



MUGUR ISĂRESCU

Finanțarea dezechilibrului extern
și ajustarea macroeconomică
în condițiile crizei financiare.

Cazul României

2009

Cuprins

Introducere.....	9
1. Cauzele și efectele intrărilor masive de capitaluri.....	13
2. Evoluții după încheierea intrărilor masive de capitaluri – unele stilizări.....	16
3. Cazul României.....	20
3.1. Perioada intrărilor masive de capitaluri.....	20
3.2. Ajustarea macroeconomică după încheierea intrărilor masive de capitaluri.....	27
Bibliografie.....	36



MUGUR ISĂRESCU

*Excelența Voastră Domnule Președinte,
Excelențele Voastre Domnilor Academicieni,
Doamnelor și Domnilor,*

Vă rog să-mi permiteți a-mi exprima deosebita onoare de a fi prezent în această importantă sesiune, în care are loc primirea mea ca Membru Corespondent pentru România al Academiei Regale a Doctorilor.

Mulțumindu-vă, Excelența Voastră Domnule Președinte, pentru onoarea de a-mi susține intrarea într-una dintre cele mai respectabile instituții regale din Spania – continuatoare a celebrei Adunări a celor 100 de Înțelepți ai Spaniei – vreau să vă asigur de sentimentele mele de adâncă grațitudine și, totodată, de dorința mea de a contribui, prin toate eforturile, la realizarea înaltelor scopuri ale acestei instituții de notorietate pe plan internațional.

Mulțumesc Excelențelor Voastre Domnilor Academicieni pentru generoasa primire și sper să merit o asemenea mare onoare.

Introducere

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 cumpărarea de 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 acelei țări. Sensul modificărilor 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. Conform literaturii economice, o inversare în contul curent apare dacă în mod concomitent schimbarea soldului este mare ca procent din produsul intern brut (PIB) 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 inversare 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 cvasiindividuale și ajustările internaționale la nivelul balanței de plăți este utilă pentru elaborarea politicilor economice. Ajustările cvasiindividuale 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. Se poate conchide că, în termeni practici, acest fapt face ca magnitudinea ajustărilor și a finanțărilor să fie diferită, comparativ cu episoadele cvasisingulare 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 criză 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 aceste condiții, dificultatea adoptării unui pachet de reforme și a obținerii asistenței financiare externe este mai mare în contextul unor episoade cvasisingulare 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 lucrări.

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 ulterioară Primului Război Mondial, putem spune că acest model nu s-a repetat în deceniile 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 1990-1993, urmate de o restructurare a datoriilor piețelor emergente. Începând cu anul 2002, foarte multe țări s-au confruntat cu intrări masive de capital. Încheierea acestui ciclu “*capital flow bonanza*” a coincis 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 fi ele distinse din literatură (Calvo și alții, 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 și efectele intrărilor masive 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 de Dooley și alții (1996). 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. În aproape 20 de țări durata ciclului a fost de 5 ani.

Nu trebuie înțeles că intrări mari de capitaluri au avut loc numai în economia 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 (ECE) este oferită de Milesi-Ferretti și Lane (2006). Sursa investițiilor directe străine în ECE au fost țările din zona euro în proporție de 73-95 procente din total. În 2004, în majoritatea țărilor ECE, peste 50 procente din totalul investițiilor de portofoliu pe bursa de valori proveneau din zona euro, care a fost și sursa principală pentru activele străine din sistemele bancare ale ECE și pentru investițiile pe termen lung creatoare de datorie.

Creșterea prețurilor unor bunuri cum ar fi țigăruț, cuprul, diamantele etc. (bunuri „tari”) a 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 bunurilor 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. Evoluții după încheierea intrărilor masive de capitaluri – unele stilizări

Evident, fiecare țară are particularitățile ei și din această cauză, fiecare inversare de cont curent, episod de intrări masive de capitaluri, fiecare oprire bruscă a intrărilor de capitaluri și fiecare criză financiară este diferită de celelalte. 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, cursul real 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 I sunt prezentate evoluțiile contului curent, PIB, ale ratei de schimb, și inflației în mod stilizat, pentru patru ani înainte de încheierea episodului intrărilor mari de capital și patru ani după acest moment.

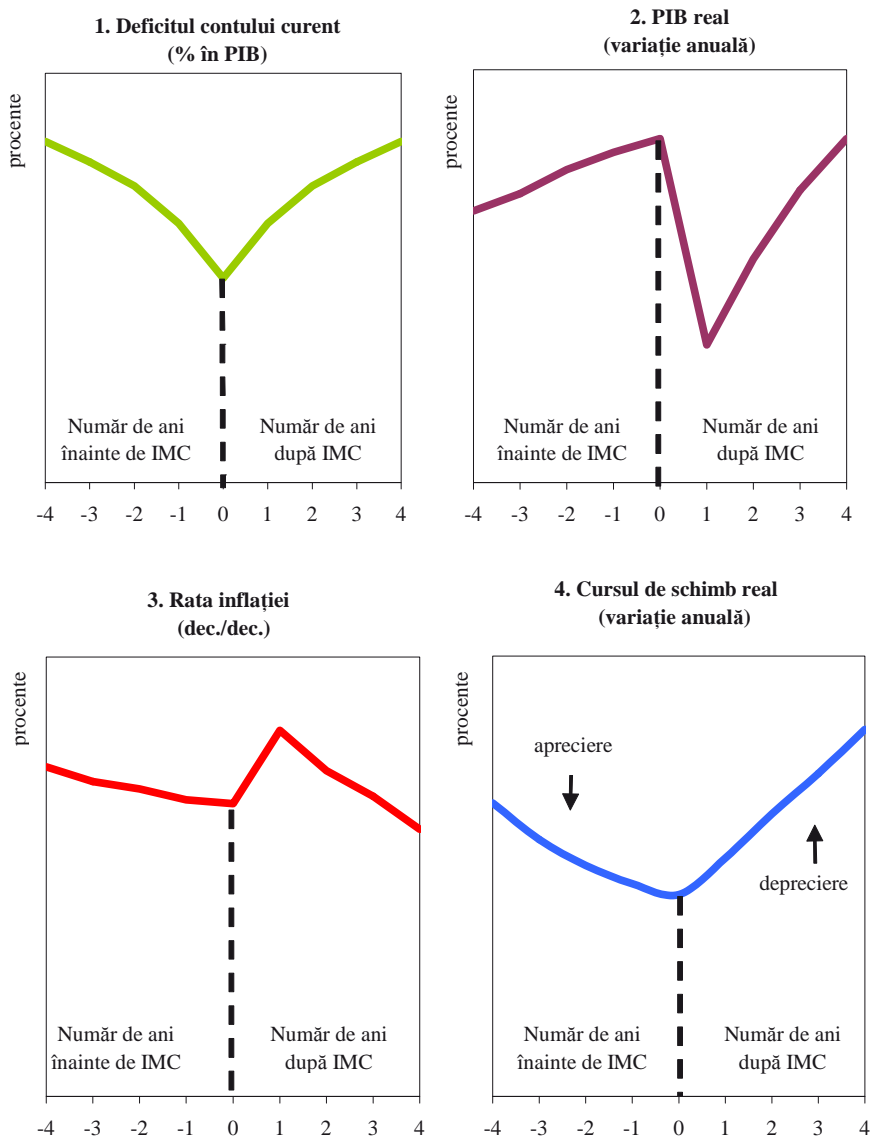
În graficul 1 din Figura I este prezentată evoluția deficitului de cont curent înainte de încheierea episodului de intrări mari de capitaluri (notat cu zero pe axa orizontală). Această figură reflectă identitatea specifică balanței de plăți, și anume că în timpul episodului de intrări masive de capitaluri 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 graficul 2 din Figura I.

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 graficul 3 din Figura I.

În graficul 4 din Figura I este prezentată traiectoria stilizată a cursului 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 acest grafic. Totuși, încheierea episodului de intrări mari de capitaluri rezultă într-o depreciere reală cumulată chiar mai mare decât aprecierea cumulată. Literatura arată că în marea majoritate a cazurilor deprecierea reală survine prin deprecierea nominală a monedei. În traiectoria stilizată prezentată în graficul 4 din Figura I, deprecierea reală este condusă de scăderea prețurilor abia după primul an de la încheierea episodului.

Figura I



IMC: intrări mari de capital

Sursa: Stilizări după rezultatele prezentate în literatura de specialitate.

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

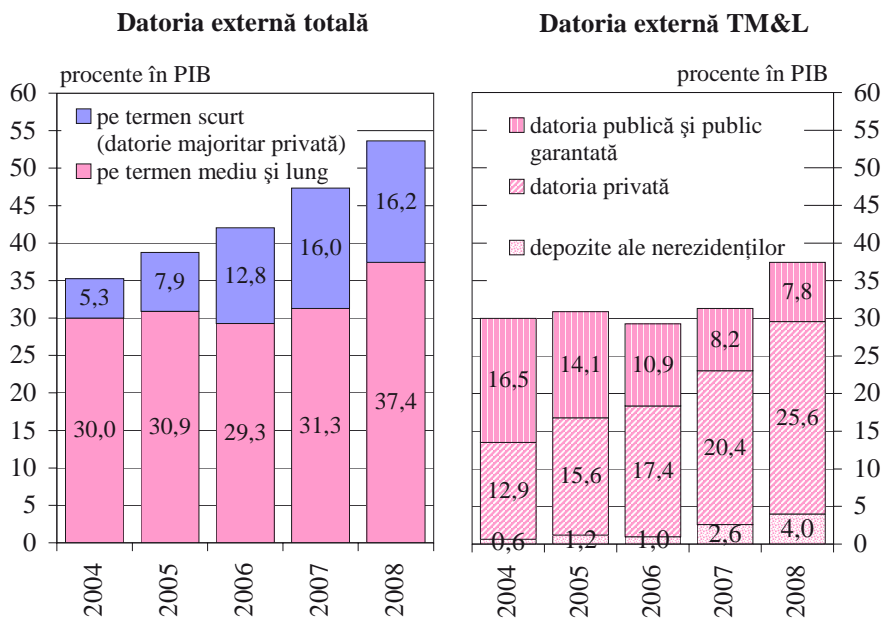
Graficele 1-4 din Figura I ne permit formarea unei imagini de ansamblu, generală, despre ce evoluție este de așteptat în privința indicatorilor menționați după încheierea episodului de intrări mari de capitaluri. Ele arată ce profil al curbelor nu poate fi evitat de o țară odată ce episodul intrărilor 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 secțiunea următoare voi arăta că politicile prevăzute în acordurile încheiate de România cu UE și cu FMI au în vedere reglarea pantei traiectoriilor indicatorilor menționați astfel încât ajustările necesare să se producă în ritmuri suportabile și care să nu destabilizeze economia.

3. Cazul României

3.1. Perioada intrărilor masive de capitaluri

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 pe termen mediu și lung a sectorului privat a crescut de la 12,9 procente din PIB în 2004 la 25,6 procente din PIB în 2008, adică de circa 2 ori (Grafic 1).

Grafic 1

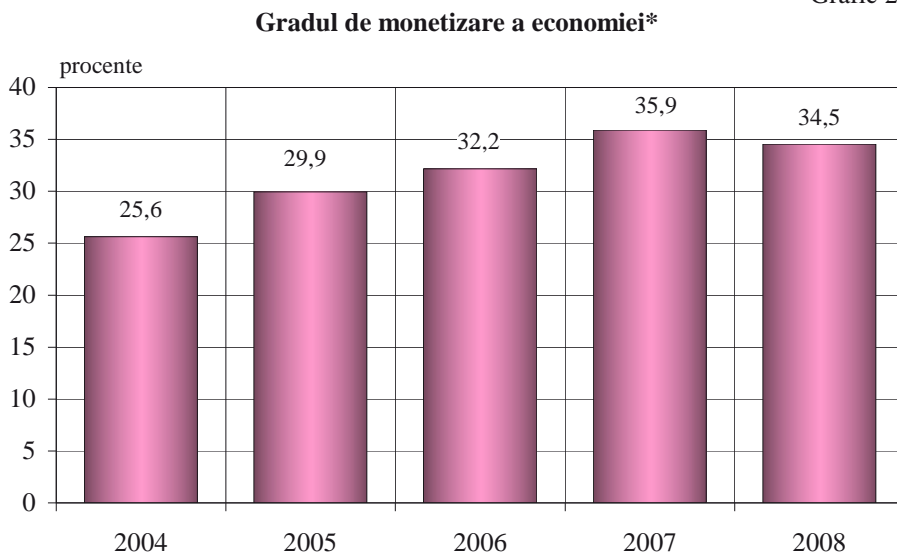


Sursa: Banca Națională a României, Ministerul Finanțelor Publice, Institutul Național de Statistică

Adâncimea financiară a economiei românești în 2004 (măsurată ca M3/PIB) era mică, de numai 25,6 procente. Intrările masive de capitaluri au mărit valoarea acestui indicator, dar ea se situează în continuare la un nivel

relativ scăzut după standardele economiilor dezvoltate (34,5 procente din PIB în 2008). Dată fiind adâncimea financiară relativ mică, efectele intrărilor de capital au apărut rapid și au fost semnificative (Grafic 2).

Grafic 2



* M3/PIB

Sursa: Banca Națională a României, Institutul Național de Statistică

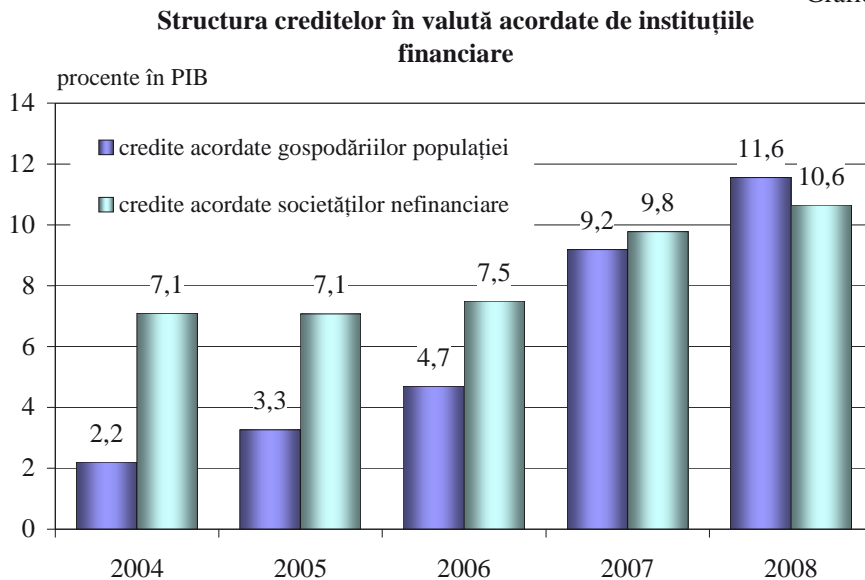
Cursul de schimb s-a apreciat atât în termeni reali, cât și în termeni nominali. În termeni nominali, de la aproximativ 4,1 lei/euro în ianuarie 2004, leul s-a apreciat la 3,1 lei/euro în iulie 2007 (aproximativ 24 procente). Alături de dominanța fiscală relativ mare și de poziția de debitor net a BNR, 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 ECE, băncile străine din România au primit resurse de la băncile-mamă din zona euro. În 2004 aproape

72 procente din pasive proveneau din zona euro și 21 procente din Marea Britanie. Între 2004 și 2008 pasivele externe ale băncilor din România au crescut de peste 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.

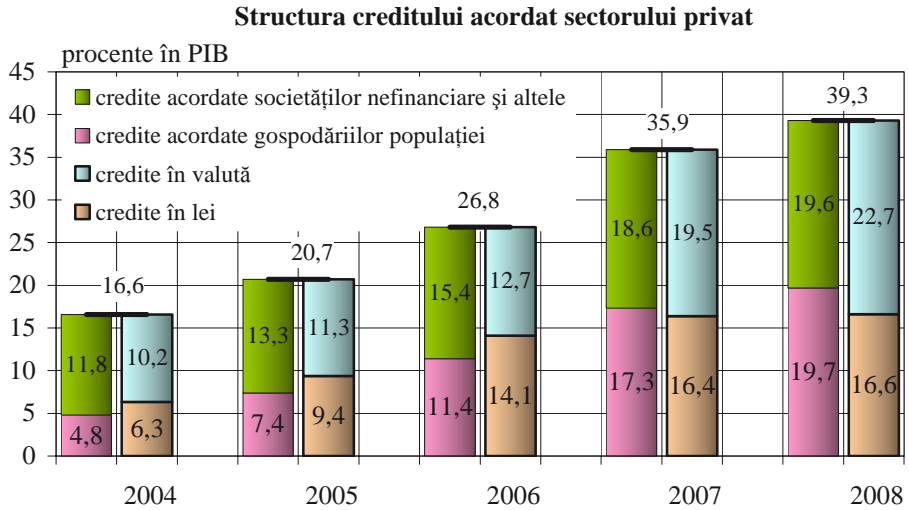
Împreună, creșterea resurselor în valută ale băncilor și aprecierea leului au stimulat comportamente exuberante privind activitatea de creditare în valută. Creditul a crescut câțiva ani la rând cu ritmuri anuale de 60-80 procente în termeni reali. Ponderea creditului în valută pentru sectorul gospodăriilor a crescut de la 2,2 procente din PIB în decembrie 2004 la 11,6 procente din PIB în 2008, adică de peste 5 ori. Totodată, ponderea creditului în valută acordat sectorului corporatist a crescut semnificativ (Grafic 3). În total, intermedierea financiară (credit acordat sectorului privat/PIB) a crescut de la 16,6 procente în 2004 la 39,3 procente în 2008 (Grafic 4).

Grafic 3



Sursa: Banca Națională a României

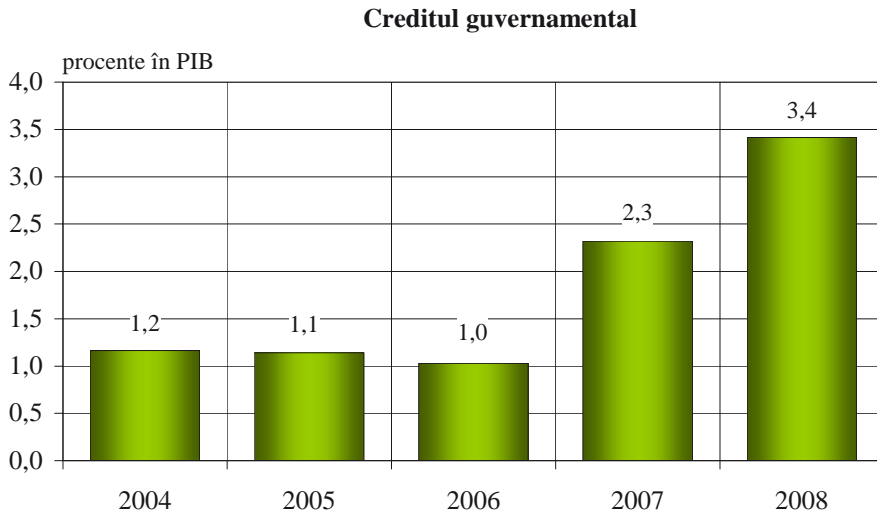
Grafic 4



Sursa: Banca Națională a României, Institutul Național de Statistică

În această perioadă, creditul guvernamental s-a situat la niveluri relativ reduse (Grafic 5).

Grafic 5

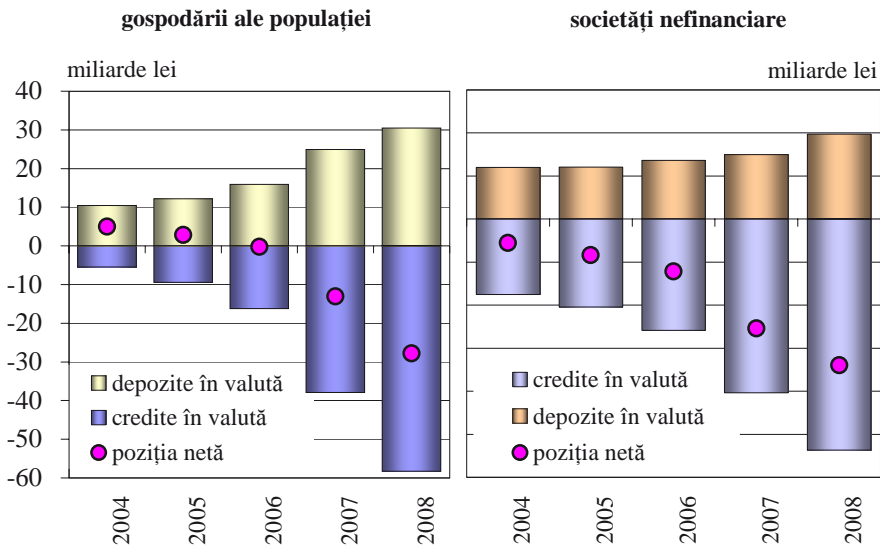


Sursa: Banca Națională a României, Institutul Național de Statistică

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 în valută și împrumuturile în valută era de aproximativ -5 miliarde lei, iar în martie 2009 această diferență era de 7 ori mai mare (-34 miliarde lei). În sectorul gospodăriilor, diferențele erau de +5 miliarde lei și, respectiv, -28 miliarde lei (Grafic 6). 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.

Depozitele și creditele în valută

Grafic 6

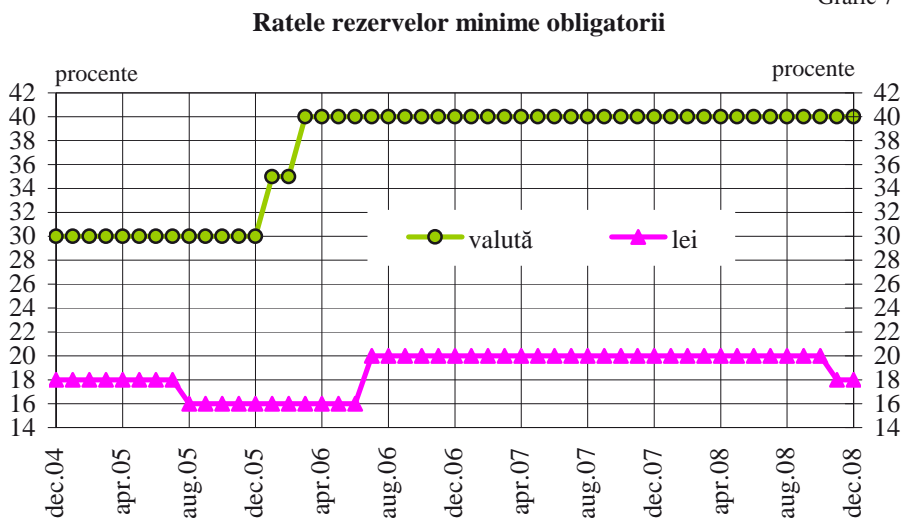


Sursa: Banca Națională a României

Aceste evoluții s-au sprijinit reciproc, astfel că între 2005 și 2007 au existat perioade în care anticipațiile inflaționiste și aprecierile 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.

Pe lângă modificarea ratei dobânzii în condițiile existenței concomitente a presiunilor pentru aprecierea monedei naționale 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 (Grafic 7). Această măsură nu a reușit să oprească intrările de capitaluri, care au găsit forme de a evita restricția. În 2006, în pofida 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 euro în 2007 și cu încă 5,8 miliarde euro în 2008. Aproximativ 75 la sută din creșterea pasivelor băncilor străine din România din perioada 2005-2008 s-a produs după creșterea RMO la 40 de procente.

Grafic 7



Sursa: Banca Națională a României

Constrângerea exercitată de intrările mari de capitaluri a fost suficient de puternică pentru a determina BNR să-și mențină opțiunea pentru regimul de flotare controlată a leului (*managed float*). Aceasta a atras critici din partea unor analiști, care au considerat că țintirea directă a inflației

adoptată în anul 2005 implică o flotare liberă a cursului pentru a evita un eventual conflict de ținte. BNR a explicat că nu va ținti un anumit nivel al cursului de schimb, ci va căuta să descurajeze mișcările acestuia spre zone nesustenabile. În consecință, în perioada 2005-2008, BNR nu a ezitat să intervină discret pe piața valutară prin cumpărări importante de valută pentru prevenirea aprecierii substanțiale și mult prea rapide a leului, care era de natură să erodeze periculos competitivitatea externă a economiei românești și să conducă la scăderea inflației, dar într-o manieră nesustenabilă.

În acest context, consider că se impune să prezint și alte argumente care au justificat politica de flotare controlată a leului.

Un motiv important pentru care BNR a efectuat cumpărări de valută a fost faptul că moneda națională s-a apreciat atât în termeni nominali, dar și reali, concomitent cu o politică salarială extrem de laxă atât în 2006, cât mai ales în 2007. În acești ani, creșterile salariale au fost superioare dinamicii productivității muncii erodând câștigurile de competitivitate acumulate anterior și contribuind, evident, la deteriorarea contului curent al balanței de plăți.

Un alt argument pe care doresc să îl menționez este cel precauționar. Așa cum s-a observat în practică, la încheierea ciclurilor de intrări de capital se produc deprecieri relativ abrupte, care pot fi evitate dacă rezervele valutare se plasează la un nivel confortabil.

Conduita prociclică a politicii fiscale, care a amplificat vulnerabilitățile asociate cu adâncirea deficitului de cont curent în perioada 2004-2008 a reprezentat un alt considerent pentru care BNR a cumpărat valută. În principiu, politica fiscală poate să atenueze unele efecte nedorite ale intrărilor mari de capitaluri sau să le sporească. Efectele sunt amplificate deoarece componentele ciclice ale PIB, intrările nete mari de capitaluri și creșterea în termeni reali a cheltuielilor bugetare se potențează 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, ambele pe deplin explicate în literatura de specialitate. 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.

În continuare, voi prezenta o analiză a tipologiei care apare în evoluția unor indicatori după ce episodul intrărilor mari de capitaluri se încheie.

3.2. Ajustarea macroeconomică după încheierea intrărilor masive de capitaluri

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 relativ mare de finanțare externă și raportul ridicat 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 reînnoi 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 condiții de minimizare a pierderilor, inclusiv în termenii ocupării forței de muncă.

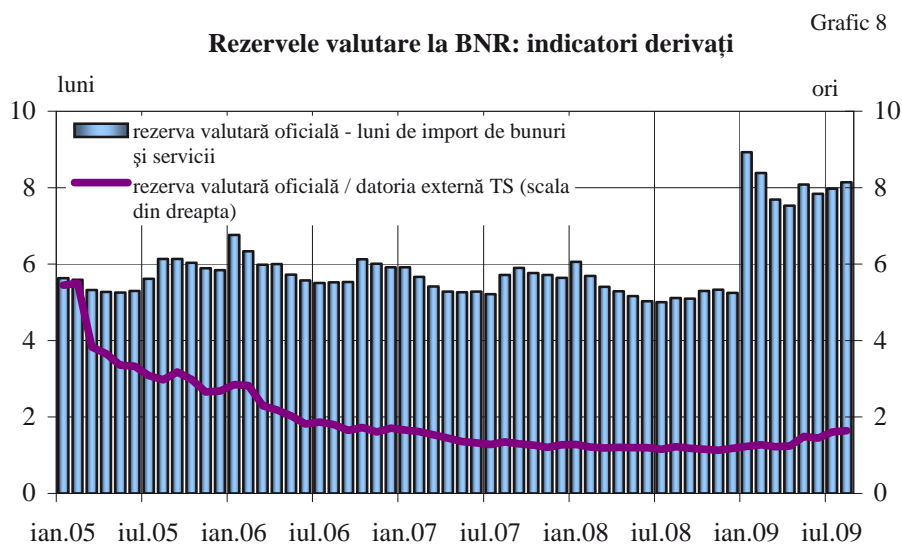
În condițiile încheierii bruște a episodului de intrări masive de capital, evoluția cursului leului a ridicat probleme deosebite. Așa cum, în trecut, intrările de valută au supraapreciat leul cu mult peste nivelul indicat de factorii fundamentali ai cursului de schimb, reducerea finanțării externe și incertitudinea au tins să determine deprecieri nejustificate ale leului.

Provocările au fost cu atât mai mari cu cât, în pofida cumpărărilor mari de valută efectuate în perioada 2005-2007, BNR a reușit doar să atenueze aprecierea nesustenabilă a leului și nu să o evite în totalitate. Mai mult, creditele în valută (Graficul 6) au avut o dinamică susținută și o eventuală depreciere rapidă și excesivă a leului ar fi creat efecte negative în lanț la nivelul sistemului bancar.

În consecință, în acest context nou, politica băncii centrale privind intervențiile pe piața valutară a fost ghidată de filozofia conform căreia o volatilitate înaltă a cursului de schimb este dăunătoare atât pentru obiectivul privind inflația, cât și pentru sănătatea sectorului real și a celui financiar. O economie emergentă de dimensiuni mici și cu un grad semnificativ de deschidere este expusă permanent pericolului unor mișcări de capital cu potențial destabilizator la nivelul pieței financiare, mai ales al celei valutare.

Intervențiile valutare au avut în vedere, în primul rând, ca o depreciere excesivă a monedei naționale să fie evitată, iar nivelul deprecierii și pasul acesteia să fie corelate cu progresele înregistrate în ajustarea contului curent. În vederea atingerii acestui obiectiv, banca centrală a urmărit evoluția cursului de schimb real efectiv, în corelație cu presiunile la adresa competitivității externe ce decurg din derularea negocierilor salariale.

În al doilea rând, intervențiile valutare au fost calibrate în funcție de evoluția rezervelor valutare. Rezervele valutare acumulate în urma intervențiilor din perioada de supraapreciere, la care s-au adăugat sumele primite în contextul acordului de finanțare convenit cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale, au permis băncii centrale să intervină în sprijinul monedei naționale; în pofida intervențiilor efectuate, rezervele oficiale s-au menținut permanent la un nivel confortabil. Banca centrală are în vedere nu doar valoarea absolută a rezervelor valutare, ci și indicatorii derivați: rezerva valutară exprimată în luni de importuri de bunuri și servicii și raportul dintre rezerva valutară și datoria externă pe termen scurt au rămas la nivelurile anterioare sau au cunoscut îmbunătățiri (Grafic 8).



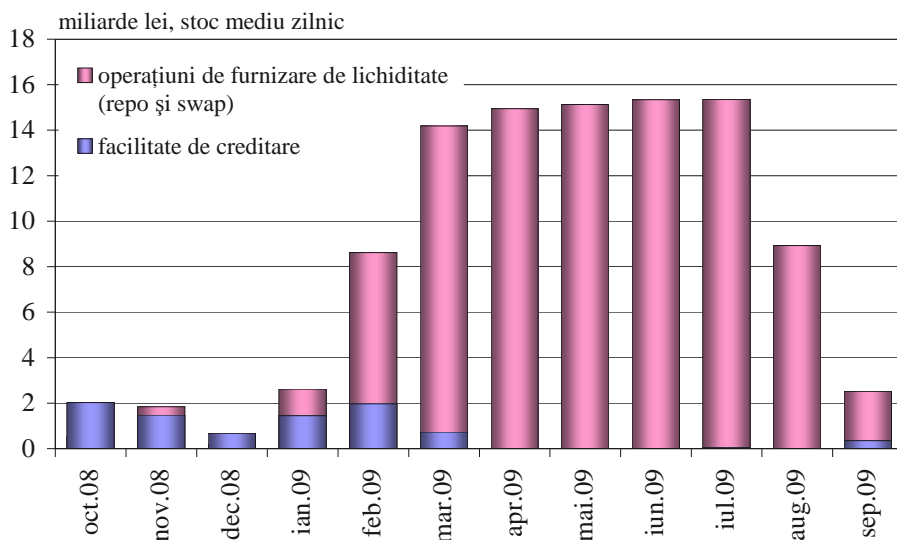
Sursa: Banca Națională a României, Institutul Național de Statistică

În al treilea rând, mărimea și momentul intervențiilor au fost legate și de controlul lichidității pe piața monetară, în condițiile în care finanțarea deficitului bugetar s-a realizat, în anumite perioade, într-o măsură semnificativă prin utilizarea sumelor primite în contextul acordului de finanțare cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale. BNR a

furnizat lichiditate băncilor prin intermediul operațiunilor de piață (Grafic 9), după ce în anii anteriori, pe fondul excedentului de lichiditate generat de intrările mari de capital, se aflase în postura de debitor net față de sistemul bancar. Recursul la intervenția valutară în acest scop a fost motivat de încercarea de a evita inversări temporare ale poziției BNR de creditor față de sistemul bancar, care ar fi fost de natură să creeze probleme la nivelul mecanismului de transmisie a politicii monetare.

Operațiuni de furnizare de lichiditate

Grafic 9



Sursa: Banca Națională a României

În consecință, se poate afirma că intervențiile valutare au fost utile nu doar pentru menținerea cursului de schimb într-un interval compatibil cu fundamentele macroeconomice, ci și pentru gestionarea optimă a lichidității pe piața monetară.

Opțiunea BNR nu a fost singulară, regimul de flotare controlată a monedei naționale fiind practicat și de alte bănci centrale, iar importanța intervențiilor valutare în instrumentarul acestora majorându-se după declanșarea crizei financiare globale. Băncile centrale ale țărilor din Europa Centrală și de Est cu regim de curs flexibil – Cehia, Polonia, România și

Ungaria – s-au pronunțat explicit, într-o declarație comună din februarie 2009, împotriva acceptării unei depreciere excesive a monedelor locale – nejustificată în raport cu fundamentele economice și de natură să creeze mișcări destabilizatoare – și s-au angajat să intervină pentru a o combate. Evoluția cursului de schimb al monedelor acestor țări este prezentată în Figura II.

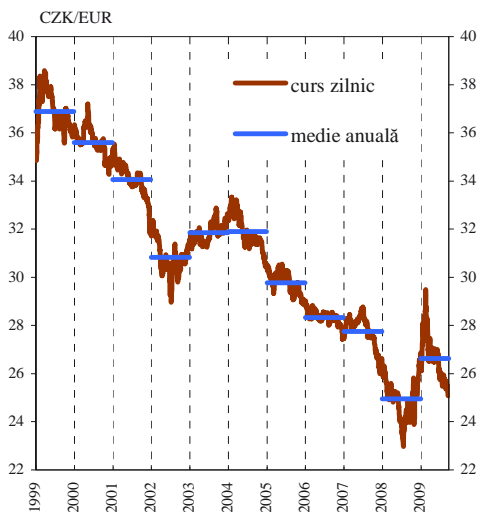
Dacă nivelul relativ ridicat al pasivelor externe din aceste țări face o depreciere excesivă indezirabilă, având în vedere pericolul pe care îl implică asupra stabilității sistemului financiar, în alte economii deprecierea este dorită de autorități, date fiind efectele favorabile asupra competitivității externe. Aceste din urmă țări se confruntă în anul 2009 cu intrări de capital generatoare de presiuni de apreciere, iar multe dintre ele au ales să intervină pentru a contracara aceste presiuni. În acest sens pot fi amintite intervențiile masive efectuate de Banca Națională a Elveției și devalorizarea dolarului singaporez din primăvara anului 2009, intervențiile sistematice ale Băncii Israelului și intervențiile concertate ale băncilor centrale din Thailanda, Coreea de Sud, Singapore și Filipine.

În cazul economiei românești, 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 cursului de schimb, cu efecte negative asupra inflației și implicit asupra activelor financiare ale populației denominate în lei. Alte ajustări, cum ar fi diminuarea cheltuielilor publice, inclusiv a celor cu salariile, în condițiile în care în timpul ciclului de intrări mari de capitaluri acestea ajunseseră la niveluri nesustenabile, ar fi purtat marca unei credibilități reduce. În acest context, acordurile cu UE și cu FMI au furnizat două elemente esențiale pentru economia românească: acoperirea deficitului de finanțare externă și credibilitate.

Figura II

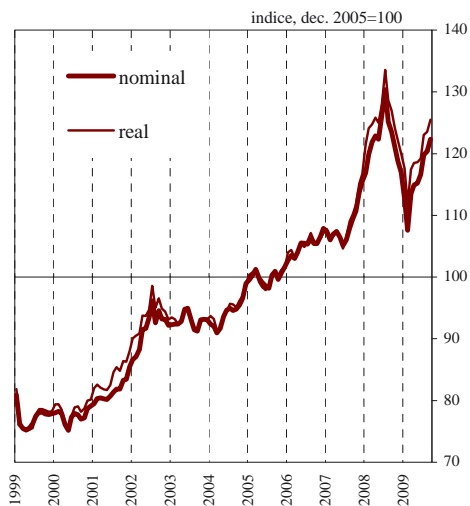
CEHIA

curs de schimb nominal față de euro



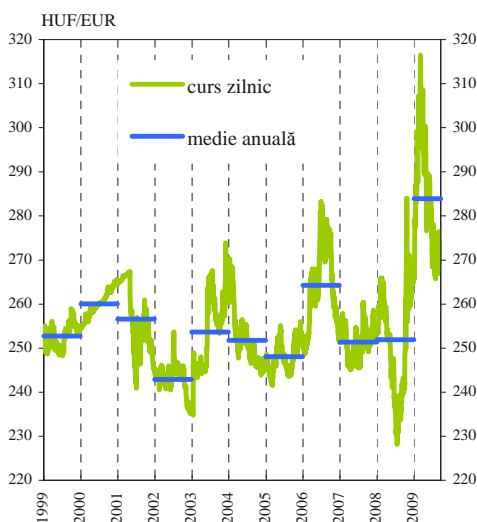
curs de schimb efectiv

(+) apreciere / (-) depreciere



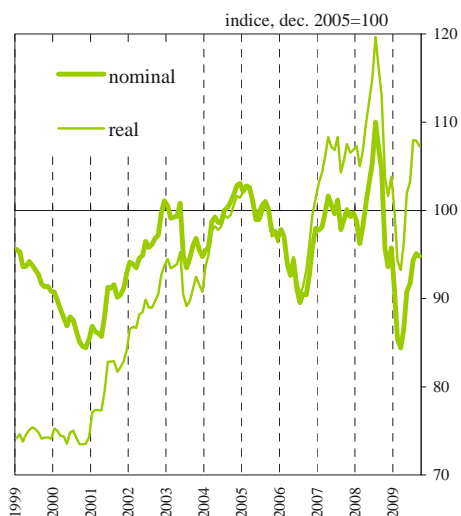
UNGARIA

curs de schimb nominal față de euro



curs de schimb efectiv

(+) apreciere / (-) depreciere

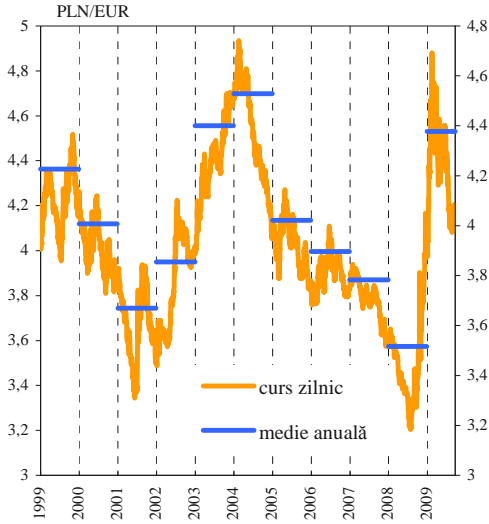


Sursa: BCE, BRI

Figura II (continuare)

POLONIA

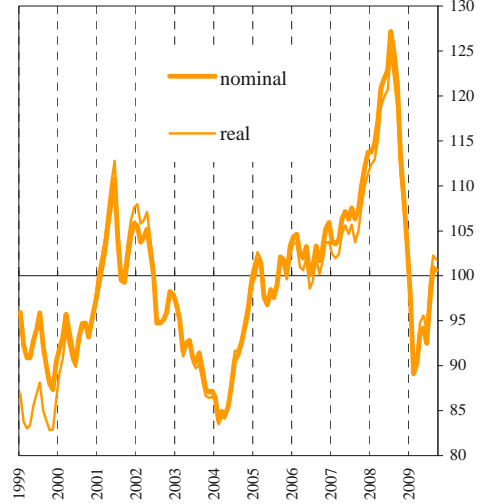
curs de schimb nominal față de euro



curs de schimb efectiv

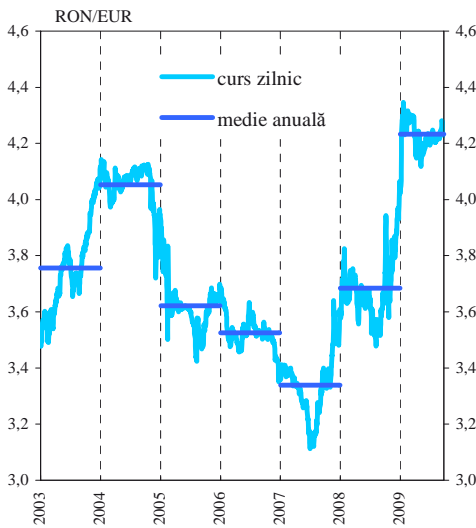
(+) apreciere / (-) depreciere

indice, dec. 2005=100



ROMÂNIA

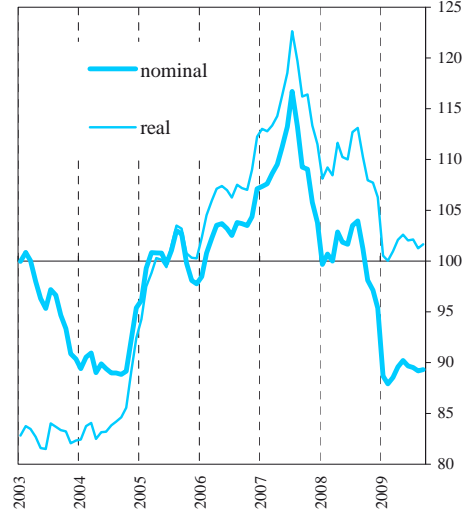
curs de schimb nominal față de euro



curs de schimb efectiv

(+) apreciere / (-) depreciere

indice, dec. 2005=100



Sursa: BCE, BRI

Importul de credibilitate de la UE și FMI a 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: investiții relativ mai mari comparativ cu situația în care nu s-ar fi încheiat acordurile; atenuarea deprecierei și temperarea volatilității cursului de schimb al leului în raport cu euro și alte valute; semnarea 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 asigurătorii. În ceea ce privește evoluția viitoare a cursului real efectiv al monedei naționale, este de dorit stabilizarea acestuia în jurul unui nivel compatibil cu un deficit de cont curent ce poate fi acoperit confortabil prin investiții străine directe.

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 centrale să treacă la relaxarea prudentă a politicii monetare, ceea ce va atenua panta de scădere a PIB, fără amplificarea presiunilor inflaționiste. Evoluțiile anticipate ale PIB, inflației și deficitului de cont curent, prezentate în Figura III, sunt asemănătoare cu profilurile traiectoriilor prezentate în Figura I.

Figura III

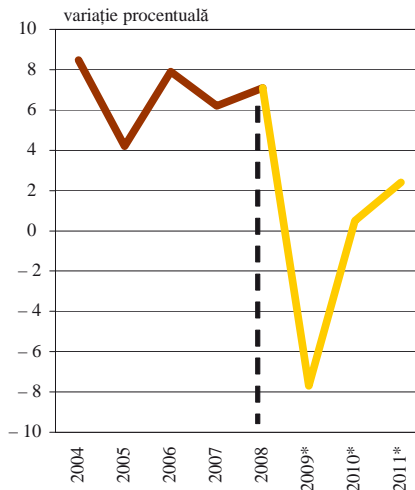
**1. Deficitul contului curent*
(% în PIB)**



*) include profitul reinvestit **) prognoză

Sursa: Banca Națională a României,
Institutul Național de Statistică,
Comisia Națională de Prognoză

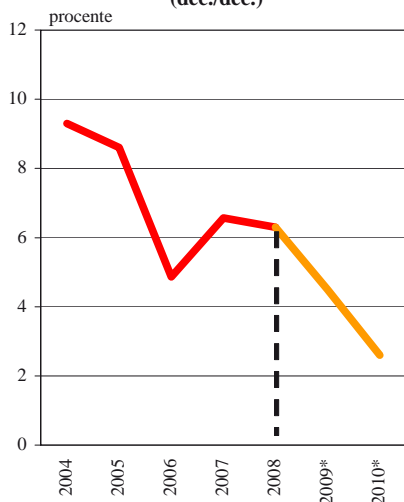
2. PIB real



*) prognoză

Sursa: Institutul Național de Statistică,
Comisia Națională de Prognoză

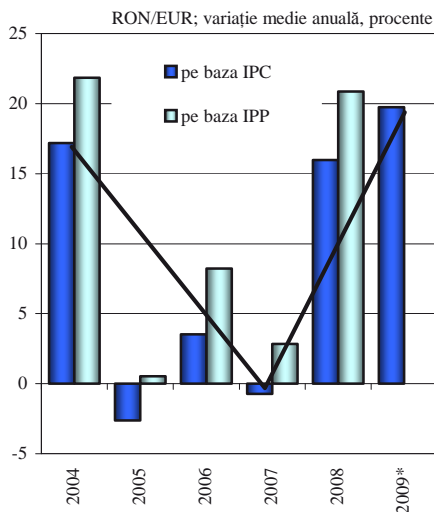
**3. Rata inflației
(dec./dec.)**



*) prognoză

Sursa: Institutul Național de Statistică,
Banca Națională a României

4. Curs de schimb real



(-) apreciere / (+) depreciere *) prognoză

Sursa: Banca Națională a României,
Institutul Național de Statistică,
Comisia Națională de Prognoză

Bibliografie

- Backé, Peter,
Égert, Balasz, and
Zumer, Tina “*Credit Growth in Central and Eastern Europe:
New Overshooting Stars?*”, ECB Working Paper
No. 687, 2006
- Bekaert, Geert, Harvey,
Campbell R. and
Lundblad, Christian “*Does Financial Liberalization Spur Growth?*”,
NBER, Calet de studii nr. 8245, 2001
- 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 Meija, L.F. “*On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance
of Balance Sheet Effects*”, NBER Working Paper,
No. 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.
- Edwards, Sebastian “*Capital Flows and Economic Performance: Are
Emerging Economies Different?*”, NBER Working
Paper No. 8076, 2004.

Isărescu, Mugur

„Probleme ale politicii monetare într-o țară emergentă. Cazul României”, discurs de recepție cu ocazia primirii ca membru corespondent al Academiei Regale de Științe Economice și Financiare din Spania, Barcelona, 21 februarie 2008.

„Criza financiară internațională și provocări pentru politica monetară din România”, disertație susținută cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității „Babeș Bolyai”, Cluj-Napoca, 25 februarie 2009.

„Nouă lecții din actuala criză financiară”, discurs susținut cu ocazia dezbaterii „Ce putem învăța din actuala criză economică?”, organizată de Secția de Științe Economice, Juridice și Sociologie a Academiei Române, împreună cu Institutul Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu” și Comitetul Național Român „Grupul de reflecție E.S.E.N.”, București, 14 aprilie 2009.

„Finanțare și ajustare în economia României”, disertație susținută cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității Alexandru Ioan Cuza, Iași, mai 2009.

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.

Rato, Rodrigo

“Keeping the Train on the Rails: How Countries in the Americas and Around the World Can Meet the Challenges of Globalization”, discurs susținut la „International Economic Forum of the Americas Conference of Montreal”, Canada, 18 iunie 2007b.

- Reinhart, M. Carmen,
and
Reinhart, R. Vincent *“Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”*, NBER Working Paper, No. 14321, September 2008.
- Sebastian, Weber, and
Wyplosz, Charles *“Exchange Rates during the Crises”*, World Bank, Policy Research Working Paper, No. 5059, September 2009.
- Solans, Eugenio
Domingo *“How should Monetary Policy Makers Respond to the New Challenges of Global Economic Integration?”*, discurs susținut la Simpozionul „Global Economic Integration: Opportunities and Challenges”, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2000.
- Stiglitz, E. Joseph *“Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”*, World Development 98, 2000.