



Leonardo BADEA

POLICY PAPER

**Necesitatea acomodării sustenabile
a fluxului în creștere de capital
în țările cu economii emergente**

**Institutul pentru
Dezvoltare și
Inițiative Sociale
"Viitorul"**

**Iulie
2020**





www.viitorul.org

Opiniile exprimate aparțin autorului. Administrația IDIS „Viitorul” și Consiliul Administrativ al Institutului pentru Dezvoltare și Inițiative Sociale „Viitorul” nu poartă răspundere pentru estimările și opiniile prezentate în cadrul acestei publicații.

Orice utilizare a unor extrase ori opinii ale autorului acestei publicații trebuie să conțină referință la IDIS „Viitorul”.

ADRESA DE CONTACT:

Institutul pentru Dezvoltare și Inițiative Sociale „Viitorul”

str. Iacob Hîncu 10/1, mun. Chișinău, MD-2005, Republica Moldova

Telefon: (373-22) 22 18 44

Fax: (373-22) 24 57 14

www.viitorul.org

NECESITATEA ACOMODĂRII SUSTENABILE A FLUXULUI ÎN CREȘTERE DE CAPITAL ÎN ȚĂRILE CU ECONOMII EMERGENTE



Autor:

Leonardo Badea

Profesor universitar, doctor

Membru al Consiliului de administrație și viceguvernator al
Băncii Naționale a României

A fost deja afirmat și demonstrat că criza actuală are caracteristici și implicații diferite, decât alte crize în trecut. Suntem în mijlocul unei pandemii/crize medicale care evoluează într-o criză economică și, posibil, chiar în una financiară. Pachetele financiare și măsurile anti-criză luate atât de către state, cât și de către instituțiile europene și cele internaționale sunt necesare și utile, însă nu duc la soluționarea problemei.

Testul pentru unitatea Europei în fața unei catastrofe a secolului, urmat rapid de dovezi clare și precise de solidaritate, a luat forma unei mobilizări masive între națiuni și a dus la inițierea unor programe de suport economic nemaivăzut.

Ne aflăm într-o situație de auto-învățare. Este foarte dificil de știut de la început, care vor fi rezultatele măsurilor economice (poate asta este exact provocarea domeniului economic), dar probabil vom descoperi pe parcurs ce tip de acțiuni lucrează în anumite circumstanțe (la fel cum vom descoperi vaccina potrivită sau tratamentul indicat împotriva virusului). De asemenea, este adevărat că există discrepanțe în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al economiilor țărilor europene, unele dintre ele fiind afectate diferit (mai tare) și sunt nevoite să-și soluționeze problemele structurale apărute încă înainte de criză (în același mod precum boala se manifestă mai sever la oamenii cu boli preexistente).

Spre exemplu, în România suntem conștienți de mai mult timp de câteva probleme economice, inclusiv vulnerabilitatea ce o prezintă nivelul scăzut de intermediere financiară, care constituie aproximativ 26% pentru sectorul bancar (măsurat ca credit bancar la PIB), și aproximativ 17% pentru piața financiară nebancaară (masurată ca total active la PIB). În acest context, în afară de multele întrebări la care suntem nevoiți să găsim răspunsuri/soluții, ar trebui să includem și următoarele două:

- Cum poate acest nivel de intermediere crește, în circumstanțele date?
- Care va fi combinația de condiții care va cataliza participanții sectorului financiar bancar și nebancaară, local și în străinătate, și care îi va facilita să găsească mai multe oportunități noi pentru a crește sustenabil și, între timp, să dezvolte/mărească piața locală, având în vedere riscurile inerente?

Toți cei care vor analiza creșterea economică a României vor afla că aceasta a avut loc într-un ritm rapid și continuu în timpul ultimilor 5 ani înainte de pandemia COVID-19. Unii, de asemenea, vor găsi deficiențe, vulnerabilități și riscuri încorporate. Unele dintre ele sunt de origine naturală, întrucât este indubitabil că vom găsi mereu unele riscuri în orice proces rapid de dezvoltare. Cu toate acestea, s-a demonstrat că economia noastră are potențialul și resursele necesare și va continua să ofere oportunități investitorilor, chiar și în cadrul unei politici mai echilibrate și conservative.

Să nu uităm că piața capitalului român a trecut la statutul de piață emergentă secundară, intrând în vigoare începând cu septembrie 2020.

Acestea sunt doar câteva argumente temeinice în favoarea ipotezei că băncile ar trebui să fie capabile să semnalizeze oportunitățile de finanțare și ar trebui să-și extindă produsele oferite publicului și companiilor locale. Aceasta va fi facilitată în special dacă vom reuși să remodelăm structura capitală a companiilor. De fapt, suntem în față unei provocări economice care poate fi rezolvată în cazul în care două condiții sunt îndeplinite cumulativ: prima, pentru companii în general, să (re)capitalizeze pentru a mări numărul companiilor acceptabile la bancă, și a doua, pentru bănci, să identifice oportunități de afaceri.

Însă băncile nu sunt singurii actori în sistemul financiar. Precum a fost menționat mai sus, intermediarii financiari nebankari pot, de asemenea, juca un rol însemnat. Din punctul de vedere al finanțării pieții de capital, țările europene, cu atât mai mult țările est-europene, nu au o astfel de tradiție durabilă și reușită ca Statele Unite. În România la fel, sistemul bancar este principalul finanțator, de aceea fluxurile financiare generate de acesta sunt cele mai importante. În același timp, fluxurile financiare generate de piața de capital are deja o anumită pondere și poate deveni tot mai relevantă cu timpul. Printre acestea, fluxurile de portofoliu străine reprezintă un semnal de încredere esențial în economia României.

Schimbările economice, care vor urma după actuala criză medicală, sunt inevitabile. Pandemia COVID-19 a creat un impuls pentru adoptarea soluțiilor fintech în sistemul economic și financiar. Companiile financiare nebankare momentan sunt mai deprinse cu astfel de instrumente și tehnologii, decât cele mai puternic reglementate și prudente bănci. Astfel, criza ar putea accentua o tendință ce deja apăruse înainte de ea, și anume creșterea rolului intermediarilor financiari nebankari. Aceasta ar putea îmbunătăți fluxurile financiare aferente pieții de capital, cu toate avantajele și deficiențele deja cunoscute (și poate câteva încă necunoscute).

Fluxurile de portofoliu străine, care sunt de obicei legate de fluxurile aferente pieții de capital, sunt cunoscute pentru potențialul lor de creștere a nivelului volatilității variabilelor financiare și macroeconomice vitale. De aceea, este primordial ca țările emergente, cu precădere să aibă economii puternice, în stare să îndure șocul unei sistări inopinate de flux de capital sau a unei retractări mai semnificative. Totuși, fluxurile de portofoliu străine nu trebuie ignorate, întrucât ele pot fi complementare unor fluxuri de investiții directe străine majore, care sunt de obicei în centrul atenției, în special în economiile emergente, ca cea a României, și pot de asemenea, să contribuie la creșterea mult râvnită a nivelului intermediarilor financiare (prin fondurile de investiții locale).

Investițiile străine reprezintă un motor fundamental al performanței economice și al echilibrului macroeconomic. În special, în cazul micilor economii emergente, cum este economia României, unde capitalul local nu este suficient pentru a susține funcționarea și dezvoltarea normală a tuturor ramurilor activităților economice, investițiile străine (sau lipsa lor) au un impact determinant asupra producției totale și modelează structura economiei, influențând formarea capitalului și nivelul extern de competitivitate. Din alt punct de vedere, micile economii emergente sunt în general caracterizate de piețe de capital superficiale, astfel încât fluxurile de capital au de obicei efect asupra cererii și ofertei a câteva clase de bunuri financiare, influențând tendințele (pe termen mediu) prețurilor sale, cum se întâmplă cu prețurile capitalurilor listate, ratele obligațiunilor și dobânzilor, sau ratele FX.

Există, de asemenea, un efect indirect al investițiilor străine asupra variabilelor financiare și economice menționate mai sus, pentru că volumul și direcția fluxului sunt deseori comparate de către analiști și investitori cu volumul și dinamica soldului contului curent (care descrie parțial poziția externă a țării). Așadar, investițiile străine directe sunt interdependente de percepția generală a investitorilor vizavi de țară și reflectă nivelul de încredere pe care comunitatea investitorilor o va avea în prosperitatea, predicibilitatea, buna funcționare și echitabilitatea administrării afacerilor.

Portofoliile de fluxuri străine, potențial volatile, pot complica cadrul politic macro-financiar în economiile emergente și pot avea consecințe negative pentru stabilitatea financiară, ducând la materializarea volatilității și facilitând contagiunea. Conform unui studiu inclus de ECB, în ediția din iunie 2011 a *Recenziei Stabilității Financiare*, cu doi ani înainte de “taper tantrum” (2013), care a urmat anunțul FED despre faptul că va reduce viteza achizițiilor obligațiunilor de stat “pentru o scurtă perioadă, portofoliile de fluxuri străine provocate de factori volatili, cum ar fi comportamentul de turmă printre investitori, goana după randament, pofta de risc global, ar putea duce la evaluarea incorectă a bunurilor financiare, cu riscul asociat de o ajustare subită.” Au fost mai multe situații bine cunoscute când portofoliile de fluxuri străine au fost asociate cu episoade de instabilitate financiară în piețe emergente, ca de exemplu criza din Mexic din 1994 și criza asiatică din 1997. Cele mai remarcabile efecte negative identificate de studiul ECB au fost legate de rata de schimb ridicată și volatilitatea prețurilor, urmată de o deteriorare bruscă în condițiile de finanțarea domestică.

Având toate acestea în vedere, mulți analiști și cercetători macroeconomici studiază modelele evoluției investițiilor străine, în totalitate și pe componente, și investighează interdependențele cu variabilele financiare și macroeconomice esențiale, la nivelul național și regional. Pe când, multe studii despre investițiile directe străine caută să găsească legături între evoluția lor și dezvoltarea macroeconomică, portofoliile de investiții străine sunt în mare parte investigate în relație cu mișcările pieții financiare. Mai exact, comparând și rezumând cele mai relevante articole de cercetare în domeniu, majoritatea studiilor pot fi categorizate conform două criterii de bază:

- Tipul (natura) variabilelor economice ce sunt investigate în relație cu portofoliul de investiții străine, având cu precădere două categorii: variabilele piețelor financiare și variabilele macroeconomice;

- Natura (direcția) relației, având de asemenea două posibile tipuri de studii: unul în care autorii se uită la determinanții portofoliilor de fluxuri străine și altul în care efectele acestor fluxuri sunt investigate.

O abordare mai cuprinzătoare unește două perspective a analizei portofoliilor de investiții străine, privindu-le per total și în componentele sale principale și, secvențial, testând legăturile acestora cu un set de variabile relevante care includ câteva variabile legate de evoluția piețelor financiare, dar și altele legate de evoluția economiei reale.

Un studiu recent pe care l-am efectuat având în gând această abordare exhaustivă, conform datelor lunare și trimestriale, folosind metode care includ regresia liniară OLD, modelele VAR și testele Granger de cauzalitate, a oferit destule dovezi statistice pentru a demonstra că, pentru România, între anii 2005-2009, au fost legături statistice semnificative (la niveluri de încredere variind de la 90% la 99.5%) între majoritatea măsurilor a portofoliilor de investiții străine și principalul index al pieței de capital local (Index BET), titluri cu venit fix de lungă durată tip obligațiuni (10 ani de obligațiuni suverane românești emise în valuta locală), rata de schimb EURRON și exporturile nete.

În același timp, rezultatele noastre nu oferă destulă justificare ipotezei care presupune existența unei legături între schimbările în portofoliile de investiții străine și oscilația în ratele dobânzii de pe piețele monetare, formarea brută de capital fix sau valoarea adăugată brută.

Înțelegerea particularităților efectelor ce le au portofoliile de investiții străine asupra piețelor financiare românești și asupra economiei este esențială, deoarece soluțiile politice trebuie ajustate la contextul individual al țărilor. Astfel, menținerea unei combinații potrivite de politici macroeconomice și macroprudențiale, complementată de un cadru flexibil, dar eficient și robust pentru reglementare și supraveghere financiară, vor facilita o creștere în intermedierea financiară, în prezența unor reforme structurale, bine gândite, diminuând în același timp riscurile potențiale asociate în mod natural cu portofoliile de fluxuri străine.

