

## POLITICA ȘI REGIMUL DE SCHIMB ÎN ROMÂNIA DUPĂ 1990

**Prof.univ.dr. Dobrotă Gabriela,**  
Universitatea Constantin Brâncuși din Târgu  
Jiu

### Rezumat

*Creșterea conexiunilor dintre economiile naționale generat o consolidare a activităților de valută străină, fiind astfel necesar un regim continuu de adaptare, atât pentru politica valutară cât și pentru cursul de schimb la mecanismele de piață. În România s-au înregistrat frecvent modificări ale politicii valutare, impunându-se nevoia de a se crea un cadru juridic adecvat economiei de piață și evoluției instrumentelor financiare. În această lucrare am prezentat principalele caracteristici ale regimului de schimb și politica de curs înregistrate în România după 1990. Practic, lucrarea reflectă o radiografie a principalelor evenimente de pe piața valutară românească în contextul condițiilor specifice economiei românești dar și în corelație cu măsurile adoptate de țări din Europa Centrală.*

Cuvinte cheie: curs de schimb, regim de schimb, politica valutară, țintirea inflației

### 1. Introducere

Accentuarea interdependențelor dintre economiile naționale a ridicat numeroase probleme privind utilizarea unui regim de schimb adecvat modificărilor înregistrate în cadrul acestora și promovarea unei politici corespunzătoare în domeniul valutar. Necesitatea asigurării unei stabilități monetare și a eliminării restricțiilor asupra schimburilor valutare ce influențau în sens negativ derularea schimburilor comerciale internaționale au impus utilizarea unui regim de schimb fix (sistemul de la Bretton Woods). Evoluția economiei mondiale, presiunile de pe piața aurului dar și influențele exercitate de alți factori monetari și nemonetari au dus la abandonarea acestuia (1971). Ulterior, a fost recomandată politica de intervenție concertată a băncilor centrale pe piețele de schimb (Acordul de la Plaza, 1985, Acordul

## THE POLICY AND THE TRADE REGIME IN ROMANIA AFTER 1990

**Prof. PhD. Dobrotă Gabriela,**  
“Constantin Brâncuși” University of Târgu Jiu

### Abstract

*The growth of connections between national economies has generated a consolidation of foreign currency activities, requiring a continuous adjusting regime, both for the foreign currency policy and for the exchange rate to the market mechanisms. In Romania, there have been frequent alterations of the foreign currency policy, requiring the need to create a juridical framework adequate for the market economy and the evolution of financial instruments. This paper presents the main characteristics of the trade regime and the exchange rate policy in Romania after 1990. Practically, the paper reflects a radiography of the main events on the Romanian foreign exchange rate within the context of specific conditions of the Romanian economy and in correlation with the measures adopted by countries from the Central Europe.*

Keywords: exchange rate, trade regime, exchange rate policy, inflation targeting

### 1. Introduction

The growth of interdependence between national economies has caused various problems regarding the use of a trade regime adequate for the alterations recorded among them and the promotion of an adequate policy in the foreign currency field. The need to provide monetary stability and eliminate restrictions on exchange rates negatively influencing the development of international trades have required the use of a fixed trade regime (the system from Bretton Woods). The evolution of the world economy, the pressures on the gold market as well as the influences exercised by other monetary and non-monetary factors have caused its abandon (1971). Later on, the joint intervention policy of central banks on trade markets (the Agreement from Plaza, 1985, the Agreement from Louvre from 21-22<sup>th</sup> of

de la Louvru din 21-22 februarie 1987, Toronto, iunie 1988). De altfel, intervenția pe piața valutară a fost susținută și de Kirițescu Costin în 1978: „In vederea asigurării unui curs optim al valutilor, statul poate interveni pe pietele valutare” [6].

În literatura de specialitate se regăsesc numeroase clasificări ale regimurilor de schimb. Astfel, se consideră că în prezent există patru mari tipuri de regimuri de curs de schimb, și anume [4]:

- *regimul cursurilor flexibile sau fluctuante* (flexible sau floating exchange rates);
- *regimul cursurilor fixe sau legate* (fixed sau pegged exchange rates);
- *regimul cursurilor cu fluctuare dirijată* (managed floating exchange rates);
- *regimul cursurilor controlate*.

Aceeași autoare consideră că există și regimuri de schimb combinate, respectiv: regimul cursurilor fixe, ajustabile (fixed but adjustable); uniunea monetară (currency union) sau dolarizarea; consiliul monetar (currency board); curs târâtor sau paritate glisantă (crawling peg); benzi de fluctuare (target zones, bands); flotare liberă, independentă.

În opinia FMI, evoluția înregistrată la nivelul regimurilor de schimb după 1970 s-a concretizat în utilizarea unor cursuri flotante (mai ales după 1970) și a unor politici bazate pe ancorarea monedei (Bubula & Otker-Robe, 2002). Același organism consideră că în prezent există 3 categorii importante de regimuri de schimb:

- Regimuri bazate pe cursuri valutare fixe (*hard pegs regimes*);
- Regimuri bazate pe cursuri valutare flotante (*floating regimes*);
- Regimuri intermediare (intermediate regimes)- o combinație a primelor.

Pentru România, FMI a structurat utilizarea regimurilor valutare astfel (tabelul nr. 1):

February 1987, Toronto, June 1988). As a matter of fact, the intervention on the foreign currency market was also supported by Kirițescu Costin in 1978: „In order to provide an adequate rate of foreign currencies, the state may interfere on foreign currency markets” [6].

In the specialized literature, there are numerous classifications of trade regimes. Therefore, it is considered that there are currently four big types of trade regimes, namely [4]:

- *flexible or floating exchange rates*;
- *fixed or pegged exchange rates*;
- *managed floating exchange rates*;
- *controlled exchange rates*.

The same author thinks that there are also combined exchange rates, respectively: fixed but adjustable; currency union or dollarization; currency board; crawling peg; (target zones, bands); free, independent floating.

In FMI opinion, the evolution recorded at the level of exchange rates after 1970 has been materialized in the use of floating exchange rates (especially after 1970) and policies based on currency anchoring (Bubula & Otker-Robe, 2002). The same body thinks that there are currently three important categories of exchange rates:

- *hard pegs regimes*;
- *floating regimes*;
- intermediate regimes- a combination of the first two.

For Romania, FMI has structured the use of exchange rates as follows (table no. 1):

**Foreign currency regimes used in Romania after 1990 in FMI view**

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	2						3		4		5			6		7		

Unde:

- 1 – ancorare convențională a cursului valutar față de un coș de valute;
- 2 – flotare administrată strictă (tightly managed floating);
- 3 – backward - looking crawling peg;
- 4 - forward – looking crawling peg;
- 5 - forward – looking crawling band;
- 6 – flotare administrată;
- 7 – flotare liberă.

Exista însă și opinii potrivit cărora numeroasele clasificari nu sunt concludive. Astfel, se afirmă că în studiul efectuat de Kawai și Akiyans nu s-a reușit o clasificare a regimului din Indonezia pentru 1999, în timp ce Bubula & Otken-Robe l-au catalogat pentru același an ca „independently floating” [7].

**2. Regimuri de schimb în țările din Europa Centrală după 1990**

Anul 1990 a marcat o schimbare radicală în economiile țărilor din Europa Centrală și de Est, care au fost supuse unor reforme și modificări structurale în scopul formării și dezvoltării unor economii de piață funcționale. O componentă esențială a strategiei macroeconomice formulate în acest sens a fost și politica în domeniul valutar, ce a vizat adaptarea regimului de schimb la situația economică a fiecărei țări. Opțiunile pentru aplicarea unui regim de schimb au fost variate, chiar dacă existau similitudini în cadrul economic, politic și social al acestora, utilizându-se toate tipurile de regimuri (curs fix, flotare administrată sau flotare liberă, dar și regimuri intermediare: crawling peg sau crawling band). Cursul de schimb a fost utilizat ca ancoră monetară dar și ca multiplicator monetar, cum a fost cazul României.

Selecția regimurilor de schimb s-a realizat în funcție de situația concretă a

Where:

- 1 – conventional anchoring of the exchange rate compared to the basket of currencies;
- 2 – tightly managed floating;
- 3 – backward - looking crawling peg;
- 4 - forward – looking crawling peg;
- 5 - forward – looking crawling band;
- 6 – managed floating;
- 7 – free floating.

There are also opinions according to which these numerous classifications are not conclusive. Therefore, it is said that in the study made by Kawai and Akiyans the classification of the regime from Indonesia could not be made for 1999, while Bubula & Otken-Robe ranged it for the same year as “independently floating” [7].

**2. Trade regimes in the countries from Central Europe after 1990**

The year 1990 marked a radical change in the economies of the countries of Central and Eastern Europe, which were subject to reforms and structural changes in order to form and develop functioning market economies. The currency policy was also an essential component of the macroeconomic strategy formulated in this regard, aiming to adapt the exchange system to the economic situation of each country. The options for implementing an exchange system were varied, even if there were similarities in their economic, political and social framework, all types of regimes being used (fixed rate, administered flotation or free flotation, but also intermediary regimes: crawling peg or crawling band). The exchange rate was used as a monetary anchor as well as a monetary multiplier, as was the case of Romania.

The selection of exchange regimes was made according to the practical situation

fiecărei țări și de obiectivele majore vizate. Astfel, țări cu economie mică, dependentă într-o proporție însemnată de importuri, cum este cazul Bulgariei sau Lituaniei, au renunțat la regimul liberalizat și au trecut la regimuri fixe. Alte țări au trecut însă la regimurile liberalizate datorită acțiunii unor factori cum sunt: sporirea intrărilor de capital, dezvoltarea procesului de privatizare și, implicit, intrări de sume însemnate reprezentând investiții directe de capital, dezvoltarea piețelor financiare și creșterea gradului de liberalizare a contului de capital premergătoare aderării. Astfel, Ungaria a trecut de la un regim crawling peg ce a durat în perioada 1995-2001, la un regim de semiflotare prin extinderea benzii de fluctuație a cursului de schimb în 2001 de la  $\pm 2,25\%$  la  $\pm 15\%$ . Cehia a decis lărgirea benzii de fluctuație de la  $\pm 5\%$  - cât era începând cu 1992, la  $\pm 7,5\%$ , la începutul anului 1996 și trecerea la flotare controlată din mai 1997. În Polonia, trecerea la flotarea liberă a cursului de schimb s-a produs la mai mult de un an după adoptarea inflation targeting, însă din 1998 a realizat o extindere a benzilor de fluctuație de la  $\pm 12,5\%$  la  $\pm 15\%$ .

În tabelul nr. 2 sunt prezentate măsurile adoptate de țări din Europa Centrală privind liberalizarea operațiilor valutare raportat la momentul instituirii acestora:

of each country and to the major objectives concerned. Thus, countries with a poor economy, dependent in a significant proportion on imports, such as Bulgaria or Lithuania, have dropped the liberalized regime and switched to fixed regimes. However, other countries switched to liberalized regimes because of factors such as: increase of capital input, development of privatization process and, implicitly, entries of significant amounts representing direct investments of capital, development of financial markets and increase of the capital account liberalization degree. Therefore, Hungary has passed from a crawling peg lasted between 1995 and 2001, to a semi-floating regime by extending the fluctuation band of the exchange rate in 2001 from  $\pm 2,25\%$  to  $\pm 15\%$ . The Czech Republic decided to enlarge the fluctuation band from  $\pm 5\%$  - as it was beginning with 1992, to  $\pm 7,5\%$ , at the beginning of 1996 and pass to controlled floating in May 1997. In Poland, exchange rate passing to the free floating occurred more than a year after the adoption of the inflation targeting, but since 1998 fluctuation bands have extended from  $\pm 12,5\%$  to  $\pm 15\%$ .

Table no. 2 describes the measures adopted by countries from Central Europe regarding the liberalization of foreign currency operations by reference to their establishment moment:

### Adopting liberalization measures of foreign currency operations in Central Europe

Table no. 2

Liberalization measures of foreign currency operations	Romania	Hungary	Poland	Slovenia	Czech Republic	Slovakia
Capital flows liberalization	-	1991	1991	1992	1994	1996
Liberalizations of non-residents' access to bank deposits in national currency	2005	2001	2001	2001	1995	1995
Liberalization of residents' access to bank deposits abroad	2005	2001	2001	2001	2001	2001
Complete liberalization of non-residents' access to operations on the monetary market	2006	2001	2001	2002	1999	2003
Complete liberalization of capital flows	2006	2001	2001	2003	2001	2004

### 3. Politica valutară și regimul de schimb în România

România înregistra, la începutul anului 1990, cea mai favorabilă poziție financiară externă dintre toate țările fostului bloc est-european. Această situație nu era rezultatul unei funcționări normale a economiei ci al forțării exporturilor, până la secătuirea resurselor țării și al limitării importurilor, periclitând potențialul productiv al economiei. Abandonarea mecanismelor de reglare a comerțului exterior a fost un proces obiectiv și inevitabil care a generat însă o deteriorare rapidă a balanței de plăți externe.

Cursul oficial a fost stabilit de către autoritățile monetare în ianuarie 1990 la paritatea de 21 lei/dolar (în timp ce pe piața neoficială se înregistra un curs de peste 80 lei/dolar), blocând interesul oricărui producător și stimulând importurile. Menținerea artificială a acestui curs a condus la epuizarea rapidă a rezervei valutare și la o deteriorare gravă a balanței comerciale. Deschiderea pieței valutare interbancare în 1991 a determinat utilizarea unui sistem de curs dual, existând cursul oficial dar și cursul pieței interbancare. Discrepanțele majore ce s-au înregistrat între cele două cursuri au determinat necesitatea unificării lor.

La începutul anului 1992, în încercarea de a limita procesul inflaționist, s-a impus înghețarea cursului valutar. Efectele înregistrate au fost: creșterea semnificativă a cererilor de import, reducerea continuă a exporturilor pe fondul continuării procesului inflaționist intern, incapacitatea băncii naționale de a satisface cererea de valută, agravarea dezechilibrelor. Deci, a reieșit faptul că înghețarea administrativă la un nivel supraevaluat a cursului monedei naționale nu este o măsură ce determină creșterea încrederii populației și a agenților economici în politica economică, în general, și în cea valutară în special. Totodată, a fost evident faptul că fără o politică adecvată a dobânzilor și măsuri ferme de ameliorare a disciplinei financiare nu se poate realiza o stabilizare a evoluției cursului de schimb. În acest context,

### 3. The policy and the trade regime in Romania

Romania recorded, in early 1990, the most favourable external financial position of all the countries of former Eastern European Bloc. This was not the result of normal functioning of the economy but of export forcing until draining of the country resources and import limitations, endangering the productive potential of the economy. Abandoning of mechanisms regulating the external trade has been an objective and inevitable process that generated a rapid deterioration in the balance of external payments.

The official exchange rate was established by monetary authorities in January 1990 to the parity of 21 lei / dollar (while on the unofficial market a rate of over 80 lei/dollar was recorded), blocking the interest of any producer and boosting imports. Artificial maintaining of this rate led to rapid depletion of the currency reserve and to a serious deterioration of the trade balance. Opening of the interbanking currency market in 1991 resulted in the use of a dual rate system, there being both the official rate and the interbanking market rate. The major discrepancies recorded between the two rates determined the need for unification.

At the beginning of 1992, in an attempt to limit the inflationary process, the freeze of exchange rates was imposed. The effects recorded were: significant increase of import demands, continuous reduction of exports on the background of continuation of the domestic inflationary process, national bank's inability to meet the demand for foreign currency, worsening of imbalances. Therefore, the administrative freezing at an overvalued level of the domestic currency rate is not a measure that causes the population and economic agents' growth of confidence in the economic policy in general and in the foreign exchange policy in particular. It was also obvious that without a proper policy on interests and firm measures to improve financial discipline, the

Banca Națională a României a promovat un nou pachet de măsuri de politică monetară concretizate de permiterea reținerii integrale a încasărilor din exporturi de către agenții economici (full retention), în conturi deschise la bănci din România, și lăsarea cursului de schimb să-și găsească echilibrul la nivelul stabilit de piață. Încercările de stabilizare promovate de BNR în ultima parte a anului nu au avut efecte favorabile: exporturile au început să scadă, soldul balanței comerciale a înregistrat deficite tot mai mari, cursul stabilit pe piața caselor de schimb valutar s-a îndepărtat de cel de pe piața interbancară, tranzacțiile pe piața neagră s-au intensificat, încrederea operatorilor pe piață a fost erodată, determinând menținerea anticipațiilor inflaționiste. Pentru evitarea înregistrării unei inflații excesive, în 1994 s-a optat pentru liberalizarea de facto a licitației interbancare și pentru introducerea mecanismului pieței valutare continue și integrate. Aceste măsuri au avut ca efect o depreciere mai calmă a leului și o anumită stabilitate a acestuia până la sfârșitul anului. Piața valutară a funcționat bine în primele luni de la instituirea mecanismului, dovedind că acesta este viabil. Ulterior, au apărut o serie de disfuncționalități determinate în principal de: nivelul redus al lichidității în valută în sistemul bancar (datorită menținerii deficitului contului curent, intrărilor modeste de capital și promovării creditelor interne în valută); nivelul insuficient al rezervelor valutare ale BNR, care nu i-au permis acesteia exercitarea unor intervenții operative pe piață pentru eliminarea tensiunilor în momentul manifestării lor; rigidități generate de structura sistemului bancar; sensibilitate politică față de deprecierea leului. BNR a exercitat o serie de intervenții pe piața valutară, dar acestea au dus la înregistrarea unui nivel care nu mai era justificat de evoluția indicatorilor fundamentali din economie. Menținerea unui curs supraevaluat în cea mai mare parte a anului 1996 a generat înregistrarea majorării deficitului balanței comerciale cu peste 50% față de 1995.

stabilisation of exchange rate evolution can not be achieved. In this context, the National Bank of Romania has passed a new package of monetary policy measures concretized by allowing economic operators' full retention of revenue from exports, in accounts opened at Romanian banks, and by letting the exchange rates find their balance at the level set by the market. The attempts for stability promoted by the NBR in the last part of the year did not have favourable effects: exports began to fall, the trade balance recorded increasing deficits, the rate established on the market of exchange rates moved away from the interbanking market rate, the transactions on the black market intensified, traders' confidence in the market was eroded, causing the maintenance of inflationary anticipations. To avoid recording an excessive inflation, de facto liberalization of interbanking tender and introduction of the mechanism of continuous and integrated foreign exchange market were chosen. These measures resulted in a slower depreciation of leu and certain stability by the end of the year. The foreign exchange market has performed well during the first months of establishment of the mechanism, proving that it was viable. Subsequently, there appeared a series of malfunctions mainly caused by: the low level of liquidity in foreign currency in the banking system (due to maintenance of the current account deficit, modest inputs of capital and promotion of domestic credit in foreign currency); the insufficient level of foreign exchange reserves of NBR, which did not allow it to exercise operative interventions in the market in order to eliminate tensions when they occur; the stiffness generated by the banking system; the political sensitivity towards depreciation of the leu. NBR has made a series of interventions on the foreign exchange market, but they led to a level which was no longer justified by the evolution of basic indicators in economy. The maintenance of an overvalued rate in most of the year 1996 generated the increase of trade balance deficit by over 50% compared to 1995. Its

Persistența acestuia, ce a provocat o penurie de valută pe piață, asociată cu o politică bugetară și monetară relaxată, a condus la amplificarea pieței paralele la care importatorii au apelat tot mai mult, oferta de valută fiind asigurată de veniturile din export care, în condițiile date au ocolit sistemul bancar și implicit piața oficială. Reducerea considerabilă a ecartului dintre cursul valutar practicat la nivelul caselor de schimb valutar și cursul format pe piața interbancară s-a realizat prin liberalizarea pieței valutare la 18 februarie 1997. Cu toate acestea, s-au manifestat din nou premisele unei depreciere accentuate a leului, iar spre sfârșitul anului au apărut probleme serioase ale sistemului bancar ce putea determina, în absența intervenției băncii centrale o criză sistemică. Ca urmare, pentru a păstra controlul asupra inflației, prioritatea politicii valutare a constituit-o evitarea deprecierei accentuate a leului. În anul 1998, coordonatele politicii valutare s-au circumscris unei depreciere treptate și lente a monedei naționale. BNR a utilizat intervențiile pe piața valutară pentru contracararea presiunilor de depreciere a leului dar și ca mijloc mai puțin costisitor de absorbție a lichidităților. Liberalizarea tuturor tranzacțiilor de cont curent și a accesului populației la valută a reprezentat un pas important în consolidarea pieței valutare. De fapt, acceptarea obligațiilor prevăzute în Statutul FMI privind eliminarea restricțiilor la operațiunile de cont curent și asumarea de către Guvern a angajamentului de a nu introduce nici în viitor astfel de restricții a fost un punct esențial în evoluția regimului valutar. **Regimul cursului de schimb** a rămas **flotarea controlată** (administrată) care, datorită intervențiilor exercitate de BNR pe piața valutară, a determinat o limitare a reprecierii puternice a monedei naționale, în așa fel încât deprecierea în termeni reali a leului în anul 1999 a fost de 9,4% (decembrie/decembrie), fapt ce a stat la baza îmbunătățirii poziției externe a economiei românești.

Prin politica valutară promovată,

persistence, which caused a shortage of foreign currency on the market, together with a relaxed budgetary and monetary policy, led to amplification of the parallel market where importers have increasingly resorted to, the supply of foreign currency being assured from the export revenues which, under the given conditions have avoided the banking system and implicitly the official market. The considerable reduction of differences between the exchange rate practiced at the level of exchange offices and the rate formed on the interbanking market has been achieved through liberalization of the foreign exchange market at 18 February 1997. Nevertheless, the premises of an accentuated depreciation of the leu occurred again, and towards the end of the year there appeared serious problems of the banking system that could cause a systemic crisis, in the absence of central bank intervention. As a result, to maintain control over inflation, priority of the currency policy was to avoid an accentuated depreciation of the leu. In 1998, the coordinates of the currency policy were circumscribed to a slow and gradual depreciation of the national currency. NBR used the interventions on the foreign exchange market to counter the leu depreciation pressures and also as a less expensive means to absorb liquidities. Liberalisation of all current account transactions and of the access of population to foreign currency represented an important step in strengthening the foreign exchange market. Actually, accepting the obligations stipulated in the Statute of IMF on the abolition of restrictions on current account transactions and Government's commitment not to introduce any such future restrictions has been a key point in the evolution of the exchange rate regime. **The exchange rate regime remained the controlled (managed) flotation** which, because of the interventions performed by NBR on the foreign exchange market, resulted in a limitation of the strong re-appreciation of the national currency, so that in 1999 the depreciation in real terms of

BNR a urmărit asigurarea funcționării pieței valutare la parametrii de echilibru caracteristici anului anterior, influențând cursul de schimb doar prin intermediul instrumentelor directe, respectiv prin intervenții pe piața valutară. Piața valutară a continuat însă să rămână îngustă și sensibilă la o serie de fenomene economice: volatilitatea fluxurilor provenite din investițiile de portofoliu; fluctuația dobânzilor pe piața monetară; creșterea cererii de importuri; presiuni temporare induse de factori sezonieri.

Pe parcursul anului 2000, piața valutară a înregistrat o tendință de creștere lină caracterizată prin supraoferta de valută, în special ca urmare a încasării exporturilor, dar și a transferurilor curente, pe acest fond înregistrându-se o intensificare a intervențiilor BNR ce au vizat eliminarea excedentului valutar în scopul evitării aprecierii în termeni reali a leului, precum și cel al consolidării rezervei valutare.

Cel mai activ segment al pieței financiare în 2001 a rămas tot piața valutară. În acest sens, s-a manifestat o accentuare a dinamismului în sectorul interbancar, mai vizibilă în a doua parte a anului când vânzarile de devize au fost mai mari cu 31,5%, iar cumpărările cu 31%. Aceste creșteri se datorează în special intensificării schimburilor economice cu străinătatea, dar și de operațiile speculative ale operatorilor de pe piața valutară efectuate în anumite intervale.

Tendința de apreciere reală a cursului de schimb manifestată mai ales în perioada 2001-2005 a determinat o diminuare considerabilă a inflației. Obiectivul precizat al BNR în această perioadă a fost plasarea ritmului anual al aprecierii reale la un nivel compatibil cu respectarea „regulii de aur” (creșterea productivității muncii să fie mai mare sau cel puțin egală cu suma dintre aprecierea monedei naționale și creșterea salariului mediu, exprimate în termeni reali). În perioada anterioară anului 2002, BNR a jucat un rol activ pe piața valutară, la sfârșitul

the leu was 9,4% (December / December), which was the basis for improving the external position of the Romanian economy.

By its foreign exchange policy, NBR has sought to ensure functioning of the foreign exchange market at the balance parameters specific to the previous year, affecting the exchange rate only through direct instruments, namely through interventions on the foreign exchange market. However, the foreign exchange market continued to remain narrow and sensitive to a series of economic phenomena: the volatility of flows from portfolio investments; fluctuation of interests on the monetary market; increase of demand for imports; temporary pressures induced by seasonal factors.

During the year 2000, the foreign exchange market recorded a smooth growth trend characterized by over offer of currency, mainly as a result of export cashing and of current transfers, there being an increase of NBR interventions that aimed at eliminating the currency excess in order to avoid appreciation in real terms of the leu and to strength the foreign exchange reserve.

The foreign exchange market remained the most active segment of the financial market in 2001. In this regard, an accentuation of dynamism in the interbanking sector was manifested, more visible in the second part of the year when sales of currencies were higher with 31.5% and purchases with 31%. These increases are due in particular to the increase of foreign economic exchanges, but also to speculative transactions of operators on the foreign exchange market carried out in certain intervals.

The real appreciation trend of the exchange rate shown especially during 2001-2005 resulted in a considerable reduction in inflation. The specified purpose of NBR in this period was to place the annual pace of real appreciation to a level compatible with the observance of "the golden rule" (labour productivity growth is higher or at least equal



anului 2000 înregistrându-se o apreciere a monedei naționale față de euro cu 11,4%. Politica valutară a băncii centrale s-a modificat în a doua jumătate a anului 2001 (opțiunea a fost de reducere a numărului intervențiilor și de sporire a volumului acestora), fapt ce a generat oscilații zilnice ale cursului de schimb, concretizate într-o apreciere în termeni reali cu 6,1% în raport de coșul valutar, format din euro- 60% și dolar SUA- 40%). Preluarea rolului de valută de referință de către euro în 2003 a dus la diminuarea semnificativă a volatilității monedei naționale în raport de euro și invers față de dolar. Abia spre sfârșitul anului 2004 se constată o schimbare de optică a BNR prin implementarea unei politici care să determine o creștere a flexibilității și impredictibilității cursului de schimb. Diminuarea semnificativă a intervențiilor pe piața valutară a avut drept efect o apreciere în termeni reali cu circa 8,8% în raport de coșul valutar (format din aceleași valute dar cu ponderi modificate, respectiv 75%- euro și 25%- dolar).

Această politică nu a fost menținută mult timp deoarece s-a înregistrat un volum sporit al intrărilor de capital pe termen scurt, fapt ce a determinat banca națională să cumpere o cantitate foarte mare de devize (aproximativ 3,2 miliarde euro). Însă, în ultimele două luni ale anului a fost eliminate intervențiile BNR în scopul înregistrării unei flexibilizări mai mari a cursului de schimb și al diminuării caracterului de predictibilitate pentru descurajarea speculațiilor valutare. În acest context, cursul de schimb a înregistrat un grad ridicat de volatilitate. În anul 2005 a continuat tendința de apreciere a leului, fără să fie înregistrate modificări importante ale cursului de schimb sau ale altor parametri ai pieței valutare interbancare. În august 2005, BNR a adoptat strategia de țintire directă a inflației. Premisele de la care au pornit oficialii de la BNR atunci când au stabilit introducerea regimului de țintire a inflației au fost următoarele [10]:

- modificarea statutului BNR, cu consolidarea independentei băncii centrale

to the sum of the national currency appreciation and average salary growth, expressed in real terms).

In the period prior to 2002, NBR has played an active role on the foreign exchange market at the end of 2000 registering an appreciation of domestic currency against the euro by 11.4%. Exchange policy of central bank's has changed in the second half of 2001 (option was to reduce the number of interventions and increase their volume), which led to daily exchange rate swings, resulting in an appreciation in real terms by 6.1% against the currency basket consisting of the euro- 60 % and dollar- 40%). Taking over the role of reference by the euro currency in 2003 led to a significant reduction in the volatility of national currency against the euro and inversely to the dollar.

As from 2004, NBR has reduced its interventions on the foreign exchange market, which resulted in strengthening of the national currency. Significant decrease in foreign exchange intervention had the effect of an appreciation in real terms by about 8,8% against the currency basket (consisting of the same currency but with modified weights, that 75% -euro and 25% - U.S. dollars).

This policy was not maintained for a long time because there has been an increased volume of capital input on short term, which made the national bank buy a huge amount of foreign currency (approximately 3,2 billion euros). But in the last two months of the year the NBR interventions were eliminated in order to have a greater flexibility of the exchange rate and to reduce the nature of predictability, to discourage currency speculations. In this context, the exchange rate had a high degree of volatility. In 2005 the trend of leu appreciation continued, without being registered significant changes in the exchange rate or other parameters of the interbanking foreign exchange market. In August 2005, NBR adopted the strategy of direct targeting of inflation. The premises that BNR officials started when deciding to

(Legea nr. 312/28 iunie 2004);

- sporirea sustenabilă a intermedierei financiare, astfel încât să existe premisele pentru o mai bună transmitere a impulsurilor de politică monetară;

- creșterea rolului ratei dobânzii ca instrument de influențare a politicii monetare;

- scăderea ratei inflației către niveluri de o singură cifră.

Modificarea strategiei de politică monetară a fost justificată de faptul că țintirea agregatelor monetare nu mai era o strategie eficientă întrucât legătura dintre agregatele monetare și inflație a slăbit și a devenit mai puțin previzibilă. Stabilitatea relativă a cursului de schimb s-a realizat chiar dacă și-au manifestat influența unor factori cu acțiune adversă (accentuarea deficitului de cont curent, efectuarea de plăți externe- în special pentru achitarea datoriei externe, sporirea plasamentelor rezidenților în străinătate), favorizată însă de manifestarea unor factori pozitivi (sporirea transferurilor curente private spre România, majorarea volumului investițiilor străine directe, precum și al împrumuturilor și creditelor, diminuarea ieșirilor de devize corespunzătoare investițiilor de portofoliu ale rezidenților).

Realitatea a demonstrat însă că țintirea inflației nu a determinat extinderea rolului pieței valutare în stabilirea cursului de schimb. De multe ori, banca centrală a exercitat intervenții pe piața valutară (perioada 2004-2007 și perioada după declanșarea crizei financiare, inclusiv în 2009), promovând un curs de schimb cu flotare controlată.

În anul 2006, cursul de schimb a înregistrat cele mai puternice oscilații din intervalul 2002- 2006, moneda națională continuând să se aprecieze. Fluctuațiile înregistrate în 2007 au avut amplitudini de 16,42%, fără a depăși însă pragul de 17,69% consemnat în 2003. Pe tot parcursul anului, cursul de schimb s-a menținut în banda superioară de variație a volatilităților înregistrate pe piețele regionale. BNR și-a continuat intervențiile pe piața valutară,

introduce the targeting regime of inflation were the following [10]:

- BNR status alteration, by consolidating the central bank independence (Law no. 312/28 June 2004);

- sustainable growth of financial intermediation, in order to provide the premises for a better transmission of monetary policy impulses;

- growth of the role of interest rate as an instrument for influencing monetary policy;

- inflation rate decreasing towards levels with one figure.

The change of monetary policy strategy was justified by the fact that targeting the monetary aggregates was no longer an effective strategy since the relation between monetary aggregates and inflation was weakened and became less predictable. The relative stability of the exchange rate has been made despite the influence of factors with adverse action (accentuation of current account deficit, external payments - in particular for the payment of external debt, increase of residents' investments abroad), encouraged however by the emergence of some positive factors (increase of private current transfers to Romania, increase of volume of foreign direct investment and of loans and credits, reduction of currency output corresponding to the portfolio investments of residents).

Reality has proved that inflation targeting has not caused the extension of the foreign currency market role in establishing the exchange rate. Many times, the central bank has exercised interventions on the foreign currency market (2004-2007 period and the period after the financial crisis burst, including in 2009), promoting a controlled floating exchange rate.

In 2006, the exchange rate had the most powerful oscillations during 2002 - 2006, the national currency continued to appreciate. The fluctuations recorded in 2007 had amplitudes of 16,42%, but without exceeding the threshold of 17,69% recorded

guvernatorul acesteia, Mugur Isărescu reafirmând în noiembrie 2007 că BNR își rezervă dreptul de a interveni pe piața valutară fără aviz sau explicații, întrucât mișcările violente de curs nu fac bine pentru "o economie mică și deschisă" ca a României.

Pe parcursul anului 2008 se constată o evoluție neuniformă a cursului de schimb, moneda națională suportând o depreciere nominală de aproximativ 9,9% în raport cu moneda unică europeană. Aceasta s-a materializat în scumpirea produselor din import precum și a produselor pentru care prețurile sunt exprimate în euro. Deprecierea mai accentuată înregistrată în trimestrele I și IV au determinat manifestări inflaționiste ce au diminuat procesul de dezinflație (rata inflației a ajuns la 6,3%). Pe fondul existenței riscului înregistrării unor deprecieri accentuate și al adâncirii deficitului de cont curent, BNR a decis menținerea ratei dobânzii la nivelul de 10,25% chiar și pentru primele două luni din 2009.

O reflectare sugestivă a evoluției cursului de schimb este prezentată în figura nr. 1:

in 2003. During the entire year, the exchange rate remained in the top variation range of volatilities recorded in regional markets.

BNR has continued its interventions on the foreign currency market, its governor, Mugur Isărescu restating in November 2007 that BNR reserves its right to intervene on the foreign currency market without notification or explanations, because the violent exchange rate movements are not good for a "small and open economy" like Romania's.

In 2008 we noticed a non-uniform evolution of the exchange rate, the national currency undergoing a nominal depreciation of approximately 9,9% in relation to the unique European currency. It materialized in import products price raising as well as raising of the prices expressed in euro. The increased depreciation from the 1<sup>st</sup> and 4<sup>th</sup> quarters has caused inflation actions that have decreased the de-inflation process (inflation rate reached 6,3%). Due to the risk of high depreciation and the high shortage of current account, BNR decided to maintain the interest rate at the level of 10,25% even for the first two months from 2009.

A suggestive reflection of the exchange rate evolution is shown in Figure no. 1:

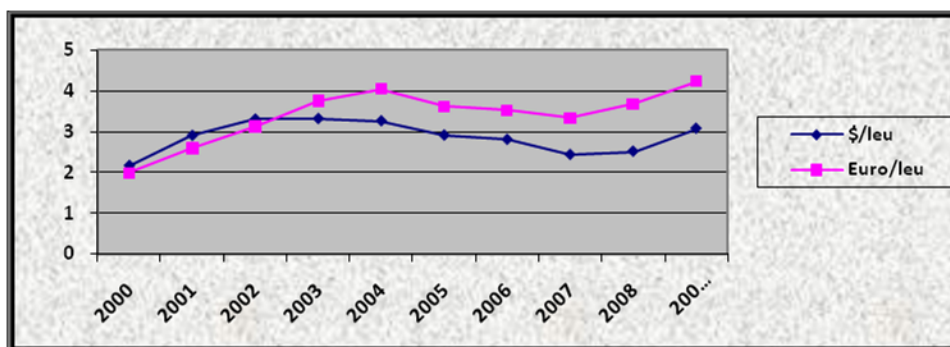


Figure no. 1 The evolution of real average exchange rate of leu against euro and dollar during 2000-2009\*

\* Available until October

#### 4. Concluzii

În țara noastră au fost aplicate mai multe regimuri de schimb. Astfel, după 1990

#### 4. Conclusions

In our country several exchange regimes have been implemented. Thus, after 1990 the

s-a încercat menținerea unui curs fix, ce a generat însă rezultate negative (absența fluctuațiilor zilnice ale cursului de schimb nu oferă factorilor de decizie un feed-back privind calitatea și impactul deciziilor de politică monetară). Înghețarea cursului valutar în încercarea de a limita procesul inflaționist de la începutul anului 1992 nu a avut drept efect sporirea încrederii populației și agenților economici în politica valutară promovată de autoritățile monetare. De asemenea, utilizarea cursului de schimb ca ancoră antiinflaționistă efectivă a fost un eșec pentru România. Nici trecerea la flotarea controlată nu a fost eficientă, datorită necorelării cu alte măsuri impuse de realitățile economiei românești. Trecerea la flotarea liberă a determinat ample fluctuații ale cursului de schimb, înregistrându-se însă menținerea acestuia în anumite benzi de fluctuație.

Manifestarea crizei financiare a ridicat în fața băncii naționale problema armonizării relației stabilitatea prețurilor - asigurarea stabilității financiare. Experiențele înregistrate anterior par să confirme faptul că inflația scăzută și stabilă ajută creșterea economică sustenabilă pe termen lung în timp ce o inflație ridicată determină o instabilitate financiară, crize în sectorul bancar sau perioade de recesiune. Dar, studiile efectuate în ultimii ani (Crockett, 2003) și izbucnirea crizei financiare pe fondul unei inflații relativ redusă demonstrează faptul că un nivel redus al acesteia nu este suficient pentru asigurarea unui climat de stabilitate financiară pe termen lung. În acest context, este evident faptul că se impune o reconsiderare a rolului băncilor centrale în ceea ce privește adoptarea măsurilor necesare pentru asigurarea stabilității financiare și a prețurilor, dacă se impune acest lucru. De altfel, reducerea finanțării externe și incertitudinea manifestate în ultima perioadă au influențat cursul de schimb în sensul înregistrării unor deprecieri neexplicate de acțiunea factorilor fundamentali ai cursului de schimb. Acest fapt mi-a fost confirmat și de încercarea de a

maintenance of a fixed rate was attempted, which however generated negative results (absence of daily fluctuations in the exchange rate does not provide decision-makers a feed-back on the quality and impact of monetary policy decisions). The freezing of exchange rates in an attempt to limit the inflationary process since the beginning of 1992 did not result in raising the confidence of population and economic operators in the foreign exchange policy promoted by monetary authorities. Also, the use of exchange rate as an actual anti-inflationary anchor was a failure for Romania. The switch to controlled flotation was not effective either because of the lack of correlation with other measures imposed by the Romanian economy realities. Switching to free flotation caused large fluctuations of the exchange rate, keeping it however in certain ranges of fluctuation.

The financial crisis has put the national bank in front of the problem of harmonizing the relation between prices stability and providing financial stability. Previous experiences seem to confirm the fact that the low and stable inflation help long-term sustainable economic growth while high inflation cause financial instability, crises in the bank field or periods of recession. But, latest studies (Crockett, 2003) as well as the burst of the financial crisis based on a relatively low inflation prove that its low level is not enough to provide a climate of long-term financial stability. In this context, it is obvious that a reconsideration of central banks role is necessary regarding the adoption of the necessary measures for providing financial and prices stability, if this is required. As a matter of fact, the reduction of external financing and incertitude occurred lately have influenced the exchange rate, in the meaning that not explained depreciation have been caused by the action of fundamental factors of the exchange rate. This was also confirmed by the attempt to achieve a pattern of analysis of essential factors influence on the exchange rate for our country for the 2007-2009 period, regression

realiza un model de analiză a influenței factorilor esențiali asupra cursului de schimb pentru țara noastră corespunzător perioadei 2007-2009, analiza de regresie evidențiind ponderi ne semnificative pentru elemente tradiționale, cum ar fi rata inflației, rata dobânzii, soldul balanței curente.

În acest context, se poate afirma faptul că adoptarea unui anumit regim valutar concretizează opțiunea politică a factorilor de decizie din țara respectivă, pe fondul înregistrării unor condiții de natură economică și financiară specifice și al aplicării unor politici economice corespunzătoare regimului valutar utilizat, fără a fi posibilă o determinare exactă a regimului valutar optim.

#### **Bibliografie:**

1. Bubula, A. and Otker-Robe, I. 2002, *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies*, IMF Working Paper No. 02/155, IMF, Washinton, D.C.
2. Dobrota, G., Popeanga, G., *Determinarea cursului valutar in conditiile economice contemporane*, Editura Ager, 2000;
3. Dobrota, G., Chirculescu, F., *Relatii financiar si valutare internationale*, Editura Academica Brancusi, Targu Jiu, 2004;
4. Georgescu Goloșoiu, L., *Mecanisme valutare*, Editura ASE, 2006, pg. 51
5. Kawai, M. and Akiyama, S. 2000, *Implications of Currency Crisis for Exchange Rate Arrangements in Emerging East Asia*, *Policy Research Working Paper No. 2502*, World Bank, Washington, D.C.
6. Kiritescu Costin - *Relatiile valutar-financiare internationale*, Editura Stiintifica si Enciclopedica, Bucuresti, 1978, pag. 88-89
7. Pontines, Victor and Siregar, Reza, *Intervention index and exchange rate*

analysis revealing insignificant weights for traditional elements, like inflation rate, interest rate, current balance.

In this context, we may say that adopting a certain foreign currency regime materializes the political option of the decision factors from that country, due to specific economic and financial conditions and due to the application of economic policies adequate to the foreign regime used, without being possibly to exactly determine the adequate exchange rate.

#### **Bibliografie:**

1. Bubula, A. and Otker-Robe, I. 2002, *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies*, IMF Working Paper No. 02/155, IMF, Washinton, D.C.
2. Dobrota, G., Popeanga, G., *Determining the exchange rate in contemporary economic condition*, Ager Press, 2000;
3. Dobrota, G., Chirculescu, F., *International financial and foreign currency relations*, Academica Brancusi Press, Targu Jiu, 2004;
4. Georgescu Goloșoiu, L., *Foreign Currency Mechanisms*, ASE Press, 2006, pg. 51
5. Kawai, M. and Akiyama, S. 2000, *Implications of Currency Crisis for Exchange Rate Arrangements in Emerging East Asia*, *Policy Research Working Paper No. 2502*, World Bank, Washington, D.C.
6. Kiritescu Costin - *Relatiile valutar-financiare internationale*, Editura Stiintifica si Enciclopedica, Bucuresti, 1978,

- regimes: the cases of selected East-Asian economies*, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/17138/>; 2009;
8. Reinhart, C. and Rogoff, K. 2004, ‘*The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*’, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CXIX, 1, pp. 1-48.
  9. Rogoff, K. et al. 2003, ‘*Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*’, *IMF Working Paper 03/243*.
  10. Voican, R., „*BNR se pregătește să pună tunul pe inflație*”, *Ziarul Financiar*, 23.08.2004, p. 1.
- pag. 88-89
7. Pontines, Victor and Siregar, Reza, *Intervention index and exchange rate regimes: the cases of selected East-Asian economies*, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/17138/>; 2009;
  8. Reinhart, C. and Rogoff, K. 2004, ‘*The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*’, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CXIX, 1, pp. 1-48.
  9. Rogoff, K. et al. 2003, ‘*Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*’, *IMF Working Paper 03/243*.
  10. Voican, R., “*BNR is preparing to mount a gun on the inflation*”, *Ziarul Financiar*, 23.08.2004, p. 1.