

**IMPACTUL LIBERALIZĂRII CONTULUI DE CAPITAL
ȘI ȚINTIRII DIRECTE A INFLAȚIEI ASUPRA CURSULUI
REAL DE SCHIMB AL LEULUI ROMÂNESC**

Diana SADOVEANU

Doctorandă, Universitatea ”Alexandru Ioan Cuza”, Iași, România

This paper examines the influence of the capital flows on the real exchange rate of the Romanian leu. Many studies which analysed the fundamental determinants of the exchange rate of leu, showed that the appreciation of the currency before the financial crises from the last years was due to the manifestation of the Harrod-Balassa-Samuelson effect. In our study we showed that rather the financial account contributed to the real convergence of the Romanian economy and determined the movements of the real exchange rate of leu.

Keywords: *capital flows, real exchange rate, Harrod-Balassa-Samuelson effect, inflation*

Introducere

Având în vedere perspectiva intrării în ERM II și fixarea unei parități centrale a cursului de schimb față de moneda euro, în ultimii ani pentru țările din Europa Centrală și Est au fost elaborate o serie de studii, prin care s-a încercat identificarea factorilor economici fundamentali de influență asupra cursului real de schimb și determinarea unui curs de schimb de echilibru al monedelor naționale (Rawdanowicz [12], Alberola [1], Goyeau and Albuлесcu [2], Beguna [5]).

În majoritatea studiilor a fost arătat că efectul Harrod-Balassa-Samuelson (HBS) a determinat în cea mai mare parte evoluția cursului real de schimb la nivelul perioadei analizate. Efectul HBS a fost introdus de către Balassa și Samuelson în 1964 și presupune că în țările cu o rată ridicată de creștere a productivității muncii va exista o tendință de apreciere a cursului de schimb al monedei naționale.

Pentru România, Égert [9], Dumitru [8], Dedu și Dumitrescu [7] au arătat că efectul HBS a avut implicații importante asupra evoluției cursului de schimb real al leului românesc.

Însă, în cele ce urmează voi încerca să demonstrez că și procesul de liberalizare a contului de capital a avut implicații importante asupra aprecierii cursului real de schimb al leului.

Procesul de liberalizare a fluxurilor de capital și evoluția poziției internaționale

Procesul de liberalizare a fluxurilor de capital a demarat în România în anul 1991 prin adoptarea Legii investițiilor străine (nr. 35/1991). Însă, progrese importante pe calea liberalizării complete a contului de capital au avut loc mai târziu, în perspectiva integrării României în Uniunea Europeană.

Liberalizarea contului de capital a fost una graduală, realizată în trei etape. În prima etapă au fost liberalizate investițiile directe și imobiliare și mișcările capital cu caracter personal (2001). A doua etapă (2002-2004) a presupus liberalizarea fluxurilor de capital legate de derularea contractelor de asigurare, admiterea valorilor mobiliare străine pe piața de capital și achiziționarea de către rezidenți a valorilor mobiliare străine. Ultima etapă a presupus autorizarea accesului nerezidenților la depozitele bancare la termen în lei, la piața titlurilor de stat și la instrumentele pieței monetare. [3] După cum putem observa, s-a urmărit realizarea unei liberalizări prudentiale, mai întâi fiind liberalizate investițiile străine directe și ulterior investițiile de portofoliu, pentru a preveni crearea unor dezechilibre importante la nivelul economiei naționale.

Intrările masive de capital străin în România au avut loc începând cu anul 2004.

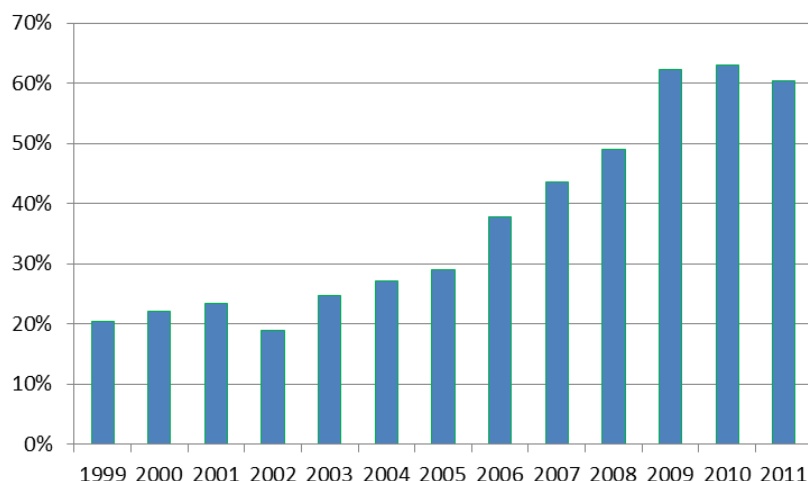


Fig. 1. Evoluția poziției investiționale internaționale nete (% în PIB)

Sursa: prelucrare autor după date Eurostat

După cum putem observa și din figura de mai sus, ponderea stocului de capital străin în PIB a cunoscut un ritm accelerat de creștere în perioada anilor 2004-2009, ulterior urmând o perioadă de scădere în următorii doi ani, pe fundalul crizei financiare internaționale.

Ponderea cea mai mare din volumul total al intrărilor de capital străin a revenit investițiilor străine directe, acestea având două maxime în 2006 și 2008 de aproximativ 9 miliarde de euro, reprezentând în cea mai mare parte participății la capital ale nerezidenților.

Volumul investițiilor străine de portofoliu a fost relativ redus, o creșterea a acestora fiind semnalată din 2009, pe fundalul crizei financiare internaționale.

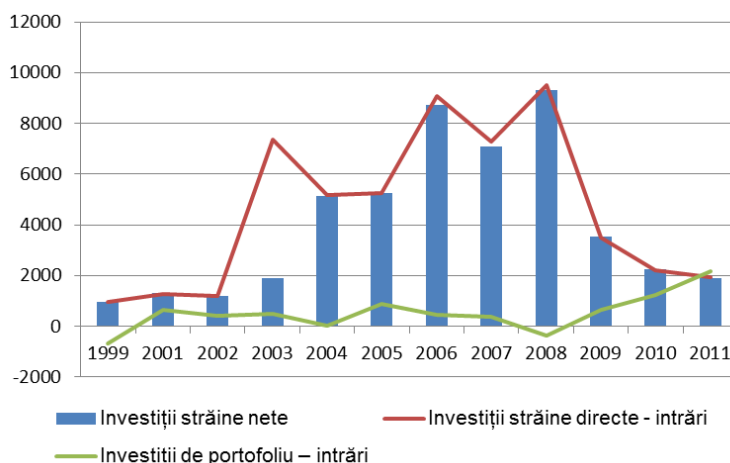


Fig. 2. Evoluția compoziției investițiilor străine (mln. euro)

Sursa: prelucrare autor după date Eurostat

Premisele unor intrări abundente de capital străin în țară au fost create nu doar de liberalizarea contului de capital, dar și de îmbunătățirea performanțelor economiei românești, de ratele dobânzilor mai ridicate comparativ cu media țărilor dezvoltate, de decalajul între economii și investiții și de existența unei lichidități abundente la nivelul țărilor dezvoltate.

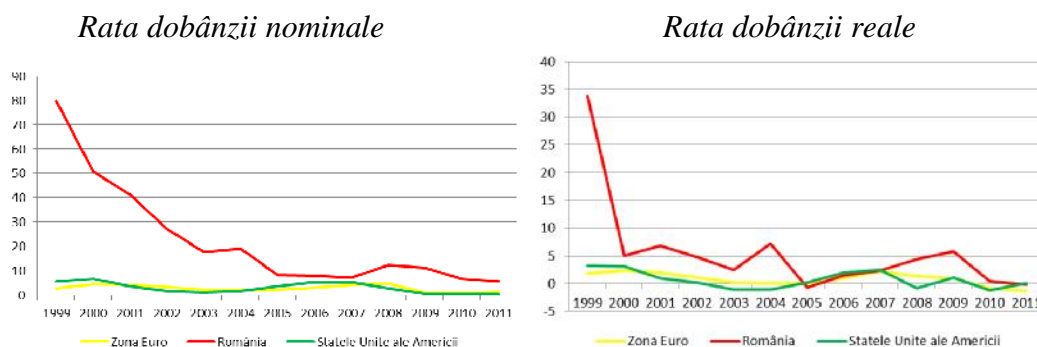


Fig. 3. Evoluția ratelor de dobândă nominală și reale interbancare cu scadența de 3 luni (%)

Sursa: prelucrare autor după date Eurostat

După cum putem observa din figura de mai sus, în perioada anilor 1999-2004 a existat un decalaj substanțial între ratele de dobândă atât nominale, cât și reale, practicate în România și media Zonei Euro sau SUA. O aliniere între ratele de dobândă a avut loc în perioada 2005-2007: pentru a descuraja intrările de capital străin, banca centrală a practicat o politică de reducere a ratelor de dobândă.

De asemenea, în perioada premergătoare intrărilor masive de capital în țară (2003-2004), economia românească a înregistrat performanțe considerabile. Rata de creștere a produsului național a fost peste media țărilor din zona euro și SUA. Datoria externă brută n-a depășit limita de 15% în PIB, iar deficitul balanței contului curent de 10% în PIB. De asemenea rata anuală a inflației, măsurată pe baza indicelui de consum și pe baza deflatorului PIB, a avut un trend descrescător, fiind înregistrate progrese substanțiale în procesul de dezinflație, rata inflației scăzând de la 45,80 % (calculată pe baza IPC) și 47,76 % (calculată pe baza deflatorului PIB) în 1999, la 15,27% și respectiv, 23,8 % în 2003 și 11,87% și 15,04% în 2004.

Evoluții înregistrate în perioada intrărilor masive de capital străin

Dat fiind faptul că adâncimea financiară a economiei românești, măsurată ca pondere a agregatului monetar M3 în PIB, s-a situat în jur de 28%, comparativ cu nivelul de 71,76% în SUA, 40% Polonia, 54% Cehia și 48% în Ungaria, efectele intrărilor masive de capital străin au fost semnificative și nu s-au lăsat mult așteptate. Astfel, în perioada intrărilor masive de capital (2004-2007), cursul de schimb al leului față de dolarul american și euro a cunoscut o apreciere, atât în termeni nominali, cât și reali, după cum putem observa și din figura de mai jos.

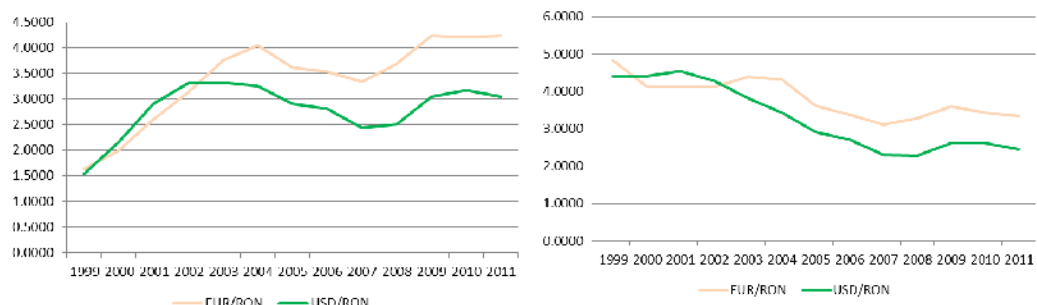


Fig. 4. Evoluția cursului de schimb nominal și real al leului românesc față de moneda euro și dolarul american

Sursa: prelucrare autor după date UNECE

După cum au constatat Calvo, Leiderman și Reinhart [6], aprecierea cursului de schimb în perioada intrărilor masive de capital străin poate fi pusă pe seama unei creșteri a prețurilor activelor locale și a cererii agregate pentru bunurile comercializabile și necomercializabile.

După cum am arătat mai sus, în perioada 2004-2007 a avut loc o creștere considerabilă a volumului intrărilor investițiilor străine directe în România. În mare parte aceste investiții au fost orientate către sectoarele bunurilor comercializabile ale economiei, sporirea acestora fiind benefică prin prisma suplinirii deficitului de economisire necesar finanțării investițiilor în sectoarele respective și creșterea productivității muncii ca urmare a importurilor de tehnologii noi și "know-how" și sporirea capacităților productive. Având în vedere manifestarea efectului Harrod-Balassa-Samuelson, o creștere a productivității muncii la nivelul sectorului bunurilor comercializabile, va determina o ajustare și la nivelul sectorului bunurilor necomercializabile, având loc o creștere a prețurilor la nivelul acestui sector, care va exercita presiuni asupra creșterii inflației și aprecierii cursului real de schimb al monedei naționale. Creșterea prețurilor la nivelul sectorului bunurilor necomercializabile a fost alimentată și de investițiile de portofoliu care, spre deosebire de investițiile străine directe, au sporit cererea pentru bunuri din toate sectoarele economiei, nu doar cel al bunurilor comercializabile.

Aprecierea cursului de schimb real al leului a fost determinată și de expansiunea creditului în valută.

Datorită unei refinanțări mai ieftine din exterior a băncilor, a scăzut costul creditului în valută, fiind stimulată activitatea de creditare în valută pe piața internă. Accesul mai facil la finanțare a stimulat atât consumul productiv, investițiile, cât și consumul neproductiv. Ca urmare a creșterii cererii pe piață a avut loc o creștere și a prețurilor activelor. La rândul său, creșterea prețului activelor a sporit averea potențialilor debitori, care putea fi utilizată ca colateral pentru obținerea de noi finanțări. Astfel, în perioada intrărilor masive de capital în țară a existat un circuit continuu de stimulare reciprocă între creșterea consumului, investițiilor, prețului activelor și expansiunea activității de creditare, care ulterior a afectat negativ stabilitatea economică și financiară a economiei românești.

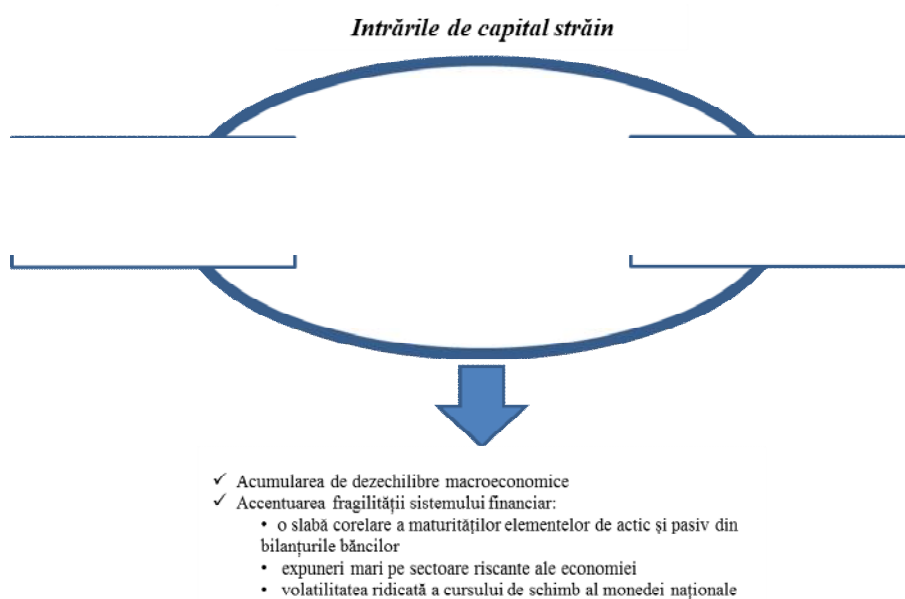


Fig. 5. Implicații macroeconomice ale intrărilor de capital străin

Sursa: prelucrare autor

Creșterea cererii de credite în valută a stimulat băncile să obțină noi finanțări pe piața externă, acestea devenind din ce în ce mai dependente de finanțarea externă, având loc o creștere a dezechilibrelor între structura activelor și pasivelor din punct de vedere al maturității și a valurilor în care au fost constituite, fiind expuse riscului valutar și de lichiditate. De asemenea, în căutarea de profituri noi, băncile și-au extins expunerile și în sectoarele cu un risc relativ ridicat ale economiei, acumulând portofolii importante de credite neperformante în perioada crizei financiare internaționale.

În urma unei creșteri semnificative a cererii agregate a apărut riscul unei supraîncălziri a economiei naționale și de creștere a inflației. Pe de o parte aprecierea cursului de schimb al leului era benefică pentru obiectivul țintirii directe a inflației, însă o apreciere semnificativă succesivă putea afecta negativ competitivitatea externă a țării și putea stimula intrări mai mari de capital străin în țară. Astfel, în aceste condiții banca centrală a promovat o politică prudentială, de apreciere sustenabilă a cursului de schimb, corelată cu evoluția competitivității muncii prin intervenții pe piața valutară, cu scopul evitării unei aprecieri excesive a leului și sterilizarea excesului de lichiditate de pe piața monetară, creat ca urmare a intervențiilor în valută. De asemenea pentru a tempera presiunile inflaționiste, banca centrală a recurs la majorarea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută. Pentru pasivele în valută banca centrală a majorat gradual rata rezervelor minime obligatorii, de la 20% (2002) la 40% în 2006, iar pentru pasivele în lei de la 16% la 20% în semestrul doi al anului 2006.

De asemenea, pentru a descuraja intrările de capital străin, în perioada 2005-2007, banca centrală a promovat și o politică de aliniere a dobânzilor față de media ratelor de dobândă din străinătate, după cum putem observa și din figura 3.

Ajustarea economiei după încheierea intrărilor masive de capital străin

Ajustarea economiei românești după încheierea intrărilor masive de capital străin în țară (2008-2009) a urmat în mare scenariul propus de către Reinhart și Reinhart [13]: a avut loc o creștere a inflației, scăderea ratei de creștere a produsului național, o depreciere a cursului real de schimb și o scădere la nivelul deficitului balanței contului curent.

În condițiile în care intrările masive de capital s-au încheiat, ca urmare a unui sentiment de neîncredere în rândul investitorilor străini, creat de manifestarea crizei financiare internaționale, evoluția cursului de schimb al leului a ridicat probleme deosebite, având în vedere dezechilibrele apărute la nivelul sectorului financiar și procesul de ajustare a economiei reale.

Cu toate că în perioada intrărilor masive de capital străin în țară banca centrală a intervenit activ pe piața valutară pentru a preveni o apreciere nesustenabilă a leului românesc, totuși a avut loc o supraevaluare a monedei naționale, comparativ cu nivelul de echilibru dat de factorii economici fundamentali. Odată cu reducerea intrărilor de capital în țară și amplificarea incertitudinii pe piață, a apărut riscul unei deprecieri semnificative și nejustificate a leului. Pentru banca centrală provocările erau cu atât mai mari, cu cât o depreciere semnificativă a leului ar putea crea dezechilibre importante la nivelul sistemului bancar, datorită unei expansiuni semnificative a creditului în valută în perioada premergătoare. [10]

De asemenea o depreciere semnificativă a leului ar putea pune în pericol îndeplinirea obiectivului stabilității prețurilor.

Astfel, intervențiile băncii centrale pe piața valutară au fost corelate cu atingerea următoarelor obiective: evitarea unei deprecieri nesustenabile a leului, care ar putea pune în pericol sectorul real și financiar al economiei, corelarea intervențiilor valutare cu stocul de rezerve oficiale disponibil, la care s-au adăugat și finanțările obținute de la FMI și UE și controlul lichidității pe piața monetară.

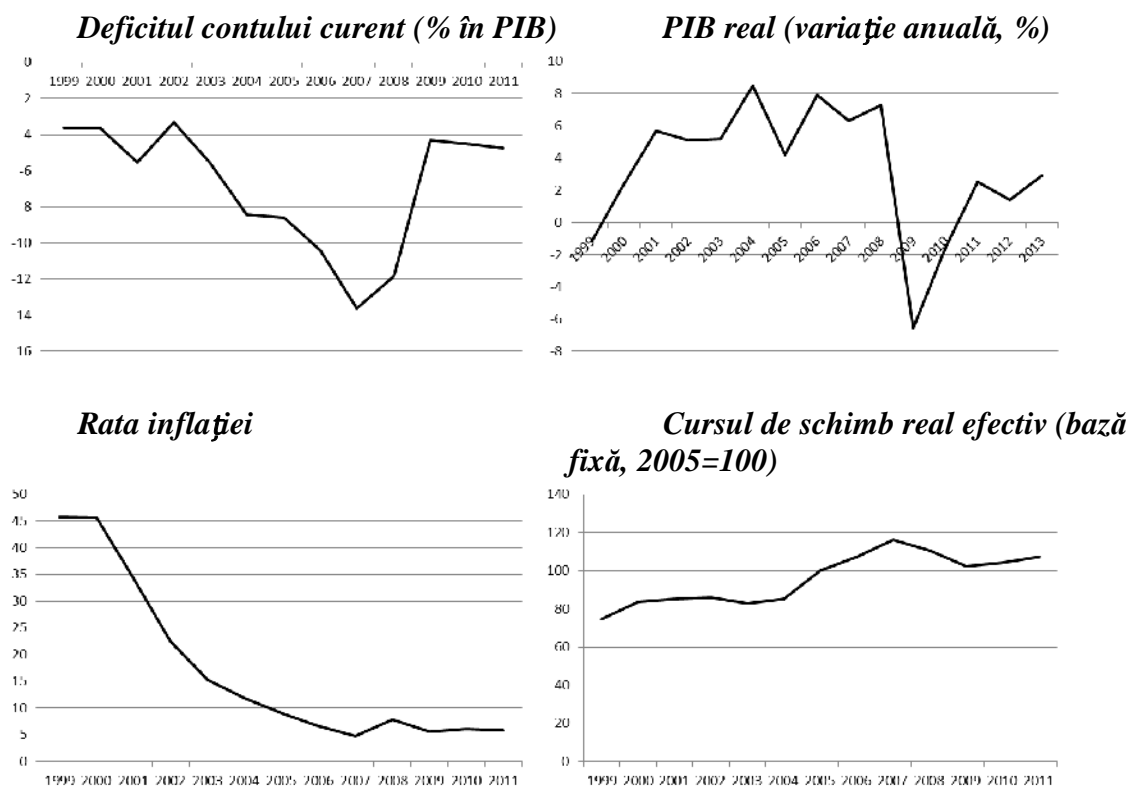


Fig. 6. Evoluția contextului macroeconomic

Sursa: prelucrare autor după date World Bank

Concluzii

Din cele expuse am putut constata că la nivelul perioadei analizate în studiu, procesul de liberalizare a contului de capital a influențat semnificativ evoluția cursului real de schimb a leului. Astfel, pe de o parte, intrările masive de capital străin în țară au contribuit la creșterea productivității muncii și la dezvoltarea sectorului productiv având ca efect o apreciere pe termen lung a leului, ca urmare a manifestării efectului Harrod-Balassa-Samuelson. Însă, pe de altă parte, intrările de capital străin au avut și efecte destabilizatoare asupra cursului real de schimb al leului, mai ales în perioada crizei financiare internaționale, determinând o depreciere a leului, având în vedere contribuția lor ridicată la creșterea fragilității economice și financiare a economiei românești în perioada premergătoare. Astfel, intrările de capital străin devin o adevărată provocare pentru factorii de decizie din țara beneficiară din perspectiva promovării unei politici valutare și monetare sustenabile, mai ales în contextual unei țintiri directe a inflației.

Referințe bibliografice:

1. Alberola, E. (2003): Misalignment, Liabilities, Dollarization And Exchange Rate Adjustment in Latin America, *EconWPA International Finance Series*, no. 0507005.
2. Albulescu, C.T.; Goyeau, D. (2011): Estimation of equilibrium exchange rate in CEECs: a rolling window approach, *Economics Bulletin*, vol. 31(2), pp. 1212-1222.
3. Altar, M., Albu, L., Dumitru, I., Necula, C. (2005), Impactul liberalizării contului de capital asupra cursului de schimb și a competitivității economiei românești, *Institutul European din România – Studii de impact (PAIS III)*, nr. 2.
4. Balassa, B. (1964): The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal, *Journal of Political Economy*, vol. 72, pp. 584-96.
5. Beguna, A. (2002) Competitiveness and the Equilibrium Exchange Rate in Latvia, *EuroFaculty Working Paper in Economics*, no. 16.
6. Calvo, G.A.; Leiderman, L.; Reinhart, C.M. (1993) Capital Inflows and Real Exchange Rate appreciation in Latin America: The Role of External Factors, *IMF Staff Papers*, vol. 40, nr.1, p.108-51.

7. Dedu, V.; Dumitrescu, B.A. (2010): The Balassa-Samuelson Effect in Romania, *Romanian Journal of Economic Forecasting*, vol. 13(4), pp. 44-53.
8. Dumitru, I. (2008): Efectul Balassa-Samuelson in Romania, *Romania in Uniunea Europeana*, no. 36, pp. 11-46.
9. Egert, B. (2005): Balassa-Samuelson Meets South Eastern Europe, the Cis and Turkey: A Close Encounter of the Third Kind?, *The European Journal of Comparative Economics*, vol. 2 (2), pp. 221-243.
10. Isărescu, M. C. (2009) Finanțarea dezechilibrului extern și ajustarea macroeconomică în condițiile crizei financiare – cazul României, Banca Națională a României – Studii.
11. Jazbec, B. (2002): Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies: The Case of Slovenia, *Williamson Davidson Institute Working Paper Series*, no. 507.
12. Rawdanowicz, L. (2002): Poland's Accession to EMU – Choosing the Exchange Rate Parity, *CASE Network Studies and Analyses*, no. 0247.
13. Reinhart, C.M.; Reinhart, V.R. (2008) Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present, *NBER Working Paper*, nr. 14321.
14. Samuelson, P. (1964): Theoretical notes on trade problems, *Review of Economics and Statistics*, vol. 46(2), pp. 145-154.