. Dacă nu sunt permise schimbări ale ratei de schimb nominale, răspunsul trebuie găsit în ajustare și modificarea sincronă a salariilor și prețurilor. Deci ratele de schimb fixe pot fi susținute numai dacă:

- șocurile care cer măsuri frecvente și sesizabile sunt puține;
- salariile individuale și prețurile sunt ajustate lent;
- sunt puține schimbări ale ratelor de schimb nominale, în eventualitatea unor șocuri excepționale.

În practică primele două nu apar, a treia a fost o trăsătură a succesului cu rate de schimb fixe.

2. Reguli monetare solide.

Din moment ce credibilitatea sistemului ratelor de schimb fixe are modificări ale ratelor de schimb în momente de dezechilibre excepționale, realinierea datorită atacurilor speculative trebuie încadrată aici.

Prescripția SME ca o țară ce dorește să-și schimbe paritatea trebuind să obțină acordul celorlalte țări în urmărirea unor reguli monetare solide.

3. Capacitatea de a absorbi presiunile pieței.

O a treia condiție necesară pentru viabilitatea unui sistem cu rate fixe, are în vedere acțiunile băncii centrale în moment de criză. O aplicare guvernamentală de aplicare a unei politici „solide”, poate să nu fie suficientă pentru stabilizarea ratelor de schimb dacă guvernul este nou constituit iar piețele sunt încă nesigure de intervențiile acestuia.

Un efort concertat este cerut spre a împiedica speculațiile. Un prim pas ar fi creșterea ratei de dobânzi interne – investitorii nu vor avea stimulente de a investi. O altă alternativă ar fi ca țările cu monedă puternică să intervină în sprijinul celor slabe. Acesta implică acumularea de rezerve, dar țările cu monedă puternică se tem că o intervenție nelimitată amenință stabilitatea prețurilor.

Un alt mod de a absorbi presiunile pieței îl reprezintă restricțiile asupra mișcărilor de capital. Controlul capitalului ca măsură administrativă, limitează fondurile ce pot fi legal și profitabil transferate între monede pe perioade scurte de timp.

Cea mai populară explicație a crizei din septembrie este competitivitatea: creșterea inflației, creșterea costului forței de muncă.

În septembrie existau trei categorii de țări cu monede în criză:

- Italia (cauza parțială – competitivitatea);
- Spania, Marea Britanie (plus doi noi membrii SME: Suedia, Finlanda);
- Franța, Belgia, Danemarca și Islanda (fără deteriorări semnificative de competitivitate).

Faza finală a crizei monetare a fost în februarie 1993, precedată de data de 29 iulie, când Bundesbank a menținut neschimbată rata de finanțare.

Investitorii se așteptau ca Bundesbank să reducă această rată pentru a slăbi presiunea asupra francului francez și a altor monede slabe din ERM, celelalte țări nu-și puteau micșora ratele dobânzii, datorită rolului esențial al DM.

Francul francez a fost ținta principală a „luptei” ERM. Cu o rată reală a dobânzii ridicată, recesiunea și șomajul în creștere (11,6% în acel moment), speculatorii s-au îndoit de voința Franței de a urma politica austeră a Bundesbankului.

În consecință au renunțat la franci și au cumpărat mărci germane; de fapt speculatorii au mizat pe faptul că prioritățile interne vor preleva asupra ratei de schimb externe. Pe 30 iulie, în ciuda eforturilor Bundesbankului (cheltuieli de 35 miliarde), francul francez a atins un nivel foarte jos. Alte bănci centrale europene au intervenit pentru a sprijini coroana daneză, pesta spaniolă, escudo-ul portughez și francul belgian. În week-end-ul 31 iulie – 1 august, miniștrii de finanțe ai comunității au căzut de acord să abandoneze apărarea monedelor. După noul plan, șapte din nouă monede puteau oscila într-o marjă de  $\pm 15\%$ .

Marja pentru peseta și escudo a fost stabilită la  $\pm 6\%$ , în timp ce Germania și Olanda au stabilit o marjă de  $\pm 2,25\%$  între monedele lor. Datorită mărimii noilor marje, SME a devenit un sistem cu rate flotante. După părăsirea ERM economiile lor au început să crească.

Deși evenimentele di august 1993 par similare cu cele din septembrie 1992, există o mare diferență: criza din august nu s-a datorat diferențelor mari ale agregatelor economice. Mai de grabă s-a datorat credinței că Bundesbank nu va reduce suficient rata dobânzii pentru a permite reduceri ale ratei acesteia, în

special în Franța și Danemarca unde șomajul era ridicat și inflația mică. Astfel spus, francul francez și corona daneză nu erau considerate a fi supra evaluate, dată fiind rata scăzută a inflației (1,9% din jumătate din cea a Germaniei) și rata înaltă a dobânzii.

Se apreciază că Franța, dacă ar fi avut o bancă centrală independentă și o tradiție istorică spre implicare în stabilitatea prețurilor, ar fi putut evita acea criză.

Astfel, cauzele din spatele eșecului SME sunt de natură generală. S-a demonstrat un fapt ce părea sortit doar implicațiilor teoretice: sistemul ratelor de schimb fixe este supus speculațiilor când intervenția băncii centrale este insuficientă și așteptările speculative se dovedesc reale.

#### INTERPRETĂRI REFERITOARE LA CRIZA SISTEMULUI

În general, se cunosc patru interpretări ale crizei septembrie – august. Primele două privesc criza în termeni fundamentali: țările au suferit fie probleme de competitivitate, datorită divergențelor persistente în ratele inflației, fie probleme ascunse datorate șocului ramificării Germaniei. A treia interpretare subliniază mai degrabă așteptările viitoare decât problemele de competitivitate. A patra interpretare pornește de la ideea că, criza speculativă ar fi apărut chiar în absența problemelor de competitivitate.

Inflația ca sursă a atacurilor speculative nu poate fi considerată cea mai importantă sursă de dezechilibru. O excepție de al regulă este Germania, datorită faptului că DM era și este cea mai puternică monedă față de care celelalte au fost devaluate.

Criza SME a demonstrat că orice sistem cu rate de schimb fixe devine la un moment dat prea rigid, dacă nu evoluează spre o reuniune monetară.

Unii economiști adepți ai ideii că , oricum speculațiile ar fi apărut, spun că, cauza esențială a crizei ERM este așa numita „anticiparea piețelor de a face profit”.

O problemă esențială este cea a lipsei controlului capitalului, pe care o vedem sub două aspecte:

a. Absența controlului micșorează rezervele valutare oficiale datorită acțiunilor pieței. Acest fapt implică nevoia unor rate ridicate ale dobânzii pentru a menține rata de schimb, când piețele acționează într-o direcție ce ar dezechilibra-o.

b. Ratele înalte ale dobânzilor au un impact negativ serios asupra activității economice, bugetului și stabilității bugetului financiar, dacă sunt menținute pe perioade lungi, pe o piață valutară cu echilibre multiple ce trebuie menținute la nivele ridicate, pe o perioadă nelimitată.

Față de rezerve, oferta de capital speculativ este un efect perfect elastic. Sub aceste circumstanțe numai rate ale dobânzii foarte înalte pe termen scurt, ar putea preveni epuizarea rezervelor valutare.

Se pune problema: dacă sunt țările „la mâna piețelor” sau dacă controlul capitalului mărește marja de manevră. Nici una din țările ale căror monede au fost „țintite” de atacurile speculative, nu menținuseră un control al capitalului.

O altă problemă care se pune este aceea a costului apărării ratelor de schimb. Rate ale dobânzii suficient de înalte ar trebui să fie capabile de a tampona atacurile speculative concentrate.

Vom analiza patru efecte temporare ale ratelor ridicate ale dobânzii: activitatea economică, consumul intern, sistemul bancar, bugetul.

a. Impactul asupra activității economice.

Criticile aduse ratelor înalte ale dobânzii vis-a-vis de activitatea economică, au început în toamna lui 1992. Presiunea pentru ridicarea ratelor dobânzilor, începând cu 1990, a devenit considerabilă, dar aceasta nu s-a produs.

Deoarece nu se așteaptă să existe o modificare a inflației pe un orizont larg de timp, și cum ratele dobânzii își exercită efectele rele prin canale macroeconomice, este clar că efectele asupra economiei europene au fost minime.

b. Impactul asupra creditului bancar.

În Marea Britanie și Islanda, ratele dobânzilor la creditul ipotecar sunt corelate cu dobânda pieței la împrumuturile obișnuite.

Aranjamentele sunt similare în Suedia, când Banca Centrală a Suediei a mărit rata marginală a dobânzii de la 16% la 75%, în septembrie băncile au anunțat că au mărit dobânzile la creditele private individuale cu 5% până la 2,25%. Impactul poate fi dramatic asupra pieței creditului ipotecar. În Marea Britanie a existat o poziție clară a celor aflați pe această piață, ca aceasta să nu reintre în sistem.

c. Impactul asupra bugetului.

La fel de important pentru unele țări, este al treilea canal prin care artele ridicate ale dobânzii pot avea un efect semnificativ în țările cu deficite bugetare mari. Astfel în Italia unde deficitul bugetar era mai mare de 100%, o creștere cu 1% a ratei de refinanțare a Băncii D'Italia „aducea”13 miliarde lire deficitului bugetar. De aceea există pericolul ca rata înaltă a dobânzii să transfere criza ratelor de schimb într-o criză a datoriilor.

d. Impactul asupra băncii.

Rata de refinanțare a Băncii Centrale crește costul creditului băncilor comerciale, subminând profitabilitatea acestora.

„International Bank Corporate Analysis”, o agenție de rating din Londra, a reliefat deteriorarea condițiilor financiare ale băncilor UE. Banca Centrală și Băncile Comerciale au găsit modalități să atenueze efectele: în Franța băncile comerciale au majorat dobânzile cu 20% mai puțin decât ar fi fost firesc.

Bundesbank a căutat o realiniere generală a monedelor SME în schimbul reducerii ratei dobânzii germane. Bundesbank a sprijinit Franța și Danemarca, piloni posibili ai Uniunii Monetare, fază intermediară spre uniunea Politică.

Orice soluție cu șanse de reușită presupune renunțarea la cel puțin una din cele patru efecte potențiale ale ratelor ridicate ale dobânzii.

Condițiile alternative în aceste situații ar fi:

1.Să se procedeze ca înainte: țările SME să-și armonizeze politicile economice, iar stabilitatea ratelor de schimb va veni ca o consecință.

2.Să se procedeze ca înainte, dar cu mai multe realinieri.

3. Dacă Franța și Germania își armonizează politicile monetare spre o intervenție nelimitată în caz de dezechilibru, rata DM-FF ar fi puncte de referință pentru țările Europei de Nord.

4. Uniunea Monetară cu două viteze.

5. mai multă flexibilitate a ratelor de schimb.

Politica monetară independentă și deplina mobilitate a capitalului pot fi „reconciliate” prin rate de schimb flexibile. Compromisul între fix și flotant l-ar reprezenta rate de schimb mai „largi” dar s-ar pune problema credibilității.

6. Taxe asupra tranzacțiilor valutare și depozite obligatorii.

De la introducerea asupra sa în 1999, ERM a furnizat un cadru pentru stabilitatea ratelor de schimb. În prima perioadă a fost un sistem „ancoră” cu un număr de realinieri implicând adesea deprecieri ale FF față de DM. Astfel, ERM adoptă caracteristicile unui regim semi-fix. Din 1987, Franța a urmat o politică a unui franc puternic, iar „jocul” antiinflaționist al ERM a fost întărit din punct de vedere al evenimentelor din 1992 – 1993. ERM a demonstrat slăbiciune și incapacitate de a face față atacurilor speculative.

Probabil nu s-ar fi ajuns aici dacă nu s-ar fi reaxat prematur asupra unor realinieri care să preîntâmpine speculațiile.

#### BIBLIOGRAFIE:

BARRY EIDRENGREEN, CHARLES WYPLOSZ, *The unstable EMS*, Printed at INSEAD, Fontainebleau, Franța, 1993.

SHAPIRO, ALAN C., *Multinational Financial Manangement*, Needham Heights, Massachusetts: Allyn and Bacom, 1996, 6th edition.