

# **Finanțare și ajustare în economia României**

Academician Mugur Isărescu

Guvernatorul Băncii Naționale a României

**Domnule Rector,**

**Distinși membri ai Senatului Universității,**

**Stimați colegi din mediul universitar,**

**Dragi studenți,**

**Onorat auditoriu,**

Mă aflu în orașul cunoscut drept „orașul de pe 7 coline”, care a fost, pe rând capitala Moldovei, nucleul Unirii Principatelor, capitala culturală a României și vatră a învățământului universitar, în 1860 fiind înființată prima universitate modernă de pe teritoriul românesc: Universitatea „Alexandru Ioan Cuza”.

Știu că Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” și-a început activitatea cu 3 facultăți, având profesori de seamă, i-aș aminti pe: Titu Maiorescu, Mihail Kogălniceanu, Grigore Cobălcescu, Alexandru D. Xenopol.

Știu că astăzi are 15 facultăți, peste 900 de cadre didactice și 39.000 de studenți și datorită performanțelor face parte din asociații de prestigiu ca EUA - European Association of Universities, AUF - Agence Universitaire de la Francophonie, IAU - International Association of Universities, RUFAC - Réseau des Universités Francophones.

Și nu în ultimul rând știu personalitățile care au primit titlul de *Doctor Honoris Causa* din partea acestei Universități. Mă gândesc la regretatul profesor Anghel Rugină, dar și la profesorul Michael Cernea sau fostul prim-ministru și Guvernator al băncii centrale din Polonia, profesorul Leszek Balcerowicz.

Știind toate acestea, mă simt onorat și emoționat.

\*  
\* \*

Problema legăturii dintre finanțare și ajustare poate fi cel mai ușor descrisă pornind de la nivel microeconomic. La nivelul firmei, un program de ajustare poate atrage finanțare dacă schimbările prevăzute sunt credibile. Proprietarii, băncile sau publicul pot furniza banii necesari pentru atingerea noilor obiective prin adăugarea de capital, prin noi credite bancare sau prin vânzarea către public de noi obligațiuni emise de firme.

La nivelul macroeconomic lucrurile sunt similare, numai că în loc de bilanțul unei firme este vorba despre balanța de plăți a țării respective, cu cele două conturi ale sale: contul de capital și contul curent. În aceste conturi au loc modificări permanente reflectând tranzacțiile internaționale ale țărilor. Sensul acestor modificări se poate schimba de la un an la altul. Din acest motiv, nu orice schimbare care intervine în echilibrul celor două conturi poate fi definită ca ajustare. Pentru a descrie o ajustare în cadrul balanței de plăți, conceptele cheie sunt îmbunătățirea sau deteriorarea celor două conturi.

Conceptul de îmbunătățire se poate aplica, în mod separat, atât contului curent cât și contului de capital. O îmbunătățire în contul curent este definită ca o reversare în contul curent. Conform literaturii economice, o reversare în contul curent apare dacă în mod concomitent schimbarea soldului este mare ca procent din produsul intern brut (PIB), în termeni absoluți și intervine pe o perioadă mai mare de un an (Milesi-Ferretti și Razin, 2000). Astfel, o îmbunătățire a contului curent apare dacă în mai mulți ani deficitul de cont curent se reduce în mod substanțial atât în termeni relativi, cât și în termeni absoluți. O îmbunătățire a contului de capital înseamnă intrări substanțiale de capital. Deoarece intrările mari de capital sunt asociate cu probleme, inclusiv aprecierea semnificativă a ratei de schimb, îmbunătățirea contului de capital este cunoscută și ca „problema intrărilor de capital” (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993)

Invers, deteriorarea în contul curent este reflectată de existența deficitelor gemene sau de existența deficitelor relativ mari. De asemenea, deteriorarea în contul de capital reflectă opririle bruște ale intrărilor de capital sau chiar ieșiri nete de capital. O stopare bruscă este definită ca o reversare a intrărilor de capital suficient de mare comparativ cu media anilor anteriori, acompaniată de o creștere semnificativă a costurilor capitalului (Calvo, Izquierdo și Mejia, 2004, și Calvo, Izquierdo și Loo-Kung, 2006).

Distincția între ajustările cvasi-individuale și ajustările internaționale la nivelul balanței de plăți este utilă când se proiectează politicile economice. Ajustările cvasi-individuale apar atunci când, datorită condițiilor ei concrete, o țară se confruntă în mod singular cu intrări relativ mari pentru o perioadă determinată de timp, perioadă urmată de reducerea acestora. Ajustările internaționale sunt caracterizate de intrări mari și concomitente de capital într-un număr mare de țări, urmate de o diminuare relativă a acestora pentru întregul grup. De obicei, numărul de țări care se confruntă în mod concomitent cu intrări mari de capital este relativ mic. Totuși, din când în când, au loc sincronizări ale intrărilor de capital masive pentru un număr relativ mare de țări. În ultimii ani foarte multe țări, printre care și România, s-au confruntat cu problema intrărilor de capital. Din acest motiv, în continuare mă voi referi la intrările sincrone mari de capitaluri.

Așa cum au arătat recent Reinhart și Reinhart (2008), pot exista conexiuni între aceste intrări sincrone mari de capitaluri și crize ale datoriilor suverane, ale ratelor de schimb, ale inflației și ale sistemului bancar. Ei au definit crizele pentru fiecare dintre componentele menționate și au construit probabilități specifice de apariție a crizei pentru perioada 1960-2007 pentru un număr de 66 de țări. Probabilitățile au fost definite necondiționat de episoadele de intrări mari de capitaluri, precum și condiționat de aceste episoade. Rezultatul la care au ajuns este acela că, pentru țările cu venituri mici sau medii, probabilitățile condiționate ca o criză să apară sunt substanțial mai mari decât probabilitățile necondiționate.

Cu alte cuvinte, numărul crizelor este mai mare în jurul episoadelor de intrări mari de capitaluri. Concluzia noastră este că, în termeni practici, aceasta face ca magnitudinea ajustărilor și a finanțărilor să fie diferită, comparativ cu episoadele cvasi-singulare de intrări mari de capitaluri pentru o perioadă determinată de timp, perioadă urmată de reducerea acestora. Aceasta derivă din faptul că, dacă apar crize sincrone pe oricare din componentele menționate – datorie suverană, rată de schimb, inflație, sistem bancar –, atunci este posibil ca acestea să fie urmate de recesiuni sincrone. Evident, apelarea în același timp la finanțări externe pentru sprijinirea unui număr mare de programe de ieșire din crize face ca resursele disponibile pentru fiecare țară să fie relativ reduse și mai scumpe comparativ cu situația în care doar un număr mic de țări utilizează un volum dat de resurse. În plus, recesiuni sincrone ar putea însemna și recesiuni individuale mai mari pentru economiile în care sectorul exportator are o pondere importantă. În acest context, dificultatea adoptării unui pachet de reforme și a obținerii asistenței financiare externe este diferită comparativ cu episoadele cvasi-singulare ale terminării unui ciclu de intrări mari de capitaluri. România a avut în

vedere acest aspect atunci când a apelat la asistența financiară de la UE, FMI și alte instituții financiare internaționale pentru a acoperi *gap*-ul de finanțare estimat pentru 2009 și 2010. Dar asupra acestui aspect voi reveni în ultima secțiune a acestei prezentări.

În era modernă a finanțelor internaționale astfel de episoade de intrări mari de capitaluri sincronizate s-au înregistrat de câteva ori. În principiu, din când în când, investitorii străini găsesc suficiente motive pentru a investi relativ mult în țări în curs de dezvoltare sau pe piețe emergente. Dacă avem în vedere perioada de după primul război mondial, perioada în care acest model nu s-a repetat este cea a deceniilor patru, cinci și șase.

Cel mai mare ciclu de intrări masive concomitente de capital a avut loc în perioada 1975-1982, după care a urmat criza datoriilor. Intrările masive de capitaluri au reapărut în perioada 1990-93, urmate de o restructurare a datoriilor piețelor emergente. În prezent, asistăm la încheierea unei perioade care a început în anul 2002, în care foarte multe țări s-au confruntat cu intrări masive de capital. Această încheiere a ciclului “*capital flow bonanza*” coincide cu criza financiară începută în iulie 2007. În România, acest episod a devenit mai vizibil în 2004 și s-a încheiat în 2008.

În continuare voi prezenta cauzele care determină intrările masive de capital în mod concomitent într-un număr relativ mare de țări, precum și principalele evoluții care apar atunci când țările se confruntă cu intrări mari de capitaluri. Pentru aceasta voi prezenta faptele stilizate, așa cum pot ele fi distinse din literatură (Calvo, 1993). Apoi voi descrie experiența României și principalele provocări cu care s-au confruntat politicile economice. În încheiere voi utiliza rezultatele din literatură pentru a prezenta în mod stilizat implicațiile asupra unor variabile macroeconomice atunci când contul de capital se deteriorează. Voi utiliza aceste rezultate pentru a arăta că prevederile din acordul cu UE și FMI sunt în concordanță cu rezultatele din literatură.

## **1. Cauzele intrărilor de capital și evoluțiile determinate de intrările mari de capitaluri**

Una dintre cauzele care au condus la intrări masive de capital în economiile emergente în ultima perioadă a fost lichiditatea abundentă. Lichiditatea abundentă în economiile dezvoltate a făcut ca ratele dobânzii să se mențină la niveluri joase și volatilitatea pe piețele financiare să se reducă. Mai mult, în ciuda abundenței de lichiditate, creșterea economică în țările avansate a încetinit în ultimii ani, randamentele în multe industrii scăzând

la niveluri relativ joase. În aceste condiții investitorii au început să caute câștiguri mai mari (ceea ce numim *search for yield*) și oportunități pentru profituri în economiile emergente. În aceste cazuri, ratele dobânzii au acționat pe canalul portofoliilor (Calvo, Leiderman și Reinhart, 1993). În plus, ratele scăzute ale dobânzilor și diversificarea portofoliilor au făcut ca probabilitățile de a stopa rambursarea datoriilor să fie ameliorate în țările emergente, ceea ce înseamnă că a fost activat canalul sugerat încă din 1996 de Dooley și Fernandez-Arias. Treptat, investitorii au început să privească foarte favorabil economiile emergente și intrările mari de capitaluri au continuat ani de zile. Reinhart și Reinhart (2008) au arătat că în perioada 1980-2008, durata maximă a ciclului intrărilor masive de capital în 181 de țări a fost de 3 ani pentru mai mult de 50 de țări și de 4 ani pentru mai mult de 30 de țări. Dar, în aproape 20 de țări durata ciclului a fost de 5 ani.

Nu trebuie înțeles că intrările mari de capitaluri au fost numai în economii emergente. Ele au fost la cote relativ mari atât în țările cu venituri mici, cât și în țările cu venituri medii sau mari, membre ale OECD. De exemplu, intrările de capitaluri au fost relativ mari în SUA în perioada 2002-2007, în Marea Britanie și Franța între 2005 și 2007, în Spania între 2004 și 2007. În România aceste intrări au fost mari în perioada 2004-2008.

Perspectiva economică bună oferită de aderarea la o uniune economică a fost o altă cauză majoră a creșterii intrărilor concomitente de capitaluri în multe țări. Este cazul țărilor care au aderat la Uniunea Europeană sau la NAFTA. Investitorii străini au acționat în ipoteza că apartenența la uniune reprezintă o ancoră care limitează fluctuațiile ratei de schimb, reduce costurile capitalului prin diminuarea *spread*-urilor de risc și menține prețurile acțiunilor la niveluri satisfăcătoare. O detaliere a surselor intrărilor masive de capital în țările Europei Centrale și de Est (CEEC) este oferită de Milesi-Ferretti și Lane (2006). Sursa investițiilor directe străine în CEEC au fost țările Uniunii Monetare Europene (UME) în proporție de 73-95 procente din total. În 2004, în majoritatea țărilor CEEC, peste 50 procente din totalul investițiilor de portofoliu pe bursa de valori veneau din UME. Tot UME a fost și sursa principală pentru activele străine din sistemele bancare ale CEEC și pentru investițiile pe termen lung creatoare de datorie.

Creșterea prețurilor unor bunuri cum ar fi țițeiul, cuprul, diamantele etc. (bunuri tari) au stimulat intrările de capital în țările exportatoare ale respectivelor bunuri. Dacă intrările de capitaluri în țările exportatoare de astfel de bunuri se datorează ratelor mici sau negative în termeni reali ale dobânzii în țările de origine a capitalurilor, atunci se poate spune că prețurile

acestor bunuri reprezintă un canal de acțiune al ratei dobânzii (Frankel, 2006). Totuși, verificările empirice realizate de Reinhart și Reinhart (2008) pentru perioada 1967-2006 nu confirmă în mod clar corelația inversă dintre ratele reale ale dobânzii și prețul la bunurile menționate.

Intrările mari de capitaluri au avut efecte similare în economiile emergente. Stilizând, se poate spune că a existat un model comun al evoluțiilor unor variabile și un model relativ similar de răspuns al politicilor economice. Astfel, capitaluri relativ mari au intrat pe piețe relativ mici și foarte puțin adânci. Discrepanța dintre adâncimea financiară a economiilor emergente și volumul intrărilor de capital a condus la aprecieri ale monedelor, la creșterea rapidă a prețurilor activelor și la creșterea prețurilor bunurilor „tari”. Modificările favorabile de prețuri au atras și mai multe capitaluri, ceea ce a făcut ca aceste dinamici să continue pe perioade relativ mari. Evoluțiile pozitive ale prețurilor au îmbunătățit indicatorii fiscali și au redus costul creditului în valută, stimulând astfel creditarea. Ritmul rapid al creditării a accentuat slăbiciunile structurale ale sectorului bancar, care a devenit dependent de capitalurile străine.

Pe partea politicilor, răspunsurile autorităților s-au canalizat pe câteva direcții comune. Una dintre acestea a fost cumpărarea de rezerve pentru a preveni aprecierile excesive. Acest lucru a fost mai intens în țările care au exportat resurse energetice. O altă direcție, în strânsă conexiune cu prima, a fost creșterea rezervelor minime obligatorii, impunerea de impozite pe tranzacțiile financiare, alte restricții de natură administrativă, toate pentru a tempera intrările de capitaluri și acumularea de rezerve. Totodată, evoluțiile pozitive ale prețurilor au estompat nevoia reală de ajustări structurale, care au fost amânate. Aceasta a fost, probabil, cea mai importantă implicație pentru economiile respective din moment ce, pe termen lung, amânarea ajustărilor structurale afectează negativ competitivitatea externă.

## **2. Principale evoluții în România**

Intrările de capitaluri străine în România s-au intensificat începând din anul 2004. De la 8,4 procente din PIB în 2004, deficitul contului curent a ajuns la 13,5 procente din PIB în 2007 și la 12,3 procente din PIB în 2008. Datoria externă a sectorului privat a crescut de la 12 procente din PIB în 2004 la 45,6 procente din PIB în 2008, adică de aproape 4 ori.

Adâncimea financiară a economiei românești în 2004 (măsurată ca M3/PIB) era mică, de numai 25,6 procente. Intrările masive de capitaluri au mărit această adâncime, dar ea se

situează în continuare la un nivel relativ scăzut după standardele economiilor dezvoltate (34,6 procente din PIB în 2008). Dată fiind adâncimea financiară relativ mică, efectele intrărilor de capital au apărut rapid și au fost semnificative.

Cursul de schimb s-a apreciat atât în termeni reali, cât și în termeni nominali. În termeni nominali, de la aproximativ 4,1 lei/euro în ianuarie 2004, leul s-a apreciat la 3,1 lei/euro în iulie 2007 (aproximativ 24 procente). Alături de dominanța fiscală relativ mare și de poziția de debitor net al BNR, intrările masive de capital au pus o problemă serioasă implementării țintirii inflației, noua strategie de politică monetară adoptată în august 2005. Aprecierea monedei, în timp ce a ajutat dezinflația, a atins niveluri care tindeau să afecteze competitivitatea externă a țării. În același timp, au existat episoade de volatilitate ridicată pe piața valutară.

Ca și în alte țări din spațiul CEEC, băncile străine din România au primit resurse de la băncile-mamă din UME. În 2004 aproape 72 procente din pasive proveneau din UME și 21 procente din Marea Britanie. Între 2004 și 2008 pasivele externe ale băncilor din România au crescut de mai mult de 6 ori, de la 3,8 la 24,5 miliarde euro. Creșterile au fost atât pe scadențele scurte cât și pe cele medii și lungi.

Împreună, creșterea resurselor în valută ale băncilor și aprecierea leului au stimulat comportamente exuberante privind activitatea de creditare în valute străine. Creditul a crescut câțiva ani la rând cu ritmuri de 60-80 procente pe an în termeni reali. Ponderea creditului în valută pentru sectorul gospodăriilor a crescut de la 2,2 procente din PIB în decembrie 2004 la 11,6 procente din PIB în 2008, adică de mai mult de 5 ori. Pentru sectorul corporatist, aceste ponderi erau de 2,6 procente și respectiv 8,5 procente din PIB, adică au crescut de mai bine de 3 ori. În total, intermedierea financiară (credit neguvernamental/PIB) a crescut de la 16,6 procente în 2004 la 39,3 procente în 2008.

Băncile au devenit dependente de finanțarea externă și dezechilibrele dintre activele în valută ale companiilor și gospodăriilor și pasivele lor în valută au crescut. În 2004, în sectorul companiilor, diferența dintre depozitele lor în valută și împrumuturile acestora în valută era de aproximativ -5 miliarde lei, iar în martie 2009 această diferență era de 7 ori mai mare (-35,4 miliarde lei). În sectorul gospodăriilor, diferențele erau de + 5 miliarde lei și, respectiv, - 30 miliarde lei. Aceste dezechilibre reprezintă una dintre cele mai mari vulnerabilități ale economiei românești, fiind principalele canale prin care eventuala stopare a finanțării externe se transferă în deprecierea cursului de schimb.

Aceste evoluții s-au sprijinit reciproc, astfel că între 2005 și 2007 au existat perioade în care anticipațiile inflaționiste și aprecieri accentuate ale monedei au coexistat. Aceasta a pus o dilemă serioasă băncii centrale pentru nou-adoptatul regim de politică monetară. Creșteri ale ratei dobânzii, necesare pentru a aduce anticipațiile în linie cu ținta de inflație atrăgeau și mai multe capitaluri străine, apreciind leul. Constrângerea a fost suficient de puternică pentru a determina BNR să prefere adoptarea politicii de flotare controlată a leului. Aceasta a atras numeroase critici la adresa politicii de intervenție pe piața valutară a BNR, care a cumpărat sume importante de euro pentru a preveni aprecieri masive ale leului.

Pe lângă modificarea ratei dobânzii sub presiunea care rezultă din existența concomitentă a presiunilor pentru apreciere și a celor inflaționiste, BNR a utilizat creșterea rezervelor minime obligatorii pentru a atenua intrările de capitaluri. De la 20 procente la începutul lui 2002, rezervele minime obligatorii la pasivele în valută au fost majorate gradual la 40 procente la începutul lui 2006, rămânând la acest nivel până în prezent. Dar această măsură nu a reușit să oprească intrările de capitaluri, care au găsit forme de a evita restricția. În 2006, în ciuda creșterii RMO, pasivele în valută ale băncilor comerciale s-au majorat cu 4,8 miliarde de euro, pentru a crește după aceea cu 7,8 miliarde de euro în 2007 și cu încă 5,8 miliarde de euro în 2008. Aproximativ  $\frac{3}{4}$  din creșterea pasivelor băncilor străine din România din perioada 2005-2008 s-a produs după creșterea RMO la 40 de procente.

Ca răspuns la intrările masive de capital, BNR a cumpărat, așa cum am amintit, importante cantități de valută. Principalul motiv pentru aceste cumpărări a fost că aprecierea monedei pe perioade relativ scurte de timp a fost așa de rapidă încât prezenta riscul ca o reversare să alimenteze inflația și să creeze stres în sectorul financiar. Mulți cred că aceste cumpărări au fost făcute numai pentru a atenua aprecierea. Dar ele au fost făcute și având în vedere motivul precauționar. Așa cum vom vedea, încheierea ciclurilor de intrări sincrone mari de capitaluri se poate solda cu deprecieri relativ abrupte, care pot fi evitate dacă rezervele sunt suficiente.

În fața intrărilor mari de capitaluri, politica fiscală a fost prociclică, ceea ce a amplificat vulnerabilitățile asociate cu reversarea contului curent apărută în perioada 2004-2008. În principiu, politica fiscală poate să atenueze unele efecte nedorite ale intrărilor mari de capitaluri sau să le amplifice. Efectele sunt amplificate deoarece componentele ciclice ale PIB, intrările nete mari de capitaluri și creșterea în termeni reali a cheltuielilor bugetare se amplifică reciproc. Din această perspectivă, dar și din perspectiva faptului că intrările mari de capitaluri sunt asociate cu crize financiare, opțiunea politicii fiscale în România a fost



imprudentă între anii 2004-2008. În România au fost două cauze pentru această imprudență. Amândouă sunt pe deplin explicate în literatură. Prima a fost aceea că decidenții au considerat că „timpurile bune” au venit odată pentru totdeauna, ceea ce evident însemna că expansiunea cheltuielilor putea fi permanentă. A doua a fost anul electoral 2008, care a amplificat cheltuielile și mai mult. Politica fiscală laxă a cheltuielilor a pus bazele pentru o contracție fiscală involuntară în eventualitatea scăderii economiei. Având aceste lucruri spuse, trec la analiza tipologiei care apare în evoluția unor indicatori după ce episodul intrărilor mari de capitaluri se încheie.

### **3. Evoluții după încheierea intrărilor mari de capitaluri – unele stilizări**

Evident, fiecare țară are particularitățile ei și din această cauză, fiecare reversare de cont curent, episod de intrări masive de capitaluri, opriri bruște de capitaluri și crize financiare are particularități. Totuși ele au și unele caracteristici care se întâlnesc indiferent de țară sau de perioada în care se manifestă. Ne interesează aceste caracteristici din punct de vedere al dinamicii unor indicatori cum ar fi PIB, rata reală de schimb, inflația și contul curent atât înainte, cât și după încheierea unui episod de intrări mari de capitaluri. Utilizând rezultatele prezentate în literatură, dintre care cele mai recente sunt cele prezentate de Reinhart și Reinhart (2008), se pot identifica anumite tipare privind dinamica indicatorilor menționați. Întrucât tipologia acestor dinamici în timpul episodului de intrări mari de capitaluri a fost prezentată atât în general cât și în cazul României, atenția se va focaliza pe ceea ce interesează astăzi cel mai mult, și anume pe traiectoria probabilă a indicatorilor menționați după încheierea ciclului de intrări mari de capital. Urmând metodologia din diverse lucrări, în figura 1 sunt prezentate evoluțiile contului curent, PIB, a ratei de schimb, și inflației în mod stilizat, pentru patru ani înainte de episodul intrărilor mari de capital și patru ani după.

În figura 1a este prezentată evoluția deficitului de cont curent înainte de încheierea episodului de intrări mari de capitaluri (notat cu 0 pe axa orizontală). Graficul reflectă identitatea specifică balanței de plăți, și anume că în timpul episodului de intrări masive de capitaluri are loc o deteriorare a contului curent. În același timp, încheierea episodului de intrări mari de capital coincide cu începerea ajustării contului curent către nivelurile dinainte de momentul reversării. Forma de V a evoluției contului curent este mai ascuțită în cazul țărilor cu venituri mici sau medii (Reinhart și Reinhart, 2008).

Așa cum este de așteptat, creșterea PIB este relativ mare în perioada de intrări mari de

capitaluri și scade brusc în anul încheierii episodului pentru a se relua relativ rapid. Cu alte cuvinte, după încheierea ciclului intrărilor mari de capitaluri, traiectoria PIB are formă de V, așa cum este arătat în figura 1b.

Exercițiul de a identifica o tipologie pentru evoluția inflației a fost cel mai dificil deoarece datele prezentate în literatură sunt variate, indicând probabil că politica monetară joacă un rol important atât în etapa dinainte de intrările mari de capitaluri, cât și după. Înclin să cred că încheierea ciclului de intrări mari de capitaluri este urmată de un puseu inflaționist pe termen scurt (în principal datorită canalului cursului de schimb), ulterior scăderea inflației fiind determinată de recesiunea și așteptările pesimiste din perioadele care urmează celor caracterizate de intrări mari de capitaluri. O depreciere nominală relativ mare poate explica această viziune. În anii următori însă, inflația revine la niveluri mai mult sau mai puțin similare cu cele de dinainte de încheierea episodului de intrări mari de capitaluri. Profilul stilizat este prezentat în figura 1c.

În figura 1d este prezentată traiectoria stilizată a ratei de schimb. Dacă intrările mari de capitaluri se întind pe câțiva ani, aprecierea reală din fiecare an tinde să fie semnificativă, astfel că aprecierea cumulată este de asemenea semnificativă, conducând la panta descendentă din figura 1d. Totuși, încheierea episodului de intrări mari de capitaluri rezultă într-o depreciere reală cumulată chiar mai mare decât aprecierea cumulată. Deprecierea reală poate interveni atât printr-o depreciere nominală rapidă, cât și datorită scăderii prețurilor în primul an de după încheierea episodului de intrări mari de capitaluri. Literatura arată că în marea majoritate a cazurilor deprecierea reală survine prin deprecierea nominală a monedei. În traiectoria stilizată din figura 1d deprecierea reală este condusă de scăderea prețurilor abia după primul an de la încheierea episodului.

Figurile 1a-1d ne permit să avem o imagine de ansamblu, generală, despre ce evoluție este de așteptat în privința indicatorilor menționați după încheierea episodului de intrări mari de capitaluri. Ele arată ce profil al curbelor nu poate fi evitat de o țară odată ce episodul intrărilor mari de capitaluri se încheie. Dar în timp ce profilurile curbelor sunt asemănătoare pentru marea majoritate a țărilor, pantele curbelor atât înainte, cât și după încheierea episodului de intrări mari de capitaluri pot fi mai abrupte sau mai puțin abrupte. Stă în puterea autorităților să proiecteze măsuri de politică pentru a influența atât nivelul la care apar punctele de inflexiune (politici în timpul episodului), cât și pantele care apar după încheierea episodului de intrări mari de capitaluri. În paragraful următor voi arăta că politicile prevăzute în acordurile încheiate de România cu UE și cu FMI au în vedere reglarea pantei

trajectoriilor indicatorilor menționați astfel încât ajustările necesare să se producă cu ritmuri suportabile și care să nu destabilizeze economia.

#### **4. Programul economic al României și traiectoria unor variabile**

Panta curbelor, reflectând ajustările, depinde în mod direct de anticipațiile și deciziile investitorilor străini în legătură cu politicile macroeconomice și structurale. În 2008, criza financiară mondială a generalizat un sentiment de neîncredere și a crescut aversiunea la risc a investitorilor în mod semnificativ. Dimensiunea deficitului de cont curent, dependența băncilor de finanțarea externă, necesarul de finanțare externă relativ mare și raportul mare între creditele în valută și depozitele în valută au făcut din economia României o destinație riscantă pentru investitori. Calculele au arătat că pentru anul 2009 România ar fi putut avea un deficit de finanțare estimat între 7,5 și 16 miliarde de euro, depinzând de sentimentul investitorilor străini și de dorința lor de a reinnoi liniile de finanțare ale băncilor și ale companiilor private. Acest sentiment negativ s-a reflectat în deprecierea leului în perioada octombrie 2008-februarie 2009. În aceste condiții, autoritățile au decis să promoveze politici care să asigure reduceri minime ale finanțărilor externe ale României.

Încă din decembrie 2008 s-a avut în vedere ca programul economic să fie centrat pe reducerea deficitului extern atât în sectorul public, cât și în sectorul privat, pe minimizarea amplitudinii recesiunii, pe evitarea unei crize a ratei de schimb și pe temperarea presiunilor inflaționiste. Atingerea acestor obiective a făcut necesară conceperea de măsuri de ajustare care să aducă economia pe o pantă sustenabilă în timp ce minimizează pierderile, inclusiv în termenii ocupării forței de muncă.

Unele ajustări ar fi fost foarte dureroase fără asistență financiară externă. De exemplu, dacă riscul apariției *gap*-ului de finanțare s-ar fi materializat la nivelul maxim anticipat pentru anul 2009, atunci cel mai probabil presiunile de depreciere a leului ar fi rezultat într-o criză a ratei de schimb, cu efecte negative asupra inflației și implicit asupra activelor financiare ale populației denumite în lei. Alte ajustări, cum ar fi aducerea cheltuielilor publice, inclusiv a celor cu salariile, de la nivelul nesustenabil la care au ajuns în timpul ciclului de intrări mari de capitaluri, ar fi purtat marca unei credibilități reduse. În acest context, acordurile cu UE și cu FMI au furnizat două lucruri esențiale dată fiind situația economiei românești: acoperirea deficitului de finanțare externă și credibilitate.

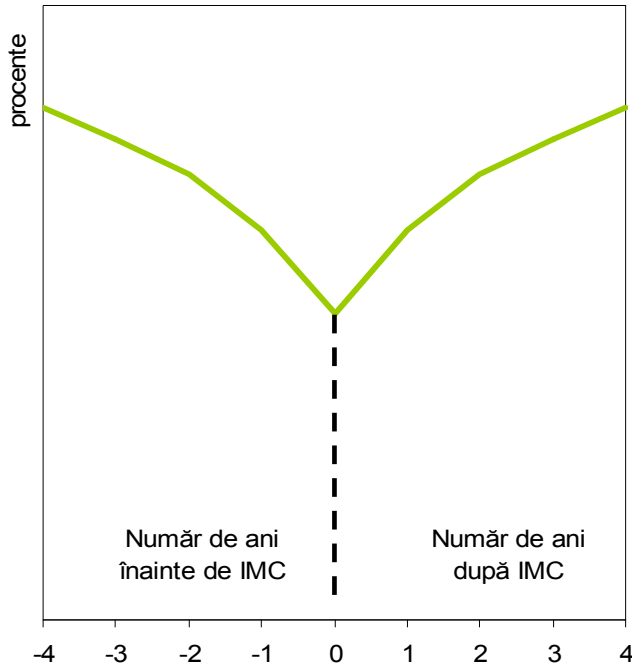
Importul de credibilitate de la UE și FMI au făcut ca unele finanțări private să nu se mai reducă, sau să se reducă mai puțin. Pe aceste căi, măsurile incluse în acordurile

menționate au asigurat finanțarea economiei românești. Această finanțare s-a reflectat pozitiv în câteva direcții: în investiții relativ mai mari comparativ cu situația în care nu s-ar fi încheiat acordurile; în atenuarea deprecierei și stabilizarea leului în raport cu euro și alte valute; în apariția acordului de la Viena, prin care băncile și-au luat angajamentul să reînnoiască liniile de finanțare și să mențină rate de acoperire a capitalului la niveluri asiguratorii.

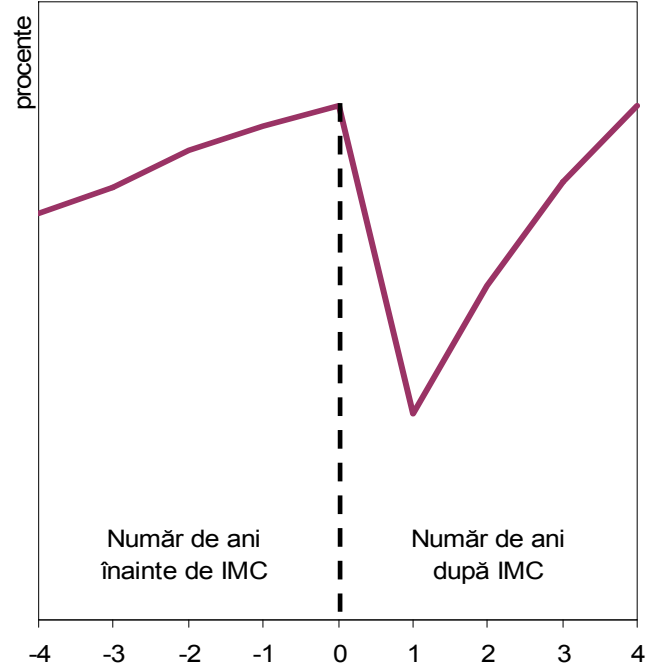
Scăderea presiunilor de depreciere a leului și, implicit, o diminuare *ceteris paribus* a presiunilor inflaționiste care apar prin intermediul canalului cursului de schimb, împreună cu eforturile de consolidare la nivel fiscal au permis băncii naționale să treacă la relaxarea prudentă a politicii monetare, ceea ce va atenua panta de scădere a PIB, în timp ce nu amplifică presiunile inflaționiste. Evoluția anticipată a PIB, a inflației și a deficitului de cont curent sunt prezentate în figura 2. Ele sunt asemănătoare cu profilurile traiectoriilor prezentate în figura 1. Ceea ce le deosebește este că traiectoriile estimate rezultă din programul economic al României și sunt proiectate astfel încât ajustarea să se realizeze cu costuri economice și sociale minime.

Privind înainte, principala provocare a anului 2009 este implementarea ajustărilor prevăzute în acordurile cu UE și FMI. Nereușita de a implementa măsurile prevăzute va duce la o pierdere de credibilitate mai mare decât importul de credibilitate, obținut odată cu încheierea acestor acorduri. Iar în acest caz traiectoriile variabilelor PIB, rată de schimb, deficit de cont curent, inflație vor avea pante mult mai nefavorabile.

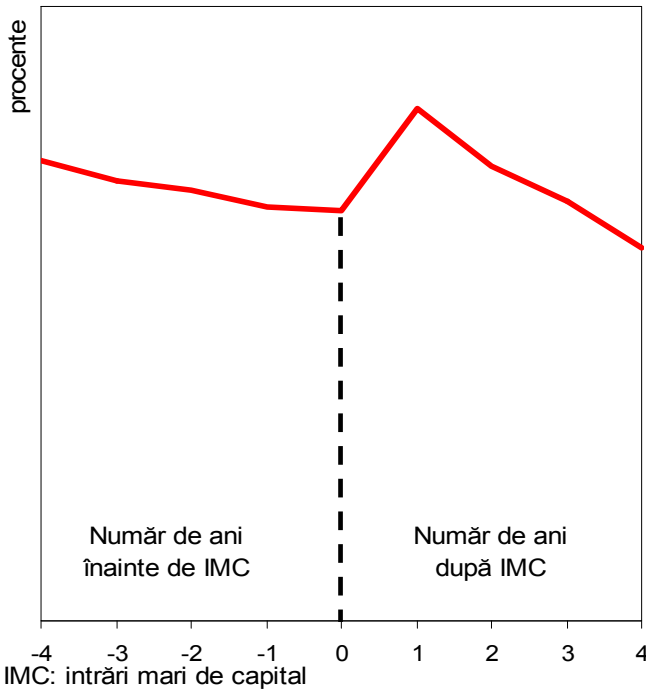
**Fig. 1a: Deficitul contului curent  
(% în PIB)**



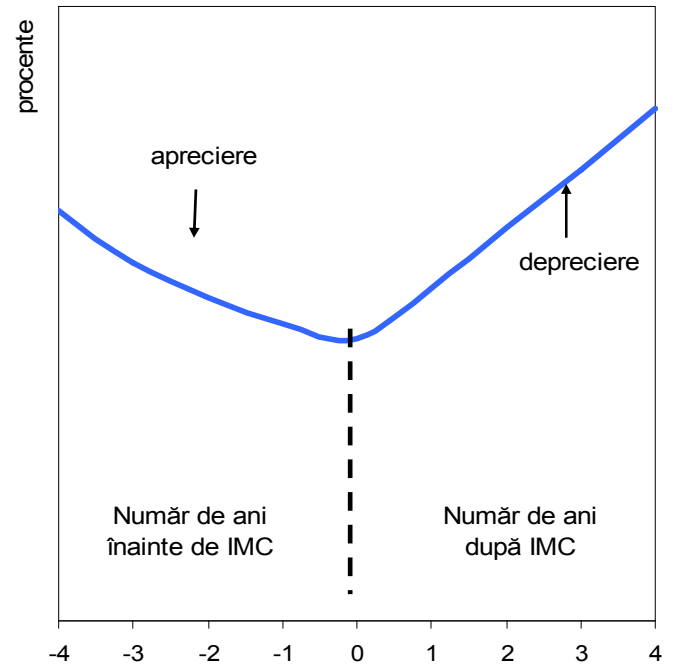
**Fig. 1b: PIB real  
(variație anuală)**



**Fig. 1c: Rata inflației  
(dec./dec.)**



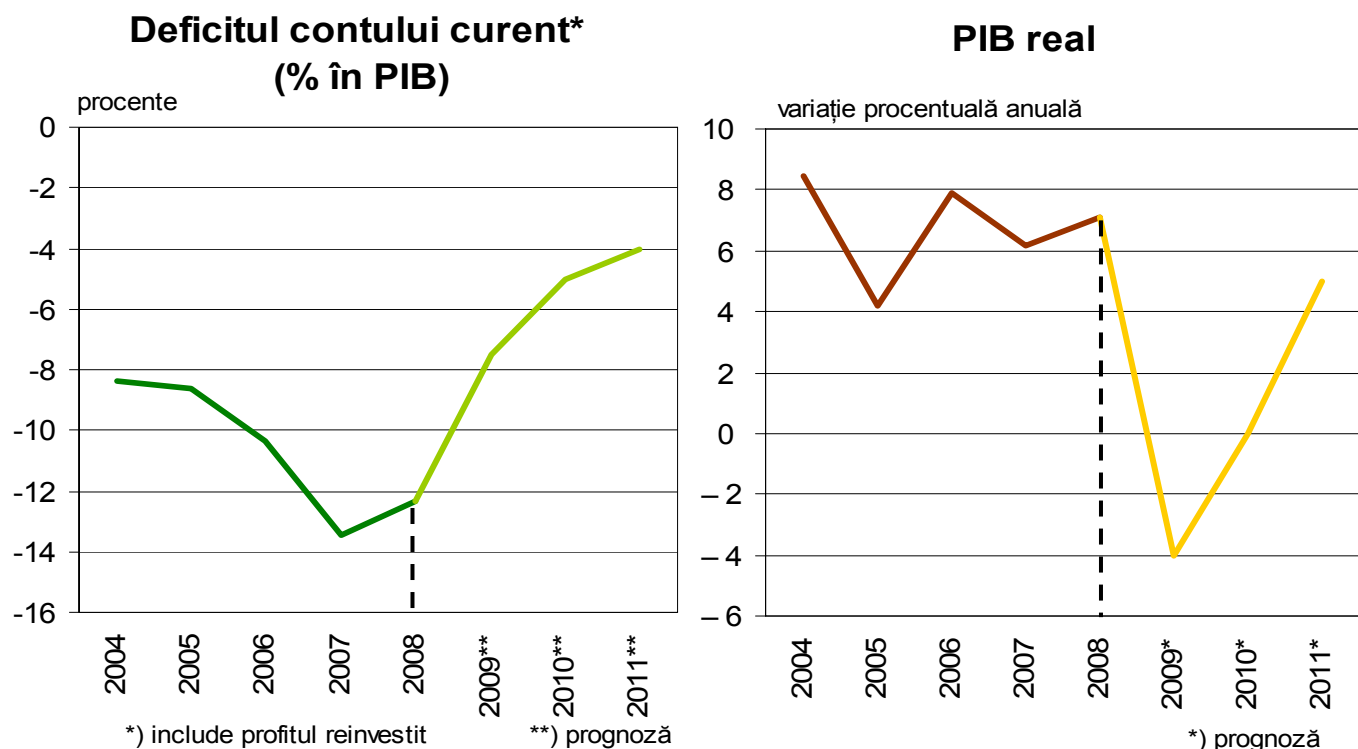
**Fig. 1d: Cursul de schimb real  
(variație anuală)**



Sursa: Stilizări după rezultatele prezentate în literatura de specialitate.

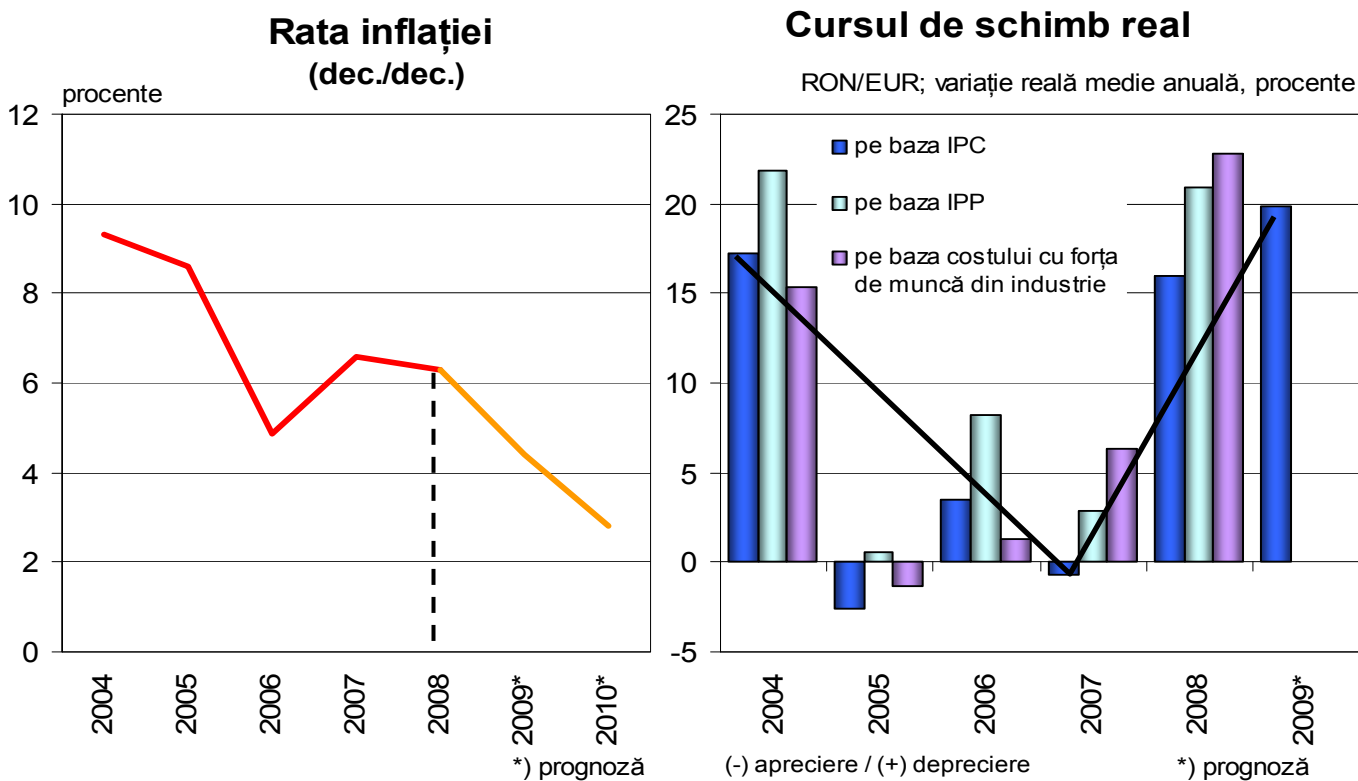
Pentru cele mai recente verificări empirice am folosit Reinhart și Reinhart (2008).

**Figura 2**



Sursa: Institutul Național de Statistică; Banca Națională a României

Sursa: Institutul Național de Statistică



Sursa: Institutul Național de Statistică, Banca Națională a României

Sursa: Banca Națională a României, Institutul Național de Statistică

## BIBLIOGRAFIE

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1, March 1993, 108-151.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and L.F.Meija, "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects", NBER Working Paper 10520, 2004.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Rudy Loo-Kung, "Relative Price Volatility Under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects", *Journal of International Economics* 69(1), June 2006, 231-254.

Dooley, Michael, Eduardo Fernandez-Arias, and Kenneth Kletzer, "Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?", *The World Bank Economic Review* 10(1), January 1996, 27-49.

Edwards, Sebastian, "Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops", *IMF Staff Papers* 51(2004): 1-50.

Eichengreen, Barry, and Muge Adalet, "Current Account Reversals: Always a Problem?", NBER Working Paper 11634, September 2005.

Fernandez-Arias, Eduardo and Peter J. Montiel, "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", *The World Bank Economic Review* 10, no. 1(1996): 51-77.

Frankel, Jeffrey, "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices" in John Campbell (ed.) *Asset Prices and Monetary Policy*, (Chicago: University of Chicago Press, 2006).

Milesi Ferreti, Gian Maria and Assaf Razin, "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities", in Paul Krugman (editor), *Currency Crises*, University of Chicago Press, 2000.