

# Legătura dintre cursul de echilibru și deficitul de cont curent

- Conferința "Tinerii economiști" (Ediția a VI-a) -

Dr. Nicolaie Alexandru-Chideșciuc, senior economist, ING

Dr. Adrian Codirlaşu, CFA, membru în Board-ul CFA România

# Cursul de echilibru și soldul contului curent

## Scop:

- Fundamentarea deciziilor de politică monetară

## Cont curent sustenabil:

- Noțiunea de cont curent sustenabil
- DEER – nivel dorit al contului curent
- FEER – concept normativ
- Presupune identificarea fluxurilor de capital productive

# Noțiunea de cont curent sustenabil

## Abordare tradițională:

- Nivel al deficitului de cont curent care nu presupune presiuni de depreciere a cursului de schimb (risc redus de incapacitate de plată)

## Abordare FEER (Williamson, 1995):

- $CA = f(Y, Y^*, RER)$
- Nivel stabil al datoriei externe în PIB
- Restricții bugetare
- Volatilitate redusă a fluxurilor de capital

# Cont curent sustenabil: dezirabil sau normativ

Nivelul **dezirabil** corespunde opiniei decidenților de politică monetară privind situația economică, fluxurile de capital, etc (subiectiv)

FEER permite calcularea nivelului cursului de schimb (folosind **metode econometrice și judecata**) care determină egalitatea dintre soldul contului curent și economii-investiții, precum și închiderea decalajului PIB

- Medie, filtru HP, model parțial, model structural complet, ecuații pentru economii și investiții

# Definiții ale cursului de echilibru (EER)

1. **EER de piață** – acel curs care egalizează cererea și oferta pe piața valutară.
2. **EER pe termen scurt** – nivelul cursului de schimb care este consistent cu valoarea curentă a variabilelor fundamentale (excluse efecte aleatorii).
3. **EER pe termen mediu** – nivelul cursului de schimb dat de trendul variabilelor fundamentale (implică atingerea simultană a echilibrului **intern** și a celui **extern**).
4. **EER pe termen lung** – nivelul cursului de schimb conform teoriei PPC.

# Curs fundamental de echilibru (FEER)

## Concept

- Identifică nivelul de echilibru pe termen mediu
- Necesită evaluarea echilibrului intern ( $Y(q) = \bar{Y}$ ) și a celui extern ( $CA(q) = \bar{CA}$ )
- Permite calcularea ajustării nivelului cursului de schimb necesară ajustării dorite a deficitului de cont curent

## Echilibru intern:

- PIB se află la nivel potențial, NAIRU

## Echilibru extern:

- Nivel sustenabil al contului curent sau țintă privind nivelul contului curent
- Estimarea unui model al balanței comerciale (abordarea parțială)

# FEER - abordarea parțială

---

- Relativ ușor de implementat
- Necesită estimarea de ecuații pentru balanța comercială
- Nivelul sustenabil al contului curent stabilit exogen (filtre sau țintă);
- Echilibrul intern - filtre sau valoare arbitrară

# Datele utilizate

Cursul nominal leu-euro (S) și real, deflatat cu HIPC (S05\_r)

Cererea internă România (DD\_SA), exporturile (X\_SA), importurile (M\_SA), productivitatea din România (WI\_RO05) – pentru a surprinde impactul investițiilor străine asupra exporturilor

Y\_DEFL, X\_DEFL, M\_DEFL – deflatorul PIB, al exporturilor și al importurilor, respectiv

IPPI\_RO05, IPPI\_EUR00 – prețurile producției industriale în România, respectiv zona euro

INCB, REMB – soldul veniturilor, respectiv transferurilor din balanța de plăți

CA2Y, CA2Y\_ADJ – sold cont curent în PIB, respectiv sold cont curent plus investiții străine directe raportat la PIB



# Estimarea FEER

## Metodologie Engle Granger

$$\text{LOG}(X\_SA) = 0.008*\text{TREND} - 0.54*\text{LOG}(X\_DEFL/(\text{IPPI\_EUR00}*S)) + 1.02*\text{LOG}(\text{WI\_RO05}) + 0.37*\text{LOG}(Y\_SA) \quad (1)$$

$$\text{LOG}(M\_SA) = 0.25*\text{LOG}(DD\_SA) + 0.74*\text{LOG}(X\_SA) - 0.73*\text{LOG}(M\_DEFL/Y\_DEFL) \quad (2)$$

$$\text{LOG}(X\_DEFL) = -0.8 + 0.3*\text{LOG}(\text{IPPI\_RO05}) + 0.69*\text{LOG}(S*\text{IPPI\_EUR00}) \quad (3)$$

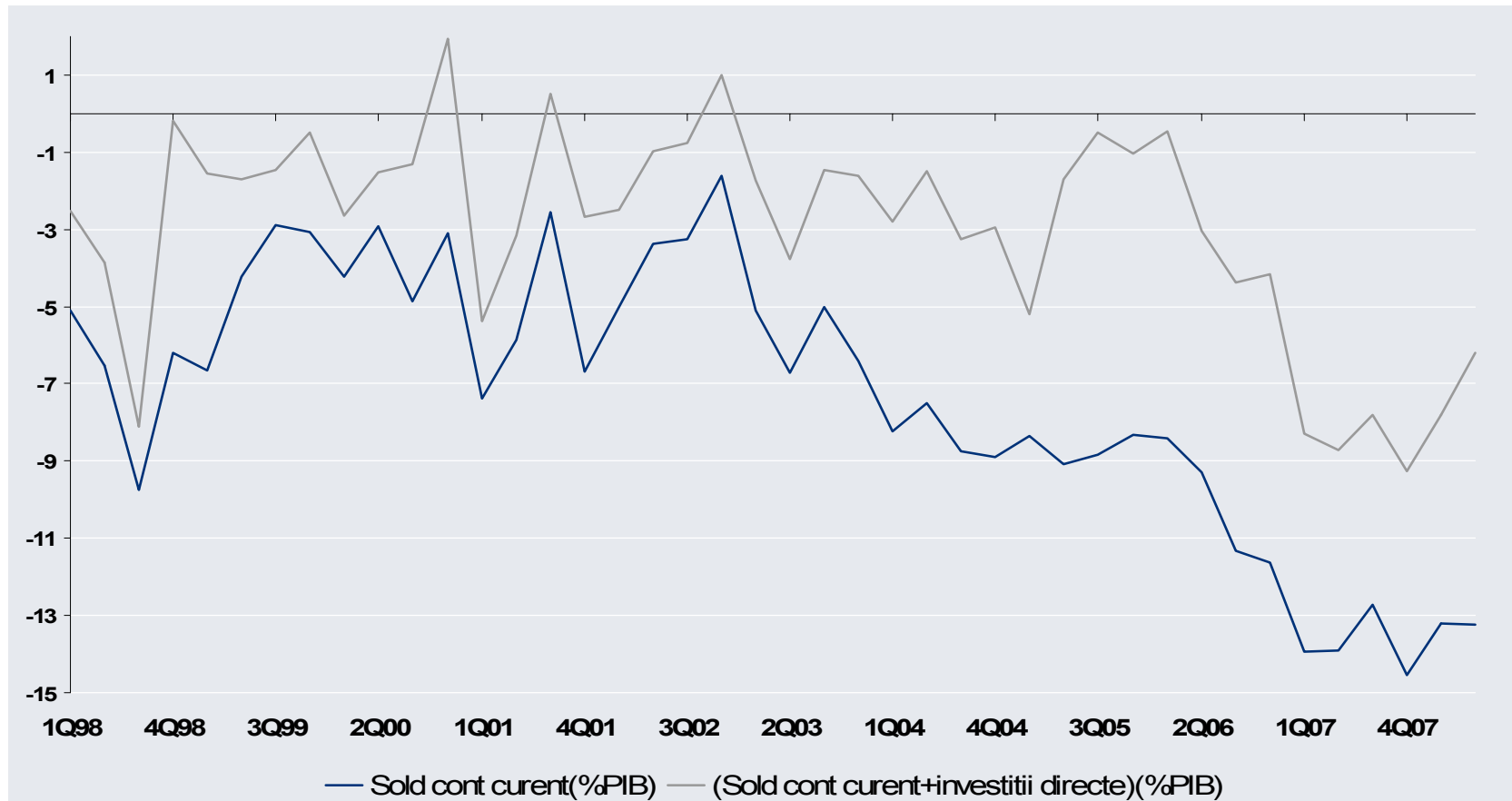
$$\text{LOG}(M\_DEFL) = 0.95*\text{LOG}(S*\text{IPPI\_EUR00}) + 0.07*\text{LOG}(S/\text{EURUSD}*OIL\_SA) - 1 - 0.005*@\text{TREND} \quad (4)$$

$$\frac{X\_SA * X\_DEFL - M\_SA * M\_DEFL + \text{INCB} * S + \text{REMB} * S}{Y\_SA * Y\_DEFL} * 100 = CA\_T \quad (5)$$

$$DD\_SA + X\_SA - M\_SA = Y\_SA = \bar{Y} \quad (6)$$

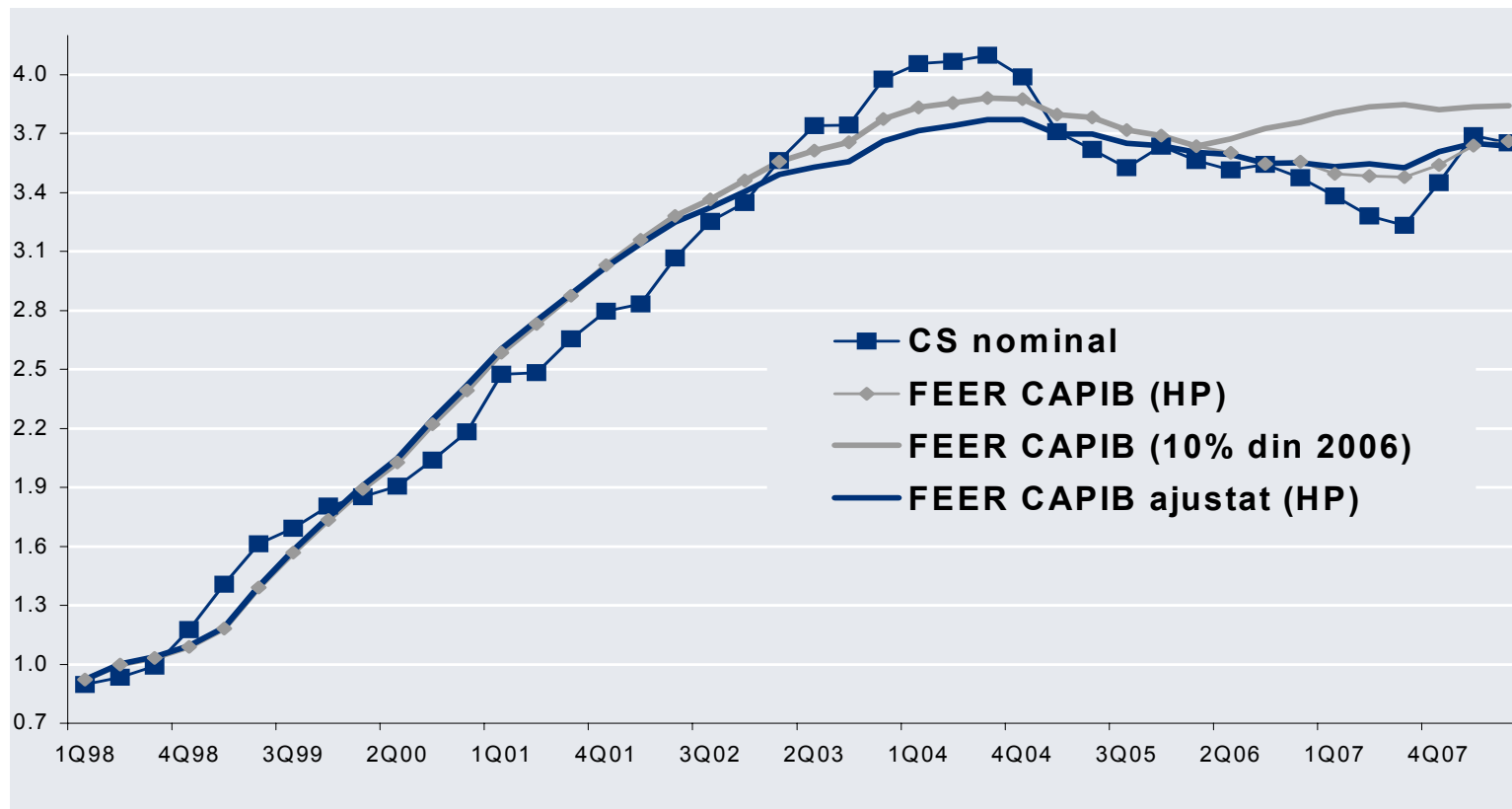
**Coeficienții obținuți prin estimare în sistem nu diferă considerabil**

# Evoluția soldului contului curent



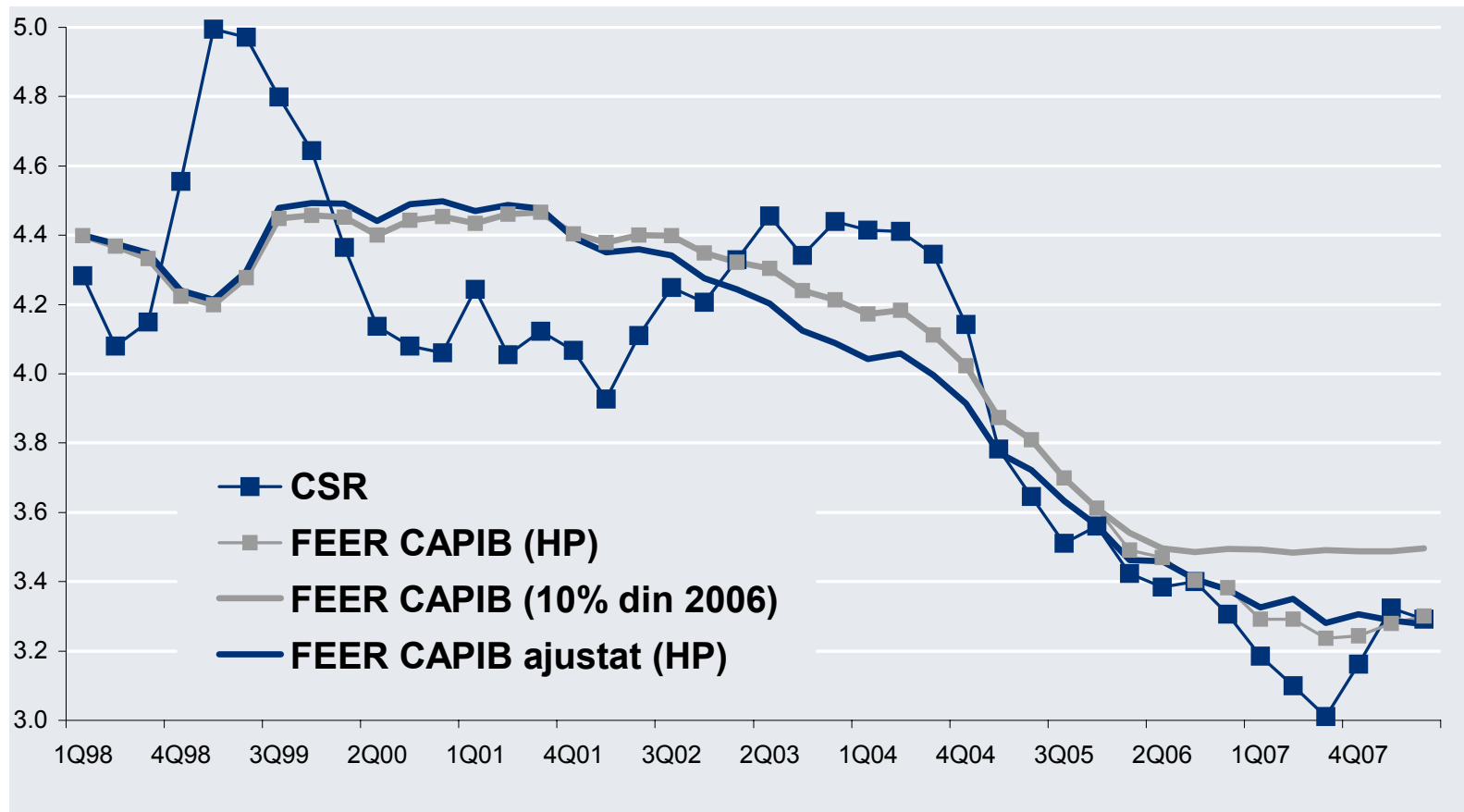
**Investițiile străine directe sunt ajustate pentru marile privatizări**

# Curs de echilibru fundamental nominal



**Aducerea deficitului de cont curent de la circa -12% la -10% din PIB necesită un curs de schimb de circa RON3.8/EUR o perioadă de 1-2 ani**

# Curs de echilibru fundamental real



# BEER

---

- Implică modelarea cursului valutar real, în formă redusă, pe baza relațiilor de cointegrare (utilizând modele VEC)
- Cursul de echilibru este consistent cu valorile efective ale variabilelor macroeconomice fundamentale
- Consistent cu valorile obținute utilizând modelul FEER, dacă este determinat pe baza valorilor de echilibru ale variabilelor fundamentale, utilizând relațiile de cointegrare (estimate) existente între acestea

# BEER REER - Date utilizate

Pentru estimarea modelului au fost utilizate date trimestriale, ajustate sezonier, perioada analizată fiind trim. 1 1998 – trim. 1 2008

- Cursul de schimb real efectiv (*L\_REER\_SA*)
- Diferențialul prețurilor relative dintre România și Uniunea Europeană (*DIFF\_REL\_PR\_SA*)
- Diferențialul productivității muncii în industrie dintre România și Uniunea Europeană (*DIFF\_PROD\_SA*)
- Soldul contului curent calculat ca procent în *PIB* (*CA\_GDP\_RO\_SA*)
- Cererea internă, calculată ca procent în *PIB* (*DD\_GDP\_RO\_SA*)
- Diferențialul ratelor reale ale dobânzilor pe piața monetară cu scadența la 3 luni, între România și zona euro (*DIFF\_INT\_3M\_R\_SA*)

# BEER REER – Relațiile de echilibru

Cointegration Restrictions:

B(1,1)=0, B(1,2)=1, B(1,5)=0, B(1,6)=0,  
 B(2,1)=0, B(2,2)=0, B(2,3)=0, B(2,5)=1, B(2,6)=0,  
 B(3,1)=1, B(3,3)=0, B(3,4)=0, B(3,6)=0,  
 B(4,1)=1, B(4,2)=0, B(4,3)=0, B(4,4)=0, B(4,5)=0,

Maximum iterations (500) reached.

Restrictions identify all cointegrating vectors

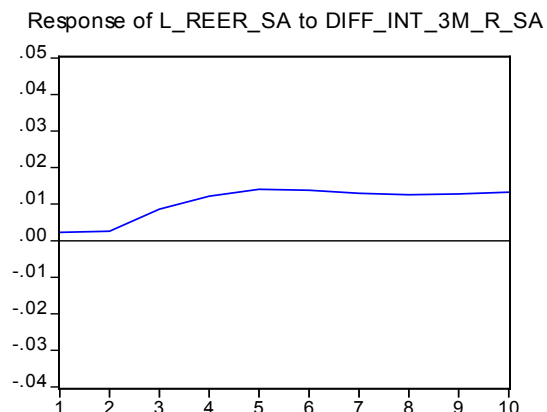
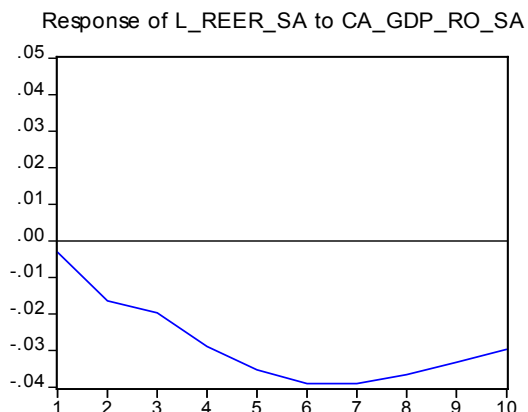
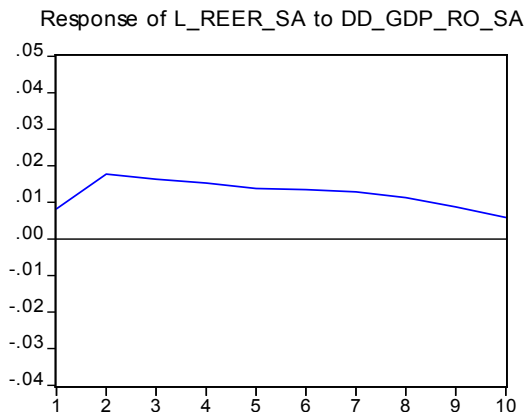
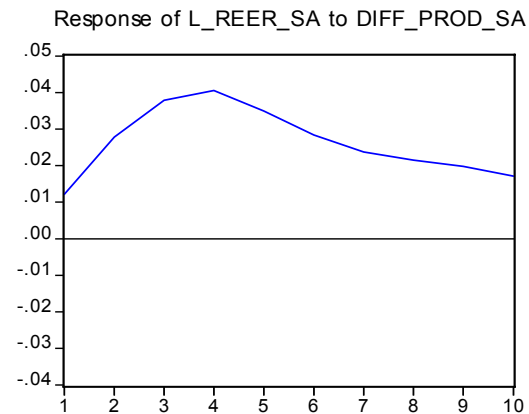
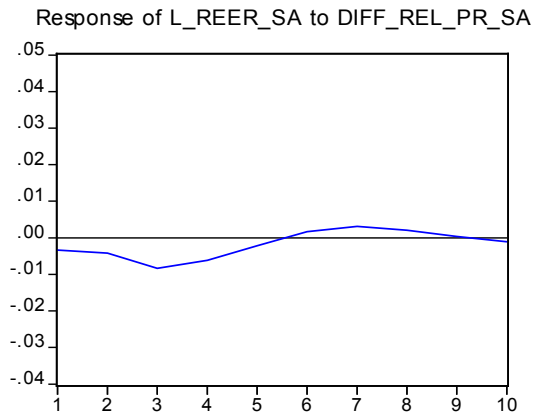
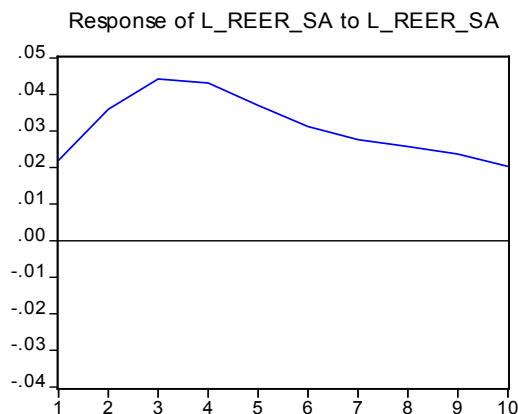
LR test for binding restrictions (rank = 4):

Chi-square(2)                   1.563444  
 Probability                    0.457617

Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2	CointEq3	CointEq4
L_REER_SA(-1)	0	0	1	1
DIFF_REL_PR_SA(-1)	1	0	2.208203 -0.08876 [ 24.8772]	0
DIFF_PROD_SA(-1)	-0.47673 -0.0399 [-11.9492]	0	0	0
DD_GDP_RO_SA(-1)	1.456969 -0.06387 [ 22.8105]	0.292667 -0.01147 [ 25.5122]	0	0
CA_GDP_RO_SA(-1)	0	1	-6.60265 -0.27358 [-24.1345]	0
DIFF_INT_3M_R_SA(-1)	0	0	0	-0.36979 -0.03657 [-10.1127]
C	-1.11283	-0.2533	-4.26043	-4.70021

# BEER REER – Funcții de impuls-răspuns ale cursului de schimb

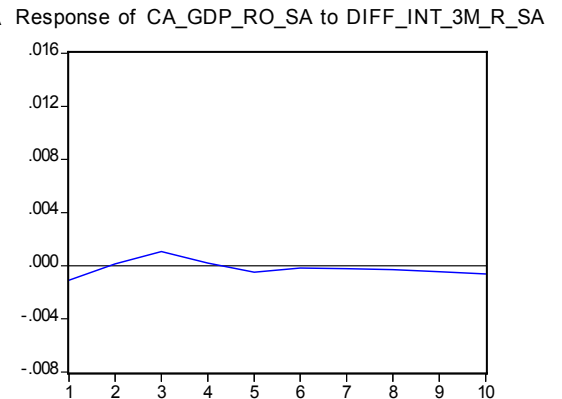
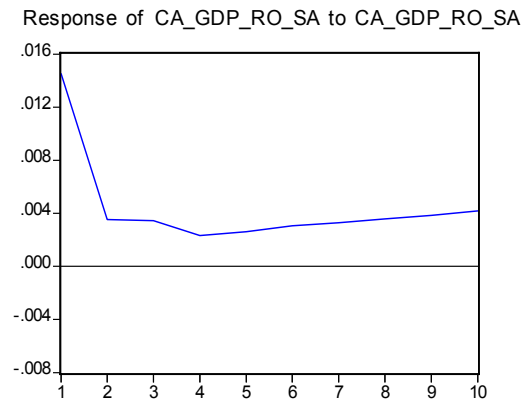
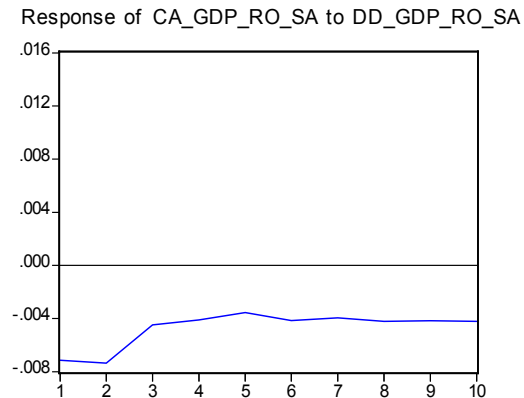
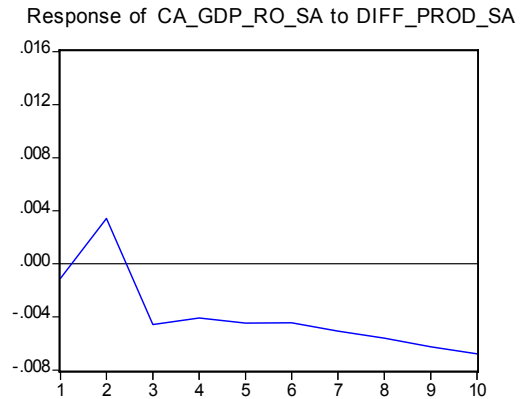
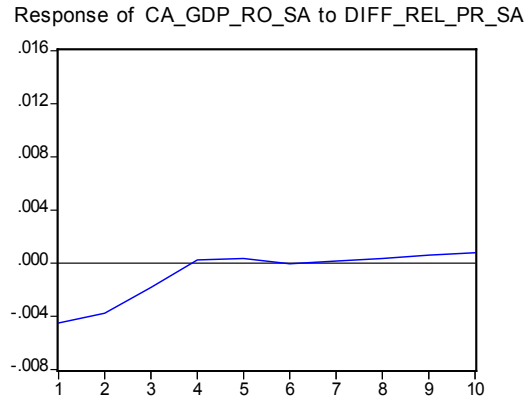
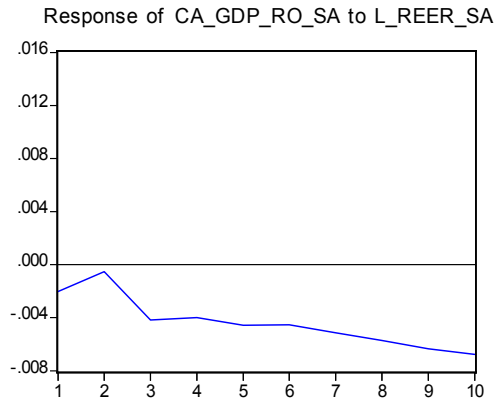
## Response to Generalized One S.D. Innovations



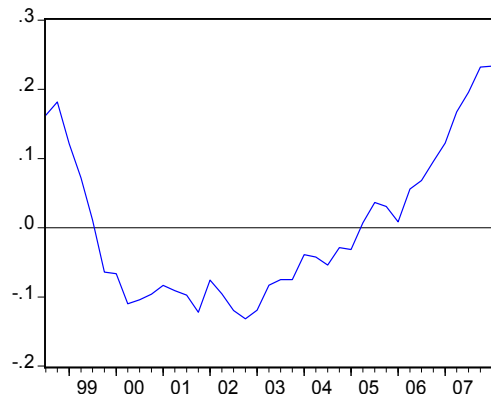


# BEER REER – Funcții de impuls-răspuns ale soldului contului curent

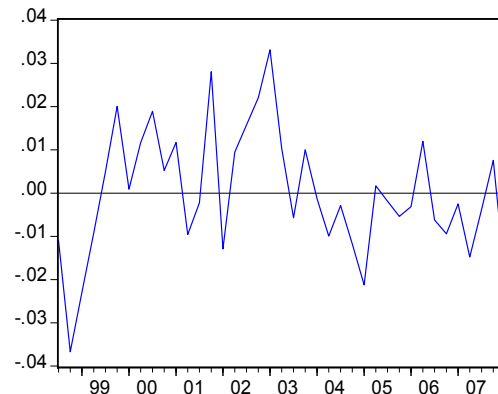
## Response to Generalized One S.D. Innovations



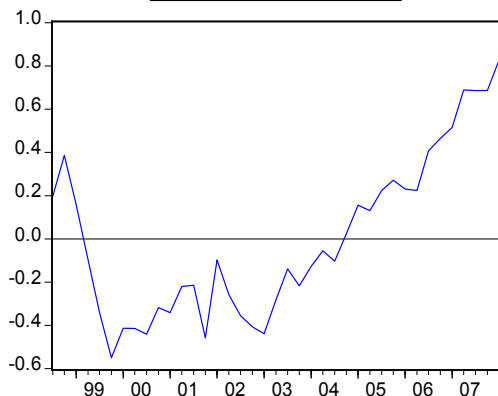
# BEER REER – Abateri de la relațiile de echilibru



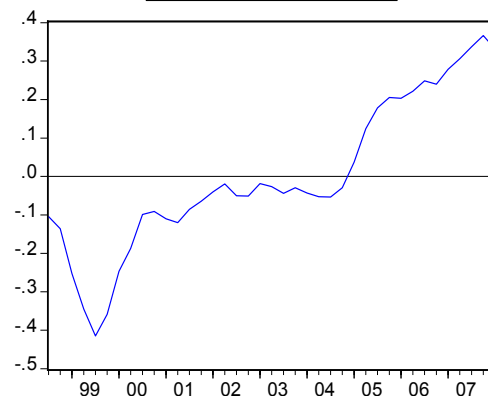
Cointegrating relation 1



Cointegrating relation 2

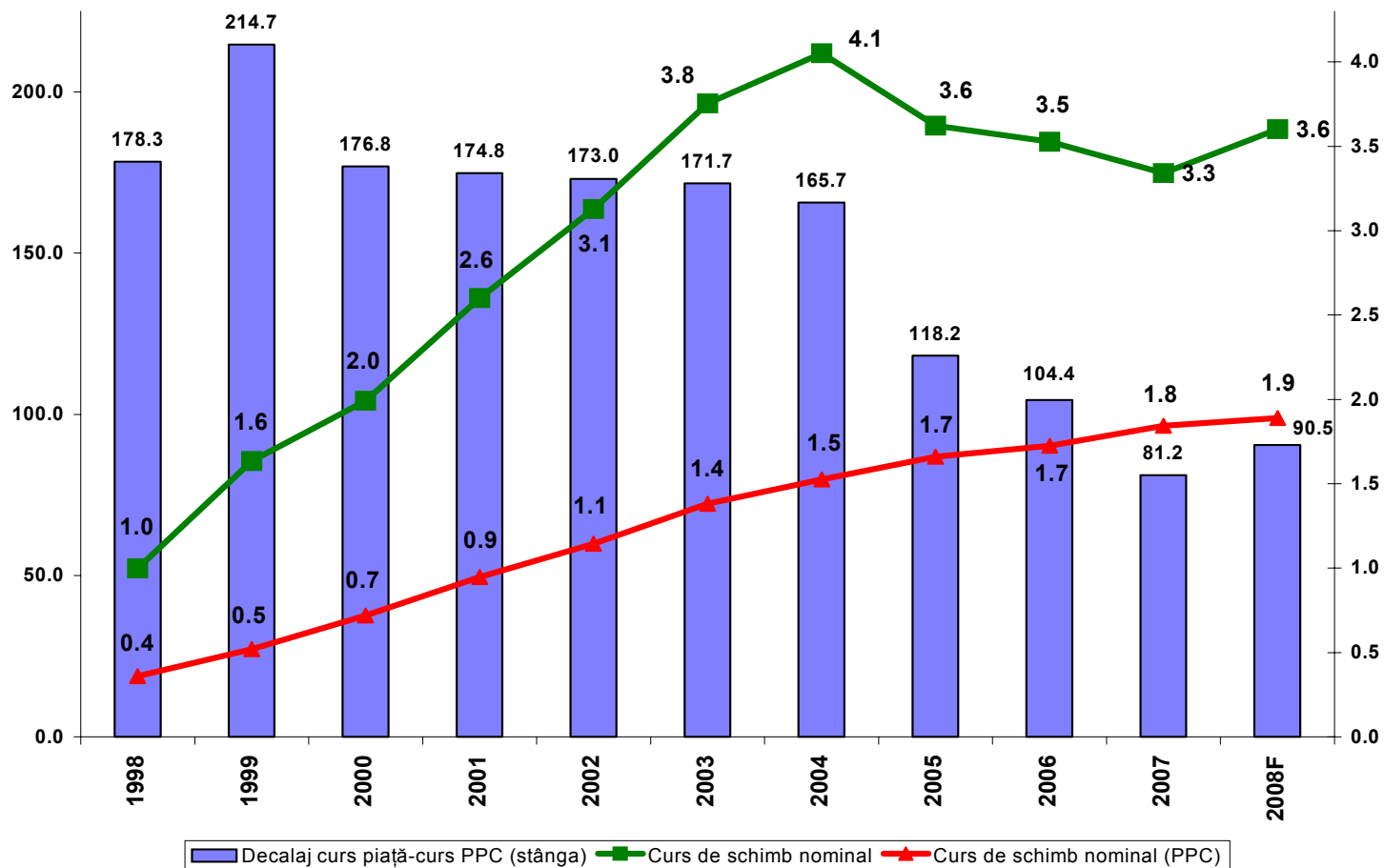


Cointegrating relation 3

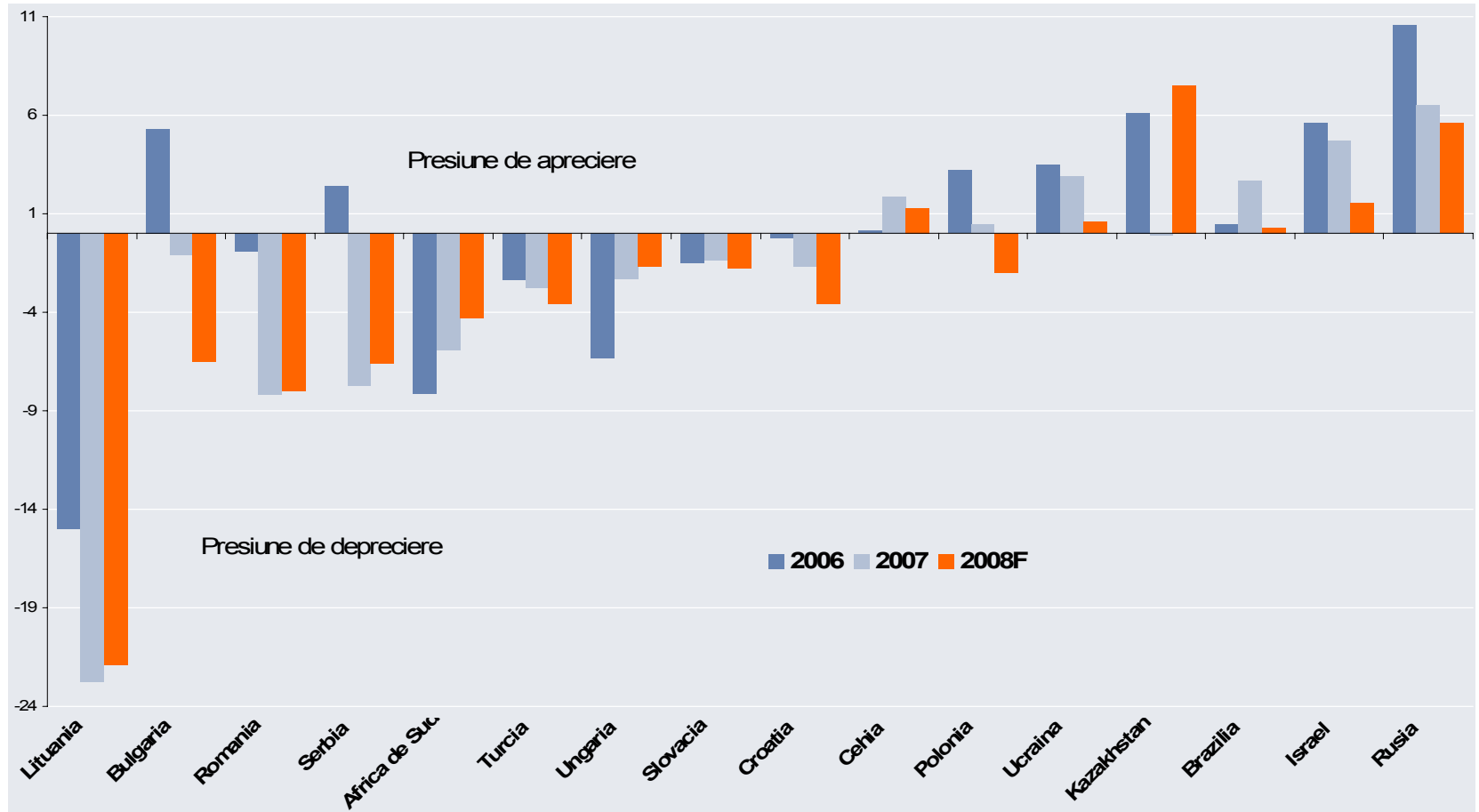


Cointegrating relation 4

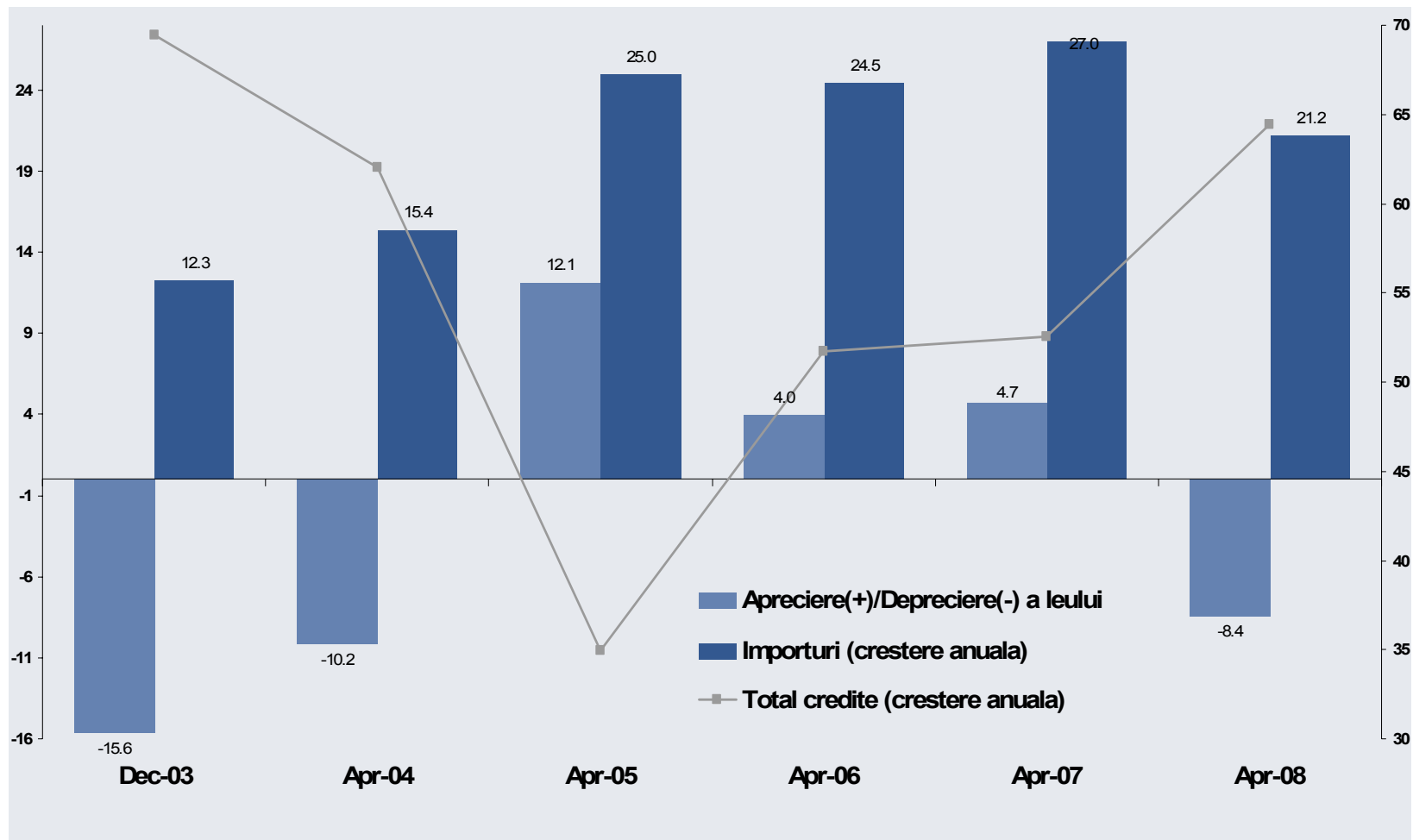
# Paritatea puterii de cumpărare



# Sold cont curent plus FDI (% în PIB)



# Legătura dintre credite, importuri și curs de schimb



# Concluzii

Abordarea FEER indică o atenuare a aprecierii reale, însă trendul de apreciere reală rămâne intact

Conform BEER, asupra evoluției cursului de schimb își pun amprenta în special soldul contului curent diferențialul de dobânzi reale, precum și efectul BS

Nivelul de echilibru al cursului de schimb este aproape de cursul pieței, prin urmare deprecierea drastică este puțin probabilă

Ajustarea deficitului de cont curent necesită un curs mai depreciat față de nivelul actual

---

# MULȚUMESC!