

Managementul intrărilor de capital într-un cadru macroeconomic cu anticipații inflaționiste

D i s e r t a ție

**cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa
al Universității „Transilvania”**

Academician Mugur Isărescu

Brașov, 6 mai 2011

CUPRINS

- I. EVOLUȚIILE RECENTE ALE CURSULUI DE SCHIMB,
NOUA PROVOCARE ȘI RĂSPUNSUL POLITICILOR ECONOMICE

- II. PROBLEMA TRANSFERULUI, STRUCTURA INTRĂRILOR
DE CAPITAL ȘI CURSUL DE SCHIMB REAL EFECTIV

Filozofia deschiderii contului de capital

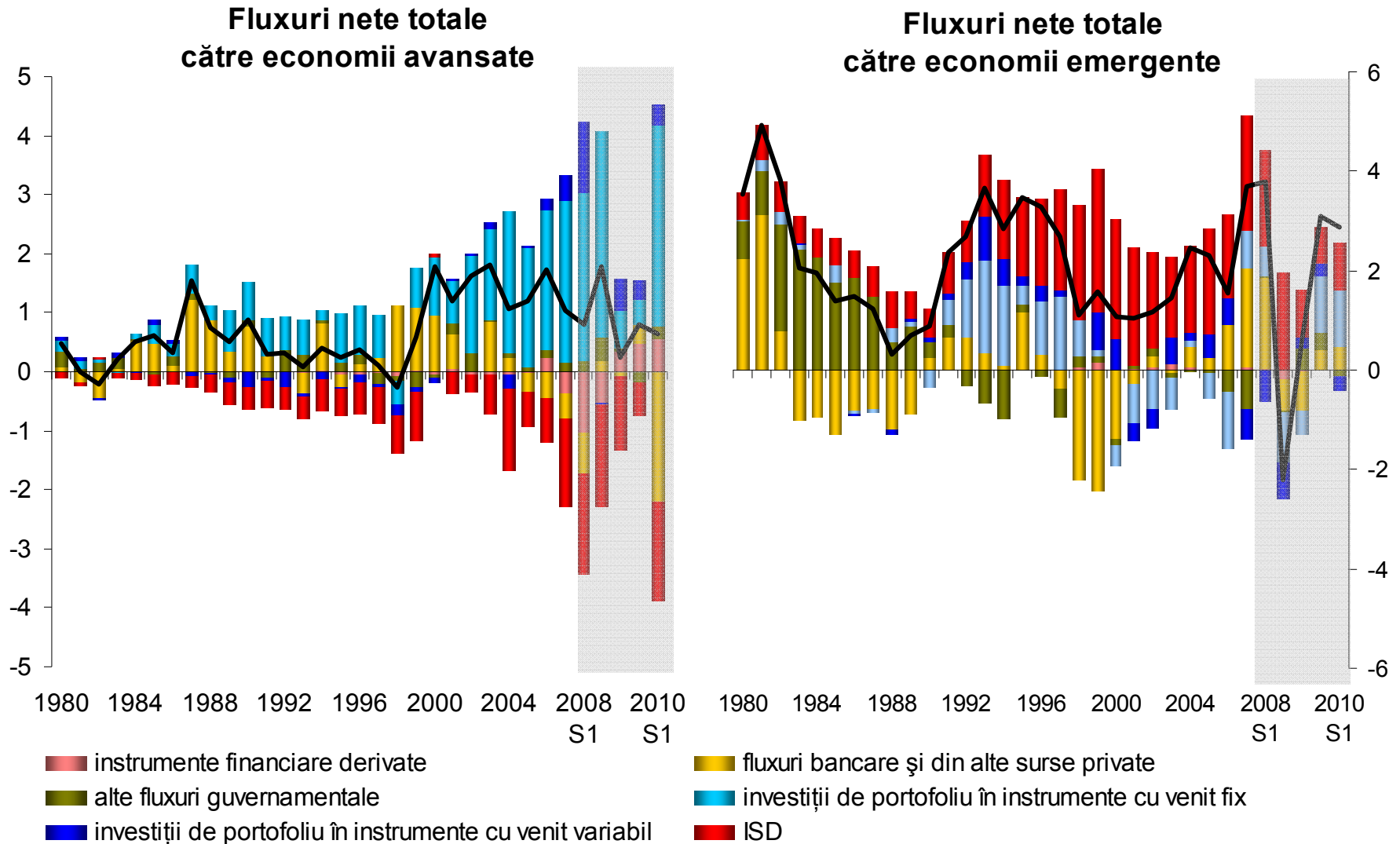
- Resursele externe finanțează deficitul de economisiri, promovează creșterea și dezvoltarea economică. Acest lucru se întâmplă mai ales dacă intrările de capitaluri sunt moderate
- Totuși, dacă apar creșteri semnificative ale intrărilor de capitaluri pe perioade relativ lungi, apar vulnerabilități externe ale sistemului financiar, iar economia se supraîncălzește
- Apar nepotriviri între activele (preponderent în moneda internă) și pasivele (preponderent în valută) sectorului privat
- Apar creșteri ale prețurilor activelor
- Cursul de schimb se apreciază în termeni reali
- Economiștii se referă la efectele intrărilor sau ieșirilor de capital asupra economiei prin termenul “problema transferului”

I. EVOLUȚIILE RECENTE ALE CURSULUI DE SCHIMB, NOUA PROVOCARE ȘI RĂSPUNSUL POLITICILOR ECONOMICE

Cu ce ne confruntăm (se agravează „problema transferului”)

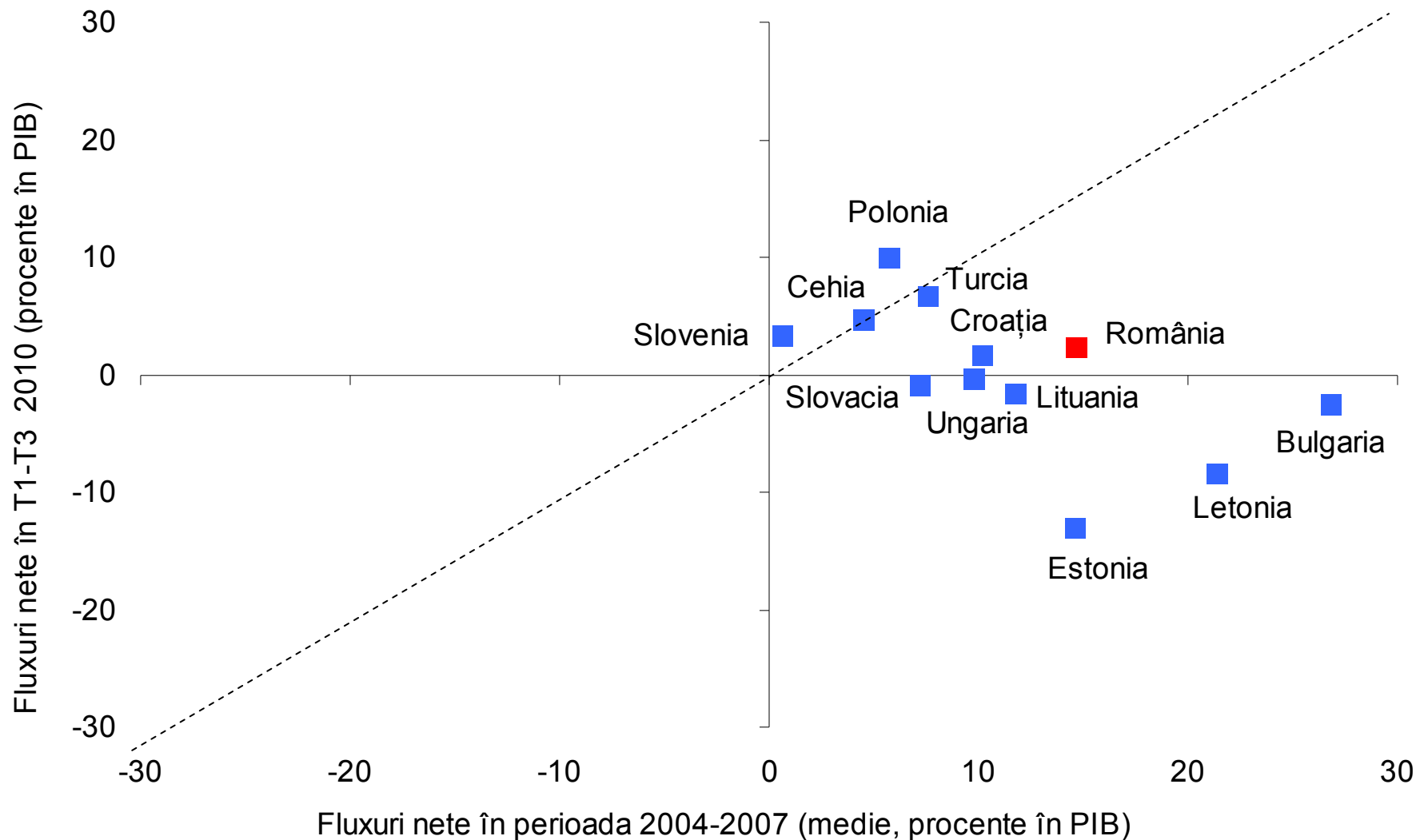
- Fluxurile de capital par să se reia în timp ce inflația este în creștere
 - ✓ Fenomenul este prezent în economiile emergente din Asia, America Latină și Europa Centrală și de Est:
 - pe de o parte, intrările de capital exercită presiuni pentru aprecierea nominală a monedelor, cu consecința erodării competitivității
 - pe de altă parte, inflația importată este principala sursă a creșterii inflației în multe din aceste țări

Revigorarea fluxurilor de capital către economiile emergente



Sursa: FMI

În majoritatea economiilor emergente din Europa, fluxurile de capital nu au atins valorile înregistrate anterior crizei financiare



Sursa: FMI

Noua provocare pentru politici

- Experiența arată că atât aprecierea abruptă, cât și importul inflației generează costuri. Nicio economie emergentă nu își permite să neglijeze unul dintre cele două costuri (erodarea competitivității și creșterea inflației)
- Provocarea constă în evaluarea corectă a acestora și concentrarea atenției (tradusă într-un set de măsuri de politică) asupra indicatorului cu costurile asociate cele mai mari

Un inventar al politicilor de management al pieței valutare

➤ Strategii pe piața valutară

- ✓ Cumpărări/vânzări ale băncii centrale
 - nesterilizate: inflație din cumpărări
 - sterilizate: costuri de sterilizare (implicații fiscale)
- ✓ Intervenții ale guvernului (Polonia, Israel)
- ✓ Modificări în rata dobânzii (costuri asociate influxurilor: inflație, ineficiență în prevenirea aprecierii, atragere de noi capitaluri)

➤ Măsuri cantitative (macro)

- ✓ Impozitarea nerezidenților (Egipt, Israel)
- ✓ RMO neremunerate sau foarte mari (Brazilia, Peru, Turcia, Israel)
- ✓ Acces restrâns al nerezidenților la piața datoriilor sau a capitalurilor

➤ Reglementări (prudențiale)

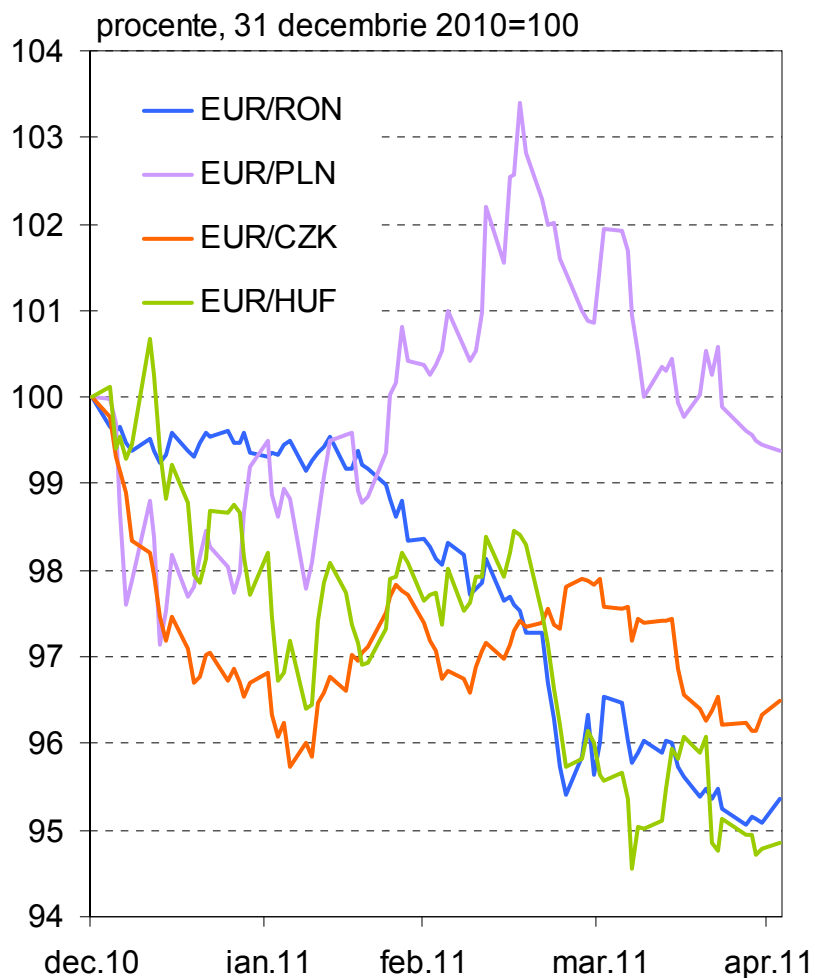
- Limitarea expunerii rezidenților la riscul cursului de schimb (contribuie la sănătatea bilanțurilor sectorului privat: Ungaria, Polonia). În curs de elaborare în România

Adecvarea politicilor economice la noua provocare: o mai mare concentrare pe inflație

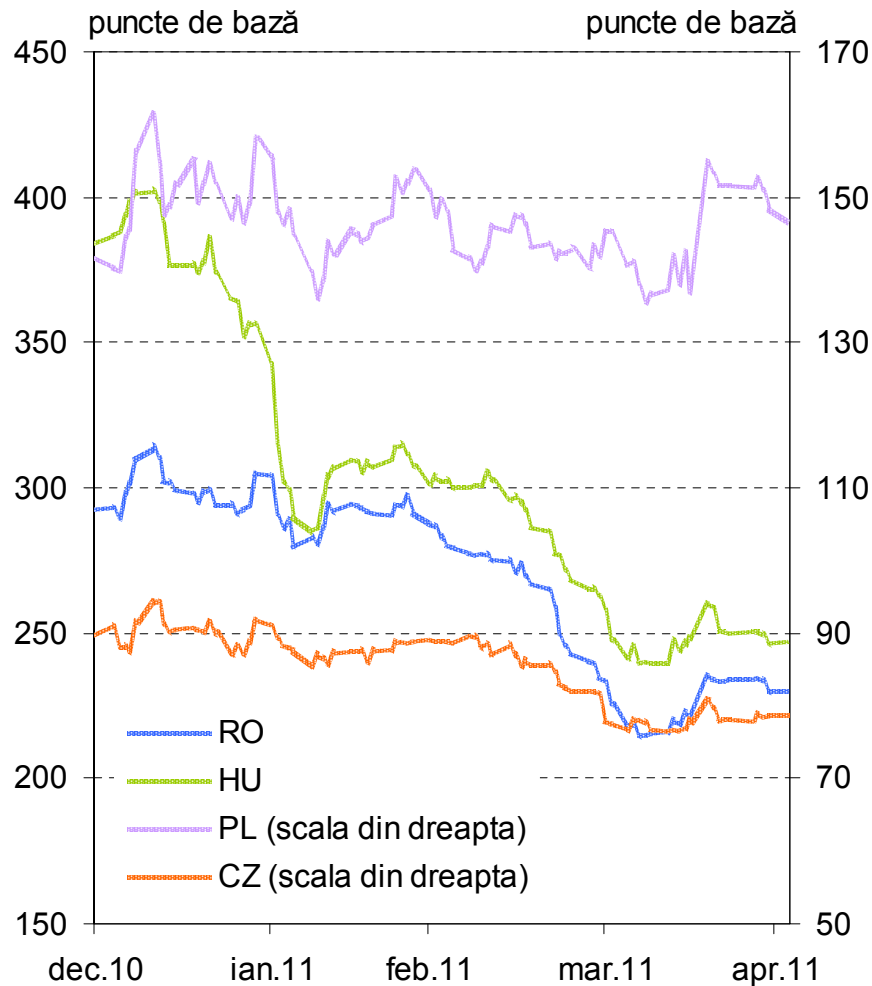
- Datele par să arate o schimbare a accentului asupra inflației în economiile emergente. Toate măsurile menționate în *slide-ul* anterior sunt utilizate:
 - ✓ Mai puține intervenții și o mai mare toleranță pentru apreciere în sprijinul inflației
 - comparativ cu anul trecut, multe economii emergente și-au redus intervențiile pe piața valutară (China, Peru, Israel, Coreea, Taiwan, Indonezia, Brazilia, Turcia, Africa de Sud, Mexic, India)
 - ✓ Întărirea condițiilor monetare pentru a preveni deteriorarea echilibrelor macroeconomice și financiare (Brazilia, Israel, Turcia)
 - ✓ Un accent crescut pe frontul macroprudențial destinat managementului fluxurilor de capital, ca măsură care să suplimenteze întărirea condițiilor monetare

Tendință regională de apreciere a monedelor naționale, în concordanță cu evoluția primelor de risc

Curs de schimb



Primă de risc (spread-uri CDS, 5 ani)



Sursa: BNR, Bloomberg

Măsurile¹ destinate reducerii influxurilor de capital speculativ și/sau a impactului asupra monedei naționale

	Intrări de capital ²	Supraîncălzirea economiei	Măsurile macroprudențiale		
			interne	în domeniul valutar	privind controlul de capital
Indonezia	●	●	✓	✓	
Thailanda ³	●	●	✓		✓
Brazilia	●	●	✓	✓	✓
Columbia	●	●	✓	✓	
Malaiezia	●	●	✓		
Mexic	●	●	✓		
India	●	●	✓		
Polonia	●	●	✓		
Chile	●	●			
Peru	●	●	✓	✓	✓
Africa de Sud ³	●	●			
Hong Kong	●	●	✓		
Turcia	●	●	✓		
China	●	●	✓		
Filipine ³	●	●			
Israel	●	●	✓		
România	●	●		✓	
Rusia	●	●		✓	✓
Cehia	●	●			
Coreea	●	●	✓	✓	
Argentina	●	●	✓	✓	
Ungaria	●	●		✓	

¹ Pentru calcularea acestor date, reacțiile politicii monetare se împart în trei categorii: (i) măsuri macroprudențiale interne care influențează activitățile băncilor pe plan intern, precum limitări ale LTV; (ii) măsuri în domeniul valutar destinate limitării expunerilor instituțiilor și rezidenților la fluctuațiile cursului de schimb; (iii) controlul de capital cuprinde măsurile care diferențiază rezidenții de nerezidenți.

² Intrări brute de capital din anul anterior față de media perioadei 2000-2007. Intrările actuale care depășesc 150% în raport cu media sunt marcate cu roșu, iar cele care depășesc 100% sunt marcate cu galben. Economiiile sunt clasificate pe baza acestui indicator.

³ A relaxat restricțiile impuse ieșirilor de capital.

Sursa: FMI – World Economic Outlook, aprilie 2011

Măsuri destinate reducerii influxurilor de capital speculativ și/sau a impactului asupra monedei naționale (2)

Turcia (**galben** în tabelul anterior)

Noiembrie 2010:

- lărgirea coridorului ratelor dobânzii de la 3 puncte procentuale la 7 puncte procentuale pentru a permite creșterea volatilității ratelor dobânzii pe termen scurt

Decembrie 2010:

- diferențierea ratei RMO în monedă națională în funcție de maturități (depozite cu scadență > 1 an: 5%; scadență < 1 lună: 8%)
- reducerea ratei dobânzii de politică monetară (*repo* cu scadența la 1 săptămână) cu 50 puncte de bază
- introducerea de praguri pentru ponderea avansului aferent creditelor ipotecare (credite pentru locuințe: 25%; credite de consum: 50%)

Ianuarie 2011:

- creșterea ratei RMO pentru pasive în monedă națională (depozite cu scadență > 3 luni: 9%; depozite la vedere: 12%)
- reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 25 puncte de bază (până la 6,25%)

Brazilia (**roșu** în tabelul anterior)

Octombrie 2009:

- introducerea impozitului aferent operațiunilor financiare (IOF): 2%

Octombrie 2010:

- creșterea IOF (fonduri de acțiuni: 4%; instrumente cu venit fix și apeluri în marjă pentru tranzacții cu derivative: 6%)

Decembrie 2010:

- creșterea ratei RMO neremunerate pentru depozitele la termen de la 15% la 20%
- creșterea ratei RMO remunerate pentru depozite la vedere și la termen de la 8% la 12%

Ianuarie 2011:

- impunerea constituirii de rezerve pentru pozițiile *short* în dolari ale băncilor (perioadă de menținere: 90 zile)

Martie 2011:

- Introducerea unei taxe de 2% asupra împrumuturilor din surse *offshore* ale companiilor sau pentru emiterea de instrumente de îndatorare cu scadență < 1 an

Obiective macroeconomice ale intervențiilor pe piața valutară

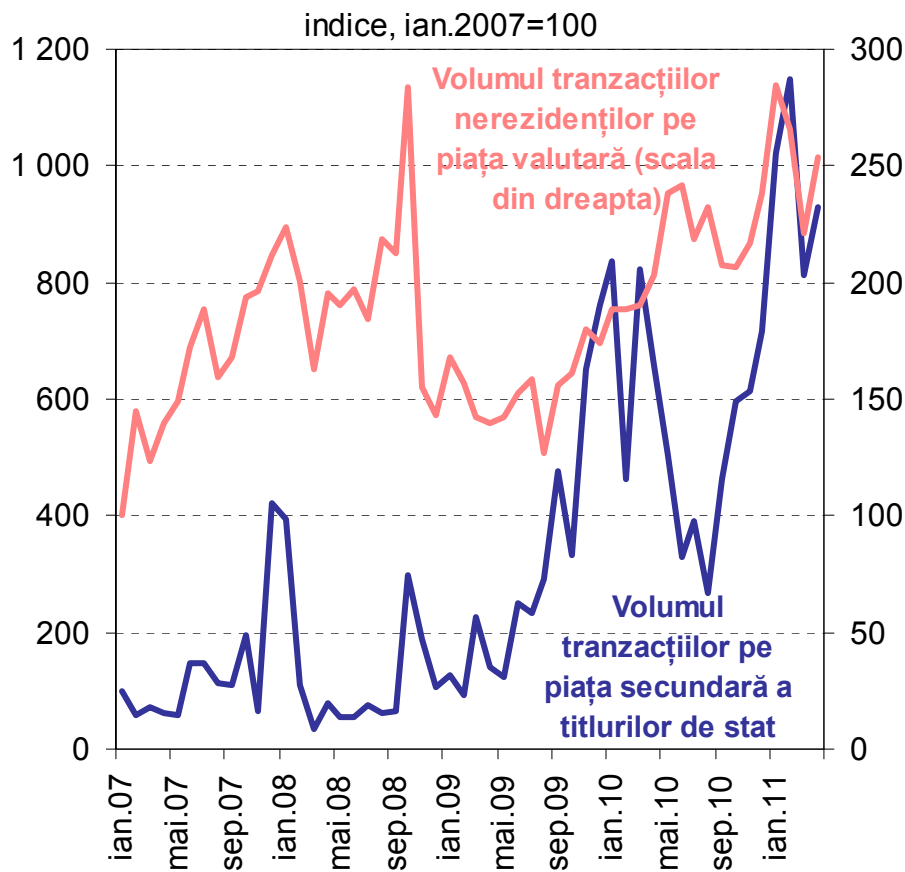
	Controlul inflației, echilibrul macroeconomic intern	Echilibrul extern, creșterea economică și alocarea eficientă a resurselor	Stabilitatea financiară, gestionarea și prevenirea crizelor
Influență asupra nivelului cursului de schimb (ancore nominale, benzi de variație, regimuri de tip <i>crawling peg</i> etc.)	√	√	√
Reducerea volatilității cursului în cazul regimului de flotare controlată	√	√	√
▪ Reacție simetrică la volatilitatea cursului			√
▪ Prevenirea variațiilor excesive ale cursului	√	√	√
▪ Acomodarea unor salturi bruște ale cursului	√	√	√
▪ Asigurarea lichidității pe piața valutară			√
Modificarea nivelului rezervelor valutare			√

Sursa: Moreno R. (2005) "Motives for intervention", în volumul *BIS Papers No. 24 - "Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications"*

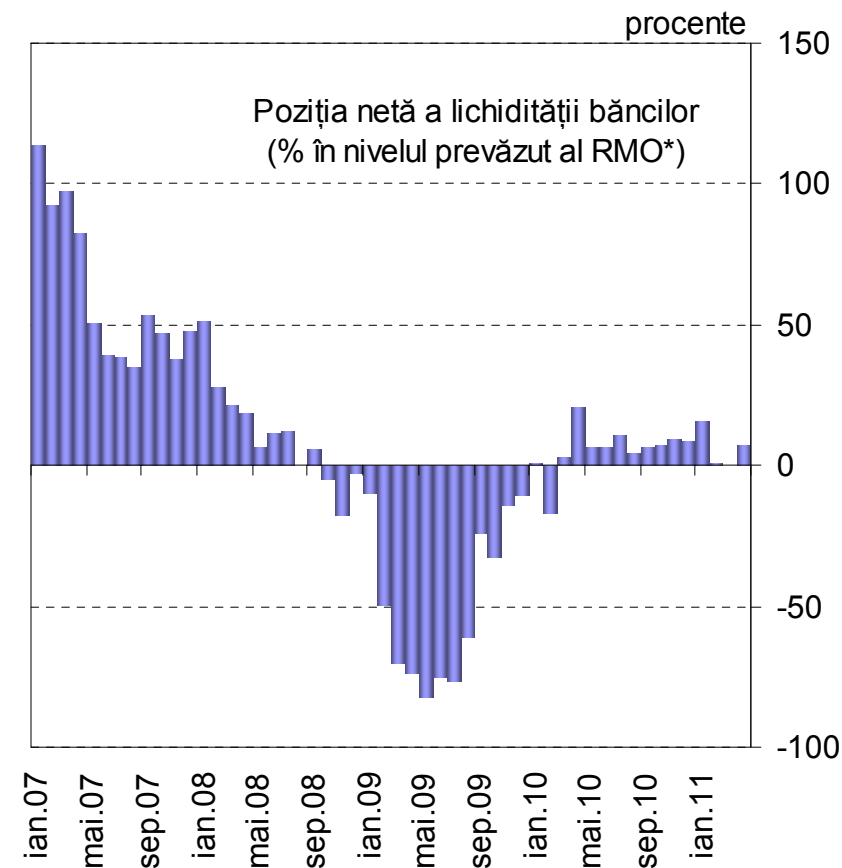
Canale de transmisie a efectelor intervențiilor pe piața valutară

- | | |
|---|--|
| 1. Canalul monetar | Efect asupra lichidității din piață și, implicit, asupra ratelor dobânzilor |
| 2. Canalul bilanțier | Efect asupra structurii pe valute a portofoliului agenților economici <ul style="list-style-type: none">▪ <i>Eficiență mai ridicată în țările în curs de dezvoltare (Galati și Melick, 2002), unde capacitatea de intervenție a băncilor centrale este sporită, ținând cont de volumul activelor de pe piață</i> |
| 3. Canalul anticipărilor | Transmitere de semnal privind conduita monetară și/sau intervenșii viitoare pe piața valutară <ul style="list-style-type: none">▪ <i>Descurajarea tranzacțiilor speculative prin perspectiva intervențiilor băncii centrale (Sarno și Taylor, 2001)</i>▪ <i>Mai eficient în cazul țărilor dezvoltate, care se bucură de un plus de credibilitate a politicii monetare, comparativ cu țările în curs de dezvoltare (Domaç și Mendoza, 2002)</i> |
| 4. Canalul microstructurii pieței valutare | Se bazează pe relația empirică dintre fluxul ordinelor de piață și evoluția cursului – ordinele inițiate de banca centrală modifică fluxul ordinelor de tranzacționare și, implicit, comportamentul agenților <ul style="list-style-type: none">▪ <i>Intervențiile anonime ori secrete ar putea fi mai eficiente în cazul în care agenții reacționează mai puternic la modificările în fluxul ordinelor de tranzacționare atribuite entităților comerciale (Archer, 2005)</i>▪ <i>Eficiență mai ridicată în țările în curs de dezvoltare, întrucât mărimea intervențiilor poate fi considerabilă relativ la volumul tranzacționat pe piață (Ho și McCauley, 2003)</i> |

- România a permis accesul străinilor la piața titlurilor de stat
- Potențiale schimbări ample/bruște ale condițiilor de pe diferitele segmente ale pieței financiare – reclamând o anumită flexibilitate care să permită adecvarea promptă a reacției băncii centrale



Sursa: BNR



* date aferente perioadelor de constituire a RMO încheiate în lunile respective

Ponderea importantă a măsurilor macroprudențiale este explicată de dificultățile tot mai diverse

- Permiteea aprecierii monedei pentru a tempera inflația importată poate atrage mai multe **investiții de portofoliu**. Acestea au un efect de 7 ori mai mare asupra aprecierii decât investițiile străine directe (vezi Combes, Kinda și Plane, 2011)
 - ✓ Mai multe investiții de portofoliu duc la **creșterea prețurilor activelor**
 - ✓ Influxurile de capital sunt puternic asociate cu **creșterea creditului** de către băncile interne (această asociere nu se vede încă în economiile emergente, dar experiența din perioada 2005-2008 este relevantă)
 - ✓ O monedă mai apreciată poate tempera inflația importată generată de intrările de capital, dar **nu temperează presiunile inflaționiste din surse interne**
 - ✓ Aprecierea monedei naționale este asociată cu **viitoare probleme de natură bilanțieră**

Unele efecte secundare perverse ale măsurilor macroprudențiale

Câștigurile pe termen lung în planul stabilității, datorate măsurilor macroprudențiale, atrag noi intrări de capital



Toleranța pentru apreciere (mai puține intervenții) observată în ultimul timp se poate inversa



Potențial auto-neutralizator al structurii măsurilor de management al pieței valutare (intervențiile se înmulțesc – inversând tendința actuală –, pe măsură ce intră noi capitaluri)



Provocarea pentru politici trebuie regândită

Reformularea provocării pentru *mix*-ul de politici economice

- Provocarea constă în integrarea preocupărilor privind competitivitatea monedei (intervențiile) cu cele privind inflația (măsurile macroeconomice) și cu cele privind bilanțurile sectorului privat – bănci, firme, gospodării (măsurile macroprudențiale)
- S-ar putea ca tolerarea unei aprecieri care să ajute inflația să nu fie posibilă din perspectiva riscurilor generate la nivelul bilanțurilor sectorului privat

II. PROBLEMA TRANSFERULUI, STRUCTURA INTRĂRILOR DE CAPITAL ȘI CURSUL DE SCHIMB REAL EFECTIV

Cursul de schimb real efectiv (REER) și „problema transferului”

- Analizăm în ce măsură este posibilă menținerea unei politici de intervenții care să favorizeze inflația. Vrem să vedem ce impact are structura intrărilor de capitaluri (A) și regimul cursului de schimb (B) asupra REER
- Aceste informații pot ajuta *mix*-ul de politici economice

A. Structura intrărilor de capitaluri

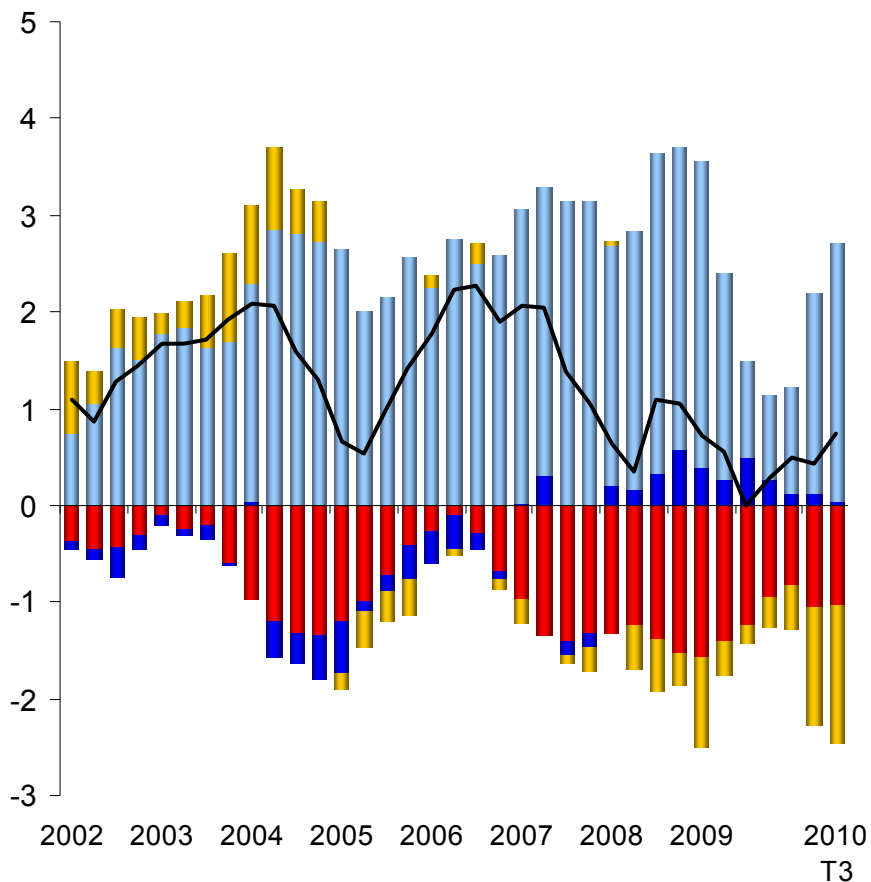
- Structura intrărilor de capitaluri în economiile emergente este variabilă:
 - ✓ O creștere spectaculoasă a intrărilor private de capitaluri în ultimii 15 ani înaintea declanșării crizei financiare
 - ✓ La începutul anilor '80, împrumuturile bancare au fost principala componentă
 - ✓ Investițiile străine directe și remiterile au înlocuit mai târziu împrumuturile bancare
 - ✓ Investițiile de portofoliu au devenit o componentă semnificativă în anii '90

REER și structura intrărilor de capitaluri

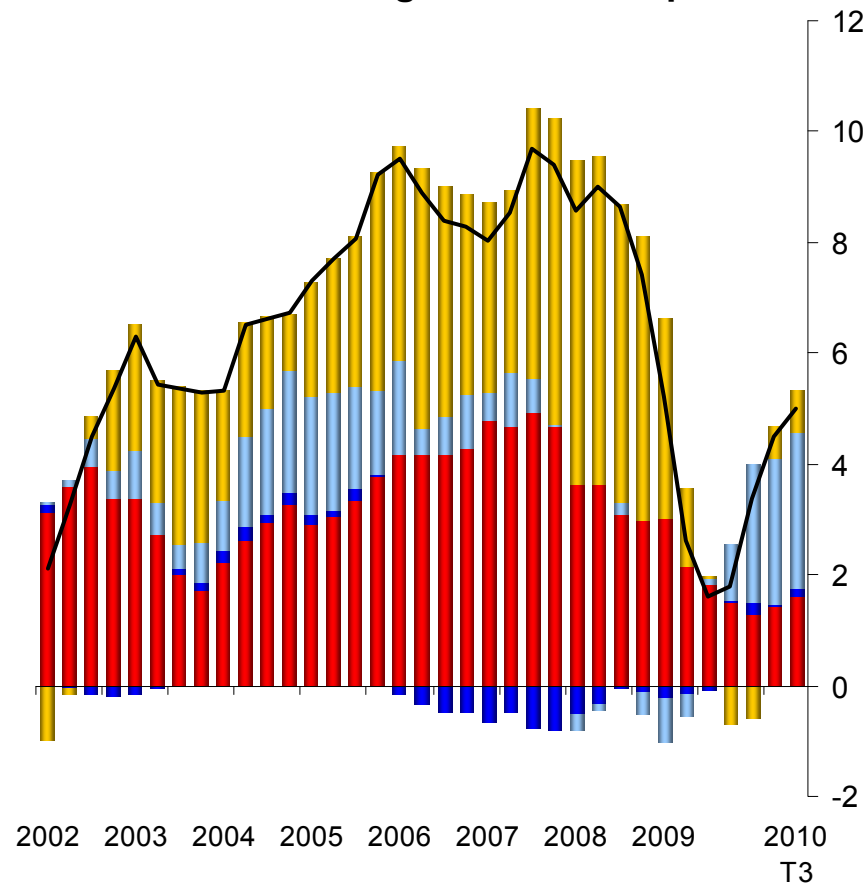
- Este important de știut ce potențial au diferitele forme de intrări de capital de a aprecia REER. Combes, Kinda și Plane (2011) au identificat următoarele caracteristici:
 - ✓ Aprecierea cauzată de intrările de capitaluri publice este mai mare decât cea determinată de intrările private, sugerând că ultimele sunt folosite pentru investiții productive, iar fluxurile publice sunt folosite mai mult pentru creșterea consumului guvernamental
 - ✓ Creșterea cu 1 punct procentual a raportului dintre investiții de portofoliu și PIB este asociată unei aprecieri de 7,8% a REER
 - ✓ Creșterea cu 1 punct procentual a raportului dintre FDI sau credite bancare și PIB generează o apreciere de 1% a REER
 - ✓ Creșterea cu 1 punct procentual a raportului dintre transferurile private (în principal, remiteri) și PIB este asociată unei aprecieri de 0,3% a REER ⇒ remiterile sunt contraciclice

Modificare semnificativă a compoziției fluxurilor de capital în economiile emergente, comparativ cu perioada anterioară crizei financiare

Economii avansate



Economii emergente din Europa

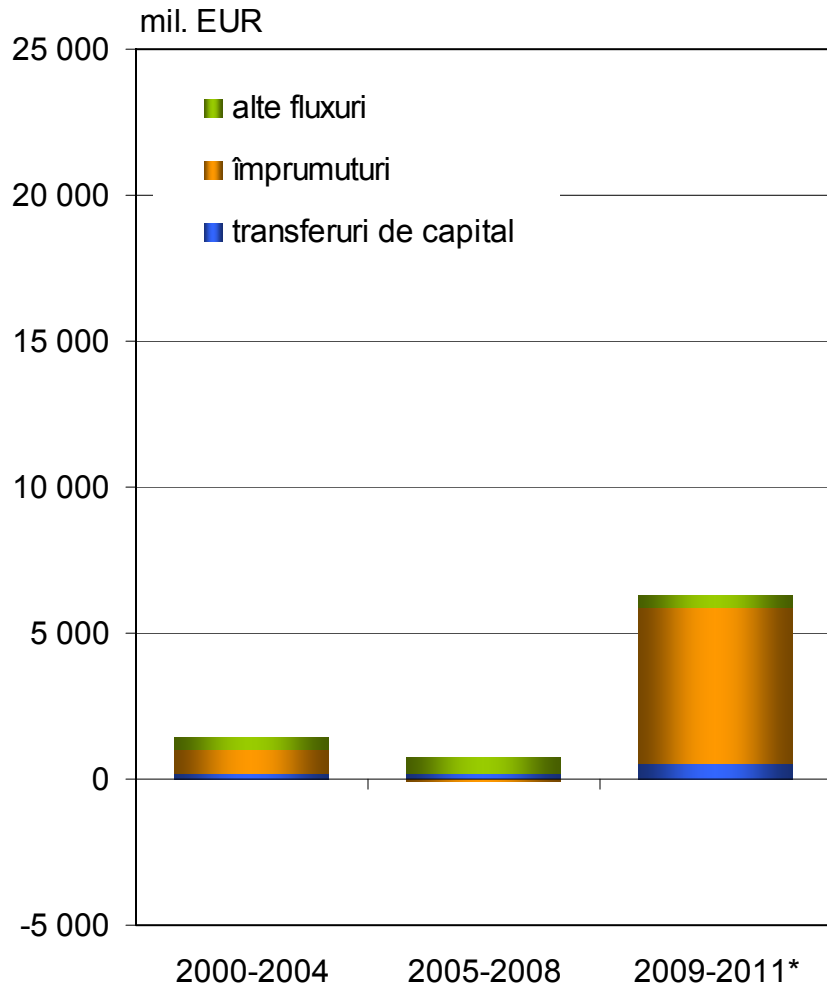


- ISD
- investiții de portofoliu în instrumente cu venit fix
- total

- investiții de portofoliu în instrumente cu venit variabil
- fluxuri bancare și din alte surse private

Sursa: FMI

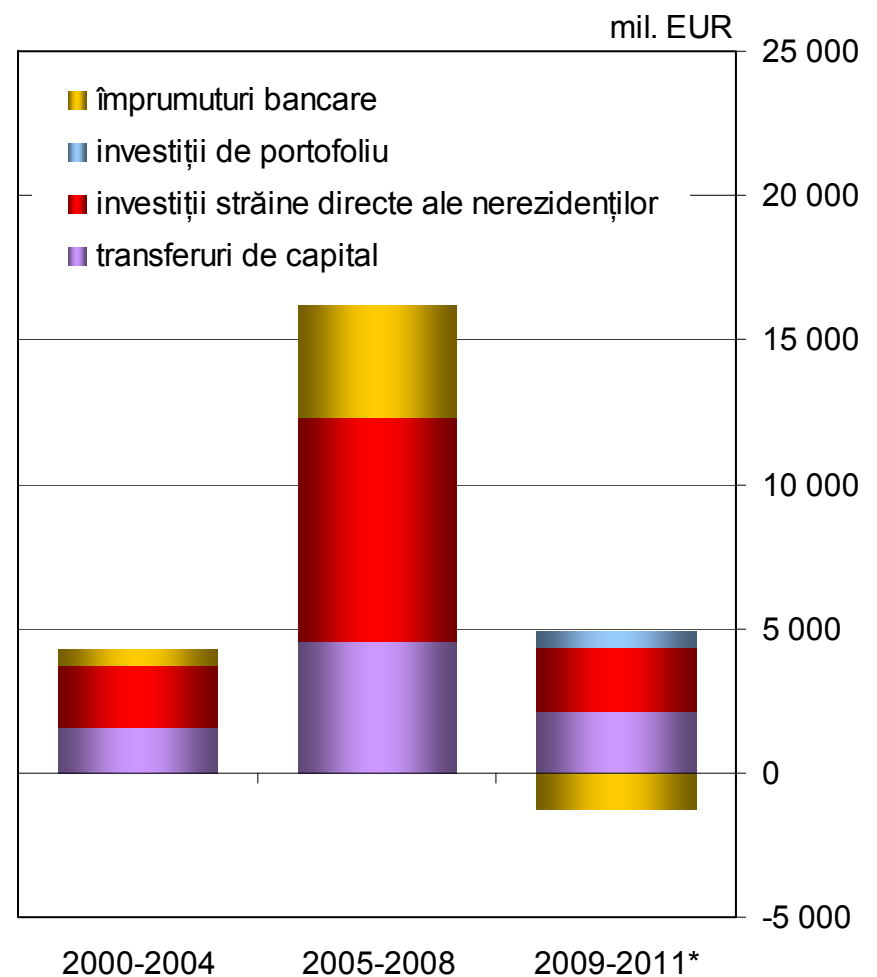
România: Fluxuri de capital public



Notă: valorile reprezintă medii calculate pe bază de date anuale

Sursa: BNR

România: Fluxuri de capital privat



* ianuarie - februarie 2011

B. Regimul cursului de schimb (1)

- Trei regimuri ale cursului de schimb în teorie, dar – *de facto* – peste 15 (Ilzetzki, Reinhart și Rogoff, 2008)
- Cursul de schimb fix:
 - ✓ Intrările de capitaluri duc la inflație și expansiunea creditului dacă nu sunt sterilizate
 - ✓ Sterilizarea temperează aprecierea reală
 - ✓ *Sterilizarea nu este sustenabilă* (Calvo, 1991), deoarece duce la creșterea ratelor dobânzii și la pierderi cvasifiscale ale băncii centrale
- Cursul de schimb flexibil:
 - ✓ Reduce intrările speculative prin introducerea de incertitudini
 - ✓ Deci, penalizează intrările care generează cea mai mare apreciere reală
 - ✓ *Dar, cu flotare pură, cursul de schimb care rezultă din intrările de capitaluri poate fi foarte diferit de cursul de echilibru, ceea ce ar reprezenta o problemă*

Regimul cursului de schimb (2)

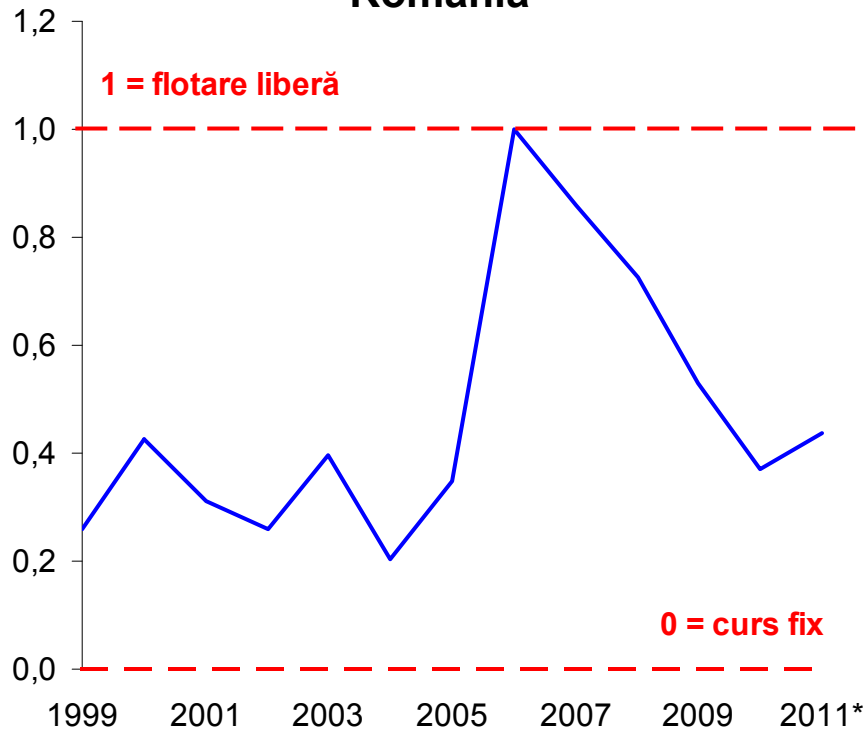
- Cursul de schimb în regimuri intermediare:
 - ✓ Autoritățile țintesc un anumit nivel al cursului de schimb și al agregatelor monetare
 - ✓ Astfel, acumularea rezervelor devine un instrument de politică
 - ✓ Menținerea unui anumit nivel al cursului de schimb prin cumpărarea de mai multe rezerve reduce presiunile asupra cursului de schimb nominal și poate genera presiuni inflaționiste *în absența sterilizării. Dar sterilizarea masivă este nesustenabilă* ⇒ *instrumentul nu este sustenabil pe această rută*
 - ✓ Invers, acumularea de mai puține rezerve prin intervenții pe scară mai mică (cazul prezent astăzi în multe economii emergente) crește presiunea în sensul aprecierii nominale și reduce inflația

REER și regimul cursului de schimb

- Rezultatele obținute de Combes, Kinda și Plane (2011):
 - ✓ Un curs de schimb mai flexibil ajută la reducerea presiunilor în sensul aprecierii REER. Deci alegerea făcută de multe economii emergente pentru a reduce intervențiile (creșterea flexibilității cursului de schimb) în favoarea reducerii inflației este corectă
 - ✓ Acest instrument, așa cum am arătat, este însă potențial subminat de efectele perverse ale măsurilor macroprudențiale
 - ✓ Cum se compară flexibilitatea cursului de schimb în România cu media perioadei 1980-2006 pentru 42 de economii emergente?

Gradul de flexibilitate a cursului de schimb

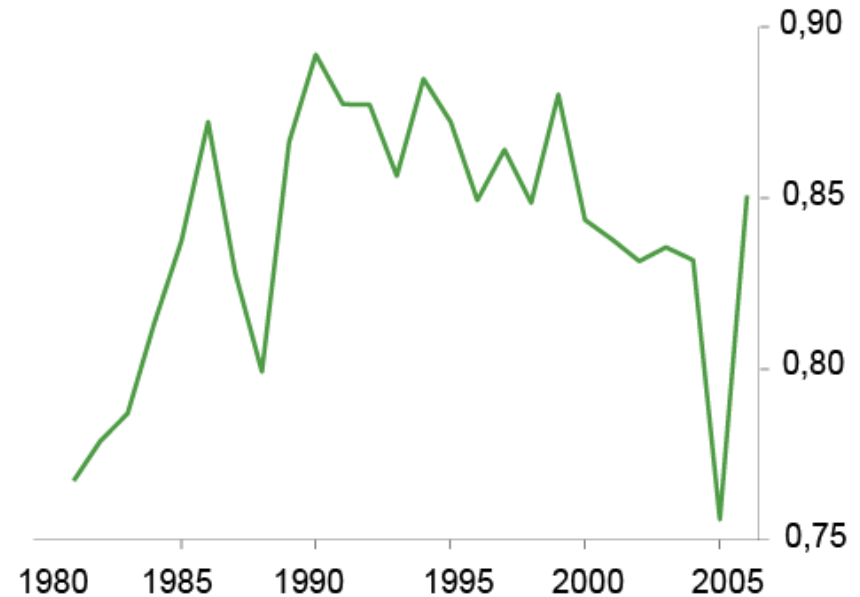
România



Sursa: BNR, calcule BNR

* ianuarie - aprilie

Economii emergente



Sursa: Combes J.-L., Kinda T. si Plane, P. (2011), "Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate", IMF Working Paper No. 11/9

$$\left(\frac{|s_t - s_{t-1}|}{s_{t-1}} \right) / \left(\frac{|s_t - s_{t-1}|}{s_{t-1}} + \frac{|Int_{t/t-1}|}{BM_{t-1}} \right)$$

unde: s_t = cursul nominal de schimb la momentul t ,
 Int_t = valoarea cumpărărilor / vânzărilor de valută
 BM_t = baza monetară

Unele concluzii privind flexibilitatea cursului de schimb

- Înainte de criza datoriilor și a crizei din Asia, flexibilitatea mare a cursului de schimb în cele 42 de țări studiate de Combes, Kinda și Plane (2011) reflecta deficite de cont curent mari
- Intrările mari de capitaluri concomitent în multe țări ale lumii începând cu primii ani de după încheierea crizei din Uruguay, în 2002, sunt asociate cu o reducere a flexibilității cursului de schimb
- Această reducere se vede mai bine în 2005 și reflectă intervenții prin cumpărări de valută
- În 2006, flexibilitatea a crescut, inclusiv în România
- Intervențiile pe piața valutară au determinat scăderea flexibilității cursului de schimb în anii 2007-2008 (cumpărări) și, respectiv, 2009-2010 (vânzări)