



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE
CERCETĂRI ECONOMICE

STUDII ECONOMICE

*Reducerea finanțării externe și ajustarea absorbției
interne, în țările emergente europene*

Dan Constantin Olteanu

București
2012

ISSN: 2285 – 7036 INCE – CIDE,
București, 13 Septembrie, Nr.13, Sector 5

REDUCEREA FINANȚĂRII EXTERNE ȘI AJUSTAREA ABSORBȚIEI INTERNE, ÎN ȚĂRILE EMERGENTE EUROPENE¹

Dan Constantin Olteanu²

Using cross-country analysis, this study quantifies the effect of reducing foreign investments for the real economy, due to domestic absorption adjustment. Analysis shows a significant but highly diversified impact by country. This is due to a variety of country-specific factors, such as: how to manage current account adjustment: through nominal devaluation or reducing absorption, sterilization of the monetary impact of the interventions to defend the currency; downward price flexibility, marginal propensity to imported goods; initial conditions in affected economies (financial depth, credit growth, real exchange appreciation). We also quantify the effect of reducing external financing on credit to private sector, for the period 2008-2010.

Keywords: Sudden Stops, International Investment, Capital Account

JEL: F21, F32

1. Introducere

Țările emergente europene (EE) au constituit în ultimele două decenii o destinație preferată a investitorilor străini, datorită randamentelor superioare (raportate la risc) ale investițiilor directe, de portofoliu, dar mai ales ale finanțării bancare externe în vederea speculațiilor valutare cu diferențe de dobânzi. Un rol important l-a avut și reducerea randamentelor din țările-sursă a investițiilor, alături de dezvoltarea sectorului financiar non-bancar în țările dezvoltate – în căutare de investiții profitabile. Intensificarea fluxurilor de capital străin, alături de preluarea sectorului bancar de către marile bănci europene, au condus la o dependență ridicată a acestui grup de țări la fluctuațiile piețelor financiare externe. Mai mult, a apărut o fragilizare a sectorului bancar datorită supra-creditării, riscului de credit și a celui

¹ Această lucrare a fost realizată în cadrul proiectului „Cercetarea științifică economică, suport al bunăstării și dezvoltării umane în context european”, cofinanțat de Uniunea Europeană și Guvernul României din Fondul Social European prin Programul Operațional Sectorial Dezvoltarea Resurselor Umane 2007-2013, contractul de finanțare POSDRU/89/1.5/S/62988. Mulțumesc îndrumătorului științifici – Acad. Aurel Iancu – pentru sugestiile foarte utile.

² Institutul Național de Cercetări Economice al Academiei Române, danolteanu@ince.ro.

valutar, sporirii gradului de îndatorare și expunerii externe. În perioade de ascensiune ale ciclului economic din țările investitoare, această dependență externă a țărilor emergente nu își arată partea negativă, însă în fazele descendente (cu atât mai mult în situația unei crize de lichidități pe piețele financiare internaționale) stoparea finanțării externe generează o serioasă contracție economică.

Cercetările privind intensitatea impactului imediat al reducerii investițiilor străine asupra economiei reale au concluzii diferite, unele afirmând că efectele sunt neglijabile (Milesi-Feretti și Razin, 1998), altele susținând că ele sunt consistente, dar variază considerabil între țări (Assmann și Boysen-Hogrefe, 2010). Pe de altă parte, pe termen lung, creșterea soldului contului curent - corespunzătoare scăderii soldului contului de capital – poate ajuta creșterea economică datorită expansiunii sectorului bunurilor comercializabile, care de regulă este mai productiv, alături de obținerea economiilor de scară și a specializării, favorizate de creșterea exportului.

Diminuarea investițiilor străine și ajustarea corespunzătoare a contului curent au ca prim efect, după cum arată un studiu al OECD – de Mello, Padoan și Rousová (2011), o probabilitate ridicată a crizelor valutare și bancare (cele bancare sunt evitate în cazul țărilor CEE, deoarece sectorul bancar este controlat de marile bănci străine). În al doilea rând, reducerea ofertei de credit, ca urmare a diminuării finanțării externe, conduce la diminuarea cererii interne și investițiilor, urmate de output și ocupare. Cercetările lui Hutchison și Noy (2002) au confirmat empiric aceste ipoteze teoretice, utilizând un eșantion de 24 de țări emergente, în perioada 1975-1997. Pe de altă parte, reducerea bruscă a capitalului străin generează așa-numitul ”val mexican” (după experiența Mexicului din 1994-1995) care constă în reducerea drastică dar de scurtă durată a absorbției interne ca urmare a ajustării contului curent.

Urmările influxurilor de capital străin în EE se aseamănă substanțial cu experiențele precedente ale țărilor emergente din America de Sud și Asia: deteriorarea contului curent, supra-creditare bancară și supra-îndatorarea sectorului privat, creșterea prețurilor activelor imobiliare și bursiere etc. În consecință, și impactul stopării fluxurilor de capital străin a fost pe măsură. În primul rând, ajustarea contului curent a generat o cădere a absorbției interne, în special în cazul rigidității ratei de schimb și a prețurilor. În al doilea rând, supra-îndatorarea și reducerea veniturilor a afectat cererea de credit. La rândul său, oferta de credit este și ea limitată de riscul de credit, de nevoia de redresare a situației bilanțiere și de reducerea finanțării din

exterior a băncilor interne. După o perioadă de creditare intensă și de deteriorare a raportului credite/depozite, a urmat o tendință de dezîndatorare a instituțiilor de credit și de orientare a investițiilor către titluri guvernamentale, cu risc scăzut. Ca urmare creditul frânează cererea internă și implicit redresarea creșterii outputului.

În continuare vom prezenta mai întâi cadrul teoretic privind ajustările macroeconomice determinate de oscilațiile finanțării externe, după care vom cerceta empiric impactul pe termen scurt și mediu al diminuării finanțării externe asupra ritmului produsului intern, precum și factorii care influențează această corelație.

2. Cadrul teoretic privind efectele declinului investițiilor străine

Reducerea soldului contului de capital conduce la o ajustare pe măsură a contului curent (în afară de cazul în care se compensează prin reducerea rezervelor valutare). Prima soluția o constituie deprecierea monedei în termeni nominali, în scopul impulsivării exportului și reducerii atractivității importurilor. Mărimea deprecierei depinde de deficitul inițial de cont curent și de aprecierea reală anterioară (relativ la noul echilibru al contului curent), ambele rezultate în urma intrărilor de capital. De asemenea, contează elasticitatea sectorului bunurilor comercializabile în raport cu creșterea profitabilității rezultate în urma devalorizării. Când devalorizarea nu are efect sau nu este posibilă datorită statutului ratei de schimb (rate fixe), apare reducerea absorbției interne și, implicit, a consumului de importuri. Așadar, evoluția anterioară a indicelui ratei reale de schimb și statutul ratei de schimb sunt elemente esențiale în aprecierea impactului asupra devalorizării, al reducerii finanțării externe.

Ajustarea contului curent se realizează astfel:

Pornim de la relația cererii agregate $D = A - MN$, în care A reprezintă absorbția, $MN =$ importul net, cu $MN = IN - R$, unde $IN =$ investiții străine nete, $R =$ acumularea de rezerve valutare. Ca urmare, $D = A - IN + R$, sau

$$D + IN = A + R \quad (1)$$

Considerând ultima ecuație, dacă investițiile IN se reduc, atunci sau R scade, sau D trebuie să crească prin venituri din export (necesită creșterea capacităților de producție - dificil pe termen scurt și cerere externă), sau/și A va scădea.

Inițial, șocul reducerii soldului contului de capital IN poate fi amortizat prin *reducerea rezervelor* valutare R . Cheltuirea de rezerve nu poate fi susținută mult timp așa încât, treptat, soldul contului curent se

reduce prin două modalități: depreciere reală (prin depreciere nominală, pe termen scurt) și reducerea absorbției.

Prin *deprecierea nominală* generată de ieșirile de capital, reducerea absorbției este direcționată către scăderea consumului de importuri, care devin mai scumpe față de produsele interne. Totodată, ieftinirea produselor interne stimulează alocarea exportului către export a cărui creștere, împreună cu reducerea importului, reduce deficitul contului curent până la echilibrarea balanței de plăți. Practic, este foarte greu și rar întâlnit ca diminuarea consumului de importuri să nu fie însoțită de scăderea cererii pentru bunuri autohtone, fapt ce afectează produsul intern. Aceasta deoarece devalorizarea nominală poate conduce la creșteri ale prețurilor, care anulează efectul asupra ratei reale de schimb și implicit asupra competitivității. Din acest motiv, în lipsa unei contracții a masei monetare care să frâneze prețurile, efectul devalorizării este limitat. Deopotrivă, atunci când conținutul de importuri al produselor exportate este ridicat, efectul devalorizării nominale asupra competitivității externe nu este cel așteptat. Răspunsul (expansiunea) sectorului de bunuri comercializabile la devalorizare joacă și ea un rol important. Pe de altă parte, devalorizarea accelerează ieșirile de capital străin și sporește valoarea în monedă străină a datoriei interne în valută și a celei externe – generând dezîndatorare, cu efect recesionist. Ea (deprecierea) scade și credibilitatea autorității monetare - dacă nu este însoțită de măsuri fiscale și monetare contra-inflaționiste, după cum atenționează Rajan (2005).

Când nu se dorește ajustarea contului curent prin modificarea ratei de schimb, sau când nu este posibilă devalorizarea (ERM sau rate fixe - consiliu monetar), soluția este *reducerea absorbției interne*, prin scăderea masei monetare. Scăderea absorbției implică atât reducerea cererii de bunuri autohtone (efect recesionist), cât și a cererii pentru importuri, deoarece nu mai există devalorizare care să diminueze consumul de importuri. În funcție de raportul prețurilor și înclinația consumului către cele două surse, outputul este mai mult sau mai puțin afectat, pe termen scurt. Treptat, și prețurile interne se reduc (mai ales dacă sunt ajutate de reducerea masei monetare) și rata reală de schimb descrește, echilibrând contul curent.

În situația rigidității ratei de schimb, masa monetară și absorbția internă sunt afectate prin operațiuni valutare nesterilizate. Menținerea cursului necesită vânzare de rezerve străine contra monedă națională. Apoi, compensarea masei monetare eliminată prin prima operațiune necesită sterilizare, care implică injectare de lichidități. În țările emergente cu consiliu monetare la momentul inițial al crizei (țările baltice, Bulgaria,

Bosnia), cheltuirea de rezerve valutare nu permitea injectare de masă monetară, dacă nu este acoperită de rezerve străine. Dar și pentru celelalte țări cu, menținerea cursului prin reducerea cantității de monedă națională implică mai puține rezerve valutare cheltuite. Din acest motiv, menținerea cursului este însoțită de reducerea masei monetare, care determină efectele menționate: scăderea absorbției în termeni reali și, ulterior, reducerea prețurilor.

Așadar, primul impact este asupra scăderii absorbției reale, prețurile fiind rigide pe termen scurt. Reamintim că reducerea masei monetare și efectul asupra outputului apare și în cazul devalorizării, pentru a preveni creșterea prețurilor. Scăderea volumului PIB este un efect colateral al reducerii investițiilor străine, atunci când rezervele valutare nu pot compensa dezechilibrul extern și se dorește menținerea cursului nominal de schimb, prin operațiuni valutare care reduc masa monetară.

Contrația masei monetare influențează cererea internă pe mai multe căi, corespunzătoare diferitor canale de transmisie a politicii monetare³: (i) crește rata dobânzii, care poate atrage investiții străine dar le reduce pe cele interne datorită scumpirii creditelor; (ii) rezervele și depozitele băncilor scad, fapt ce limitează oferta de credit; (iii) scad prețurile activelor bursiere și se reduce valoarea de piață a firmelor, ceea ce înseamnă o valoare a colateralului mai redusă pentru obținerea de credite; (iv) prețul activelor imobiliare scade, ceea ce implică scăderea consumului și a cererii de creditare a gospodăriilor, prin efectul de bunăstare⁴, respectiv cel de bilanț⁵. Datorită acestor fenomene, reducerea fluxurilor de capital este de regulă urmată de crize valutare și bancare.

Concluzionând, ajustarea contului curent se poate face prin depreciere reală (care necesită pe termen scurt depreciere nominală) sau prin reducerea absorbției. În lipsa intervenției pe piața valutară, deprecierea nominală se realizează automat prin noul echilibru generat de diminuarea investițiilor străine.

³ Pentru o descriere detaliată a mecanismelor de transmisie monetare, precum și a modului cum au evoluat în timp, se pot consulta Mishkin (1996) și Boivin, Kiley și Mishkin (2010).

⁴ Efectul de bunăstare ("wealth effect" – en.) constă în sporirea cererii de credit și a consumului atunci când creșterea valorii activelor deținute de gospodării le creează impresia că își pot permite mai multe datorii și cheltuieli.

⁵ Efectul de bilanț ("balance-sheet effect" – en.) constă în creșterea prețurilor activelor pe care firmele și gospodăriile le prezintă drept garanții pentru a obține credite, fapt ce implică o sporire a cererii de credite.

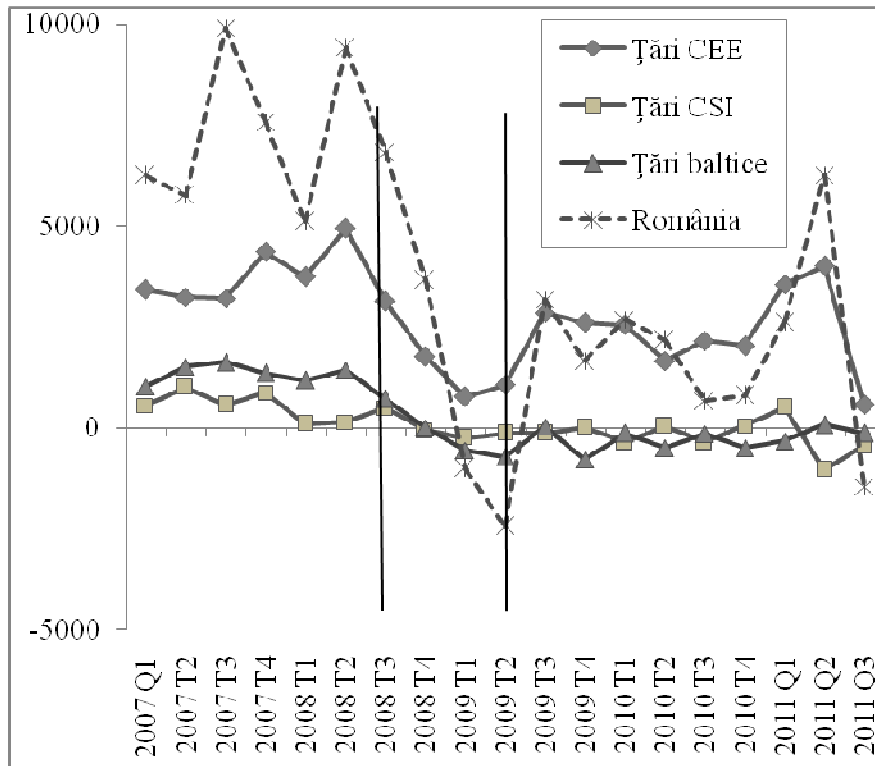
Un alt efect al reducerii influxurilor de capital extern în economiile EE îl reprezintă diminuarea finanțării externe a sectorului bancar. În perioada precedentă crizei financiare, pasivele externe ale băncilor au reprezentat în medie aproximativ 20% în țările CEE, 25% în țările CSI și aproape jumătate din pasivele totale – în țările baltice. După cum vom vedea în secțiunea următoare, finanțările externe nete ale băncilor au coborât la valori negative, semn că ieșirile de capital au fost mai importante decât intrările. Această nouă conjunctură a generat *reducerea drastică a ofertei de creditare* care, cumulată cu scăderea cererii de creditare a sectorului privat (datorită supraîndatorării), influențează semnificativ cererea agregată.

Este de presupus că impactul retragerii capitalului din țările est-europene a fost influențat și de *condițiile inițiale* ale fiecărei țări. Dintre aceștia, aprecierea reală a monedei relativ la noul echilibru al contului curent este crucială. Totodată, un rol important îl are amplitudinea intermedierei financiare deoarece un nivel ridicat al activelor financiare permite izolarea consumului și a investițiilor de oscilațiile veniturilor (gospodării) sau ale vânzărilor (firme). De asemenea, piața financiară amortizează impactul fluxurilor de capital străin supra prețurilor activelor. În fine, un ritm intensiv al creditării în perioada precedentă generează un grad sporit de îndatorare cu rol negativ asupra cererii interne în cazul reducerii veniturilor de pe urma ieșirilor de capital.

3. Reducerea finanțării externe și ajustarea absorbției interne

Vom analiza în continuare modul în care ritmul PIB al țărilor est-europene a fost afectat, pe termen scurt și mediu, de scăderea investițiilor străine. Vom folosi la analize aceleași grupe de țări menționate anterior, cu excepția celor vest-europene - care nu s-au confruntat cu reduceri substanțiale ale investițiilor străine nete în perioada crizei.

Pentru a analiza evoluția fluxului net de capital străin, în figura 1 am prezentat valori trimestriale neajustate sezonier, exprimate în USD, pentru perioada 2007 – 2011. Se observă că reducerea investițiilor are loc în principal în intervalul T4.2008 – T2.2009 (T = trimestru), după care intrările nete de capital încep să-și revină, însă nu la nivelul inițial. Țările CEE înregistrează cel mai mare declin, urmate de cele baltice. În cazul țărilor CSI (cu excepția Rusiei) investițiile străine au un declin mult mai redus.



Notă: Datele reprezintă medii simple ale grupelor. * La media investițiilor străine din țările CSI a fost exceptată Rusia, datorită fluctuațiilor ridicate care influențează puternic media grupei.

Sursa: Calcule proprii, pe baza datelor IMF – International Financial Statistics.

Figura 1: Fluxuri nete de investiții străine* (milioane USD)

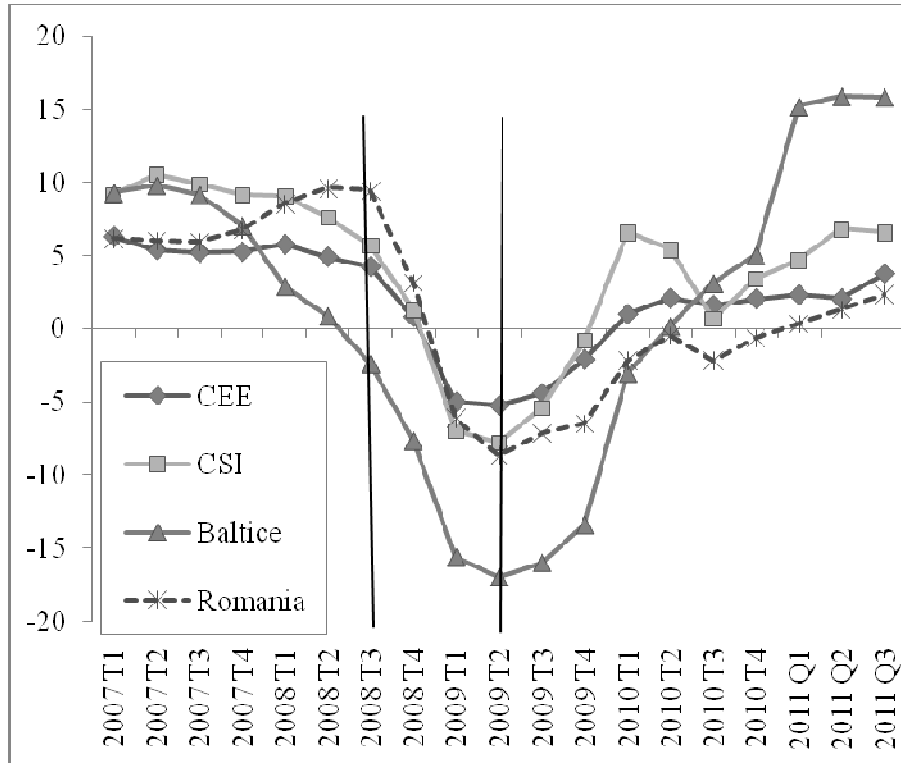
Variația PIB am evidențiat-o utilizând ritmuri de creștere trimestriale față de același trimestru al anului precedent, pentru eliminarea sezonaliității (figura 2). Marcând pe graficul PIB perioada menționată mai sus - corespunzătoare scăderii investițiilor - se observă că această perioadă coincide semnificativ cu o scădere drastică a ritmului PIB.

Pentru a corela diminuarea investițiilor cu reducerea PIB am construit am calculat mai întâi amplitudinea modificării investițiilor raportată la mărimea economiei, relevată de mărimea PIB din perioada de bază:

$$\Delta I / \text{PIB (p.p.)} = \Delta I \text{ medie(T4.2008-T2.2009)} / \text{PIB medie(T1.2008-T3.2008)} \quad (2)$$

ecuație în care ΔI reprezintă modificări absolute trimestriale, exprimate în USD, ale fluxului net de investiții străine, față de trimestrul

corespunzător al anului anterior, pentru eliminarea sezonității. PIB reprezintă produsul intern brut trimestrial exprimat în USD. Am utilizat PIB din perioada precedentă pentru a elimina influența scăderii PIB exprimat în USD ca urmare a devalorizării monedei interne față de USD, în perioada ieșirilor de capital⁶.



Notă: Datele reprezintă medii simple ale grupelor.

Sursa: calcule proprii, pe baza datelor IMF – International Financial Statistics.

Figura 2: PIB real, ritmuri față de același trimestru al anului precedent (%)

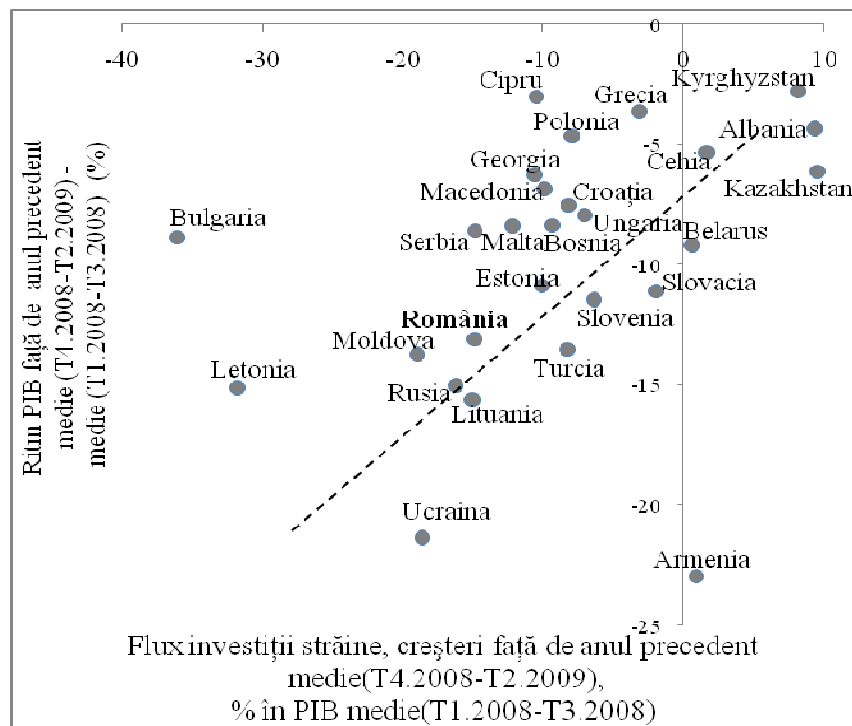
Apoi, am evidențiat abaterile ritmurilor PIB din perioada scăderii investițiilor față de trend, format din 3 trimestre anterioare:

$$\Delta\text{PIB}(\%) = \Delta\text{PIB}(\%) \text{ medie}(\text{T4.2008-T2.2009}) - \Delta\text{PIB}(\%) \text{ medie}(\text{T1.2008-T3.2008}) \quad (3)$$

⁶ Sula și Willett (2009), Rodrik și Velasco (1999), Radelet și Sachs (1998) au utilizat, de asemenea, această metodă pentru a analiza ieșirile de capital din perioada crizelor financiare din America Latină și Asia.

în care $\Delta\text{PIB}(\%)$ reprezintă ritmuri trimestriale față de trimestrul corespunzător din anul anterior.

Corelația dintre indicatorii (2) și (3) este redată în figura următoare:



Sursa: calcule proprii, pe baza datelor IMF – International Financial Statistics.

Figura 3: Corelația dintre reducerea investițiilor străine și scăderea ritmului PIB

În primul rând, figura 3 arată că în unele din țările CSI (Kazakhstan, Kyrghyzstan, Armenia și Belarus) dar și CEE (Albania și Cehia) ritmul PIB a scăzut deși nu au înregistrat reduceri de capital străin în intervalul analizat. Pe de altă parte, în Bulgaria, țară care a suferit cea mai consistentă reducere de capital străin, reducerea volumului PIB nu a fost proporțională. Motivul acestor excepții de la tendința generală constă în faptul că *ritmul PIB a fost influențat și de alți factori cu dispersie însemnată între țările considerate*: componenta export a PIB; utilizarea cheltuielilor guvernamentale pentru a compensa scăderea consumului privat, creditarea. Pe de altă parte, corelația de mai sus depinde de ponderea diferitor tipuri de investiții în retragerile de capital (investiții directe, împrumuturi bancare etc.), cu impact diferit asupra PIB.

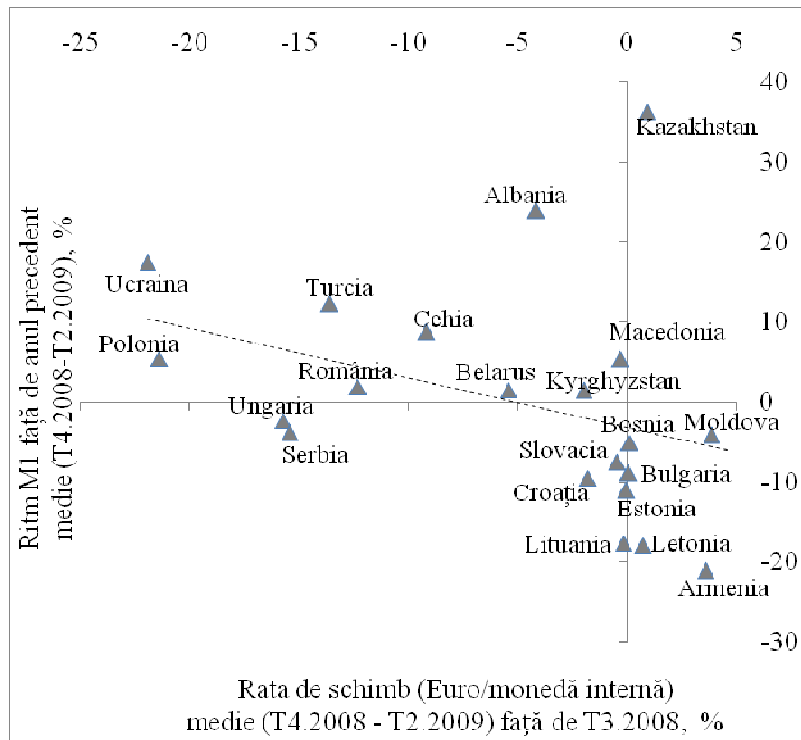
În al doilea rând, este semnificativ modul în care a fost gestionată ajustarea contului curent, mai precis prin depreciere nominală sau prin reducerea absorbției. Alegerea între cele două depinde major de statutul ratei de schimb. Spre exemplu, în 2008, țări precum cele baltice, Bulgaria, Bosnia-Herțegovina, Belarus și Ucraina aveau rate fixe de schimb în raport cu euro sau dolarul⁷, iar Slovacia (alături de Estonia și Lituania) se supunea restricțiilor impuse de ERMII, în vederea trecerii la euro în 2009 (Estonia – în 2011). De asemenea, alegerea depinde de capacitatea țării de a suporta o recesiune (nivelul șomajului, al datoriei publice etc.). Teoretic, în deprecierea are efect stimulat pentru output, iar reducerea masei monetare și a absorbției sunt mai reduse, după cum am explicat în secțiunea teoretică. Practic, acest efect este influențat, în primul rând, de răspunsul sectorului de bunuri comercializabile la deprecierea monedei, depreciere care sporește competitivitatea externă și face producția acestor bunuri mai profitabilă. Conținutul de importuri al exporturilor este, de asemenea, crucial. Totodată, cererea externă joacă un rol hotărâtor în expansiunea exportului, în urma deprecierei.

În cazul menținerii cursului de schimb prin intervenția băncii centrale, impactul asupra masei monetare este influențat de gradul de sterilizare a reducerii masei monetare apărute pe urma operațiunilor valutare de menținere a cursului de schimb. În figura 4 am prezentat corelația dintre devalorizare și ritmul masei monetare M1. Graficul confirmă faptul că țările cu devalorizări mai reduse au suferit reduceri mai ample ale masei monetare, prin intervenții valutare nesterilizate.

Diferențele privind evoluția M1 în țările care au păstrat rata de schimb sunt date de amplitudinea ieșirilor de capital și a balanței comerciale. Spre exemplu, Kazahstan – țara cu cel mai înalt ritm al M1, - nu a suferit reduceri ale capitalului străin. Pe de altă parte, în Armenia, deși nu s-au redus intrările de capital străin, deteriorarea balanței comerciale a generat presiuni asupra cursului de schimb. Contracarea deprecierei prin cheltuire nesterilizată de rezerve valutare, împreună cu reducerea creditării, a generat o scădere a M1 cu aproape 21% în cele 3 trimestre analizate, comparativ cu 3 trimestre anterioare. În Ucraina, economia a fost afectată atât de reducerea finanțării externe, cât și de cea a veniturilor din export (datorată căderii prețului oțelului și sistării furnizării de gaze naturale de către Rusia ca urmare a neplății unor datorii către Gazprom fapt ce a afectat puternic

⁷ În 2008, în Estonia, Lituania, Bulgaria, Bosnia-Herțegovina erau instituite consilii monetare cu rate fixe față de Euro; în Letonia – rată fixă față de Euro; în Ucraina și Belarus – rate fixe față de USD. În 2008, Ucraina și Belarus au devalorizat moneda față de USD cu 60%, respectiv 20%. În 2011, Belarus a devalorizat din nou cu 56%.

industria metalurgică și constructoare de mașini). Ca urmare, devalorizarea a fost pe măsură.



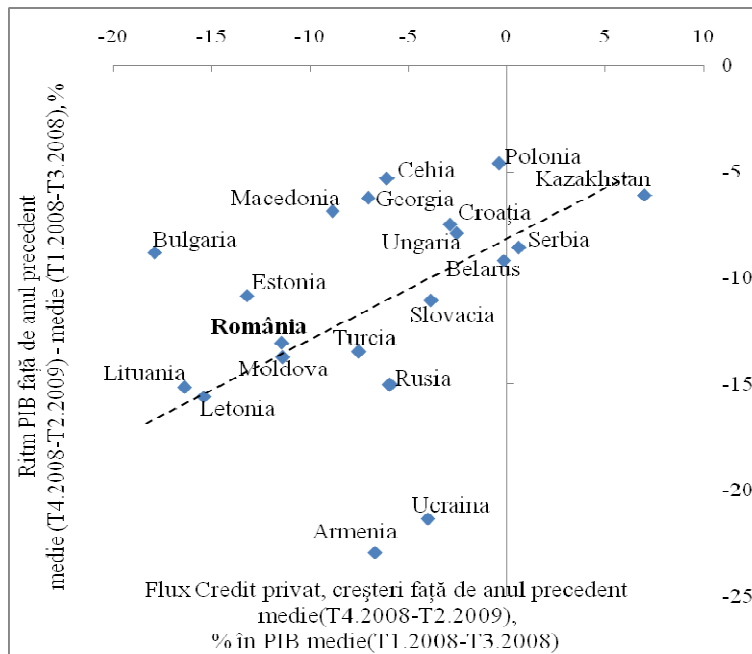
Sursa: calcule proprii, pe baza datelor IMF – International Financial Statistics.

Figura 4: Corelația dintre devalorizarea nominală și ritmul M1

Creditarea reprezintă principalul canal prin care s-a transmis efectul diminuării finanțării externe asupra masei monetare și contracției economice a țărilor analizate (figura 5). Reducerea creditării a fost generată de intervențiile băncii centrale care au redus baza monetară, de reducerea finanțării externe a sectorului bancar, dar și de creșterea riscului de credit, incertitudinea apărută pe piața interbancară, alături de diminuarea cererii de credit a sectorului privat (datorită situației bilanțiere precare de la debutul crizei, în 2008). Amplitudinea reducerii creditării am calculat-o în raport cu mărimea economiei, relevată de mărimea PIB din perioada de bază:

$$\Delta C/PIB \text{ (p.p.)} = \Delta C \text{ medie(T4.2008-T2.2009)} / PIB \text{ medie(T1.2008-T3.2008)} \quad (4)$$

unde ΔC reprezintă modificări absolute trimestriale ale fluxului de credit privat față de trimestrul corespunzător al anului anterior, ambele exprimate în monedă națională, pentru a elimina influența devalorizării. Fluxul trimestrial de credit privat ΔC a fost calculat ca diferență între stocul de credit de la sfârșitul trimestrului respectiv și cel de la sfârșitul trimestrului precedent. PIB reprezintă produsul intern brut trimestrial exprimat în monedă națională.



Sursa: calcule proprii, pe baza datelor IMF – International Financial Statistics.

Figura 5: Corelația dintre reducerea creditării private și cea a ritmului PIB

Scăderea ritmului masei monetare a condus, pe lângă reducerea ritmului PIB real, la scăderea prețurilor (ajustând rata reală de schimb) și a importurilor. Ambele au contribuit la sporirea soldului contului curent. Referitor la prețuri, cu cât acestea au fost mai flexibile și au scăzut mai ușor, cu atât au absorbit mai mult din șocul reducerii masei monetare, iar impactul asupra volumului PIB a fost mai redus. Efectul scăderii prețurilor depinde însă de inflația înregistrată în perioada precedentă, după cum arată Popov (2011). Dacă această inflație a fost deja redusă, scăderea în continuare a prețurilor va avea efect recesionist, afectând produsul intern. În ce privește

importul, cu cât este mai mare înclinația cererii interne către bunuri de import, cu atât scăderea absorbției totale s-a transmis preponderent către reducerea importului și mai puțin către cererea de produse interne, deci PIB a fost mai puțin afectat. Merită menționat și faptul că efectul reducerii masei monetare (M) asupra PIB și a prețurilor este legat și de evoluția vitezei de rotație a banilor (V), conform relației clasice $M*V=P*T$ (P=prețuri, T=tranzacții).

În tabelul am calculat, pentru perioada T4.2008-T2.2009, intensitatea corelației pe termen scurt dintre reducerea investițiilor străine nete (totale și a finanțărilor externe ale băncilor), pe de o parte, și cea a modificării ritmului PIB și a creditării, de cealaltă parte. Se observă că finanțările externe ale băncilor au coeficienți mai ridicați, ceea ce relevă ponderea lor importantă în reducerea creditării și PIB. Rezultatele obținute arată că o reducere a investițiilor străine nete cu 1p.p. din PIB a condus la o reducere a ritmului PIB cu 0,28%, respectiv a creditării cu 0,36 p.p. din PIB. Pentru finanțările externe nete ale băncilor, impactul reducerii cu 1 p.p. este 0,54%, respectiv de 0,60 p.p. din PIB. Datorită numărului mic de observații, rezultatele sunt însă doar orientative, atât în ce privește coeficienții, cât și gradele de determinare.

Tabelul 1

Diminuarea investițiilor străine, ritmul PIB și al creditării (termen scurt)

Factori	Variabile dependente	Ritm PIB ¹ , medie (T4.2008-T2.2009) - medie(T1.2008-T3.2008), %		Flux Credit privat ² medie(T4.2008-T2.2009) / PIB medie(T1.2008-T3.2008), p.p.	
Investiții străine totale nete ² medie(T4.2008-T2.2009) / PIB medie(T1.2008-T3.2008), p.p.		0,28*** (4,05)	-	0,36*** (3,52)	-
Finanțări nete ale băncilor ² medie(T4.2008-T2.2009) / PIB medie(T1.2008-T3.2008), p.p.		-	0,54** (2,74)	-	0,60** (2,34)
R ²		0,43	0,35	0,42	0,24
F		16,42	7,52	12,37	5,49
Nr. Obs.		24	16	19	19

¹ Ritmuri față de același trimestru al anului anterior.² diferențe absolute față de același trimestru al anului anterior. ***,**,*=parametru semnificativ pentru $\alpha = 0,01;0,05;0,10$.

Sursa: Calcule proprii, pe baza datelor furnizate de IMF – International Financial Statistics.

În tabelul 2 am calculat măsura în care impactul ieșirilor de capital asupra PIB a fost influențat de deprecierea nominală a monedei și de anumite condiții

inițiale ale economiilor în cauză: aprecierea reală a monedei în perioada precedentă, ritmul creditării private (% în PIB) din perioada precedentă; gradul intermedierei financiare (aproximat de ponderea datoriei private în PIB).

Tabelul 2

Influența devalorizării și a unor condiții inițiale, asupra efectului diminuării investițiilor străine

Factori	Variabile dependente	Ritm PIB ¹ , medie (T4.2008-T2.2009) - medie(T1.2008-T3.2008), %			
		(1)	(2)	(3)	(4)
Investiții străine totale nete ² medie(T4.2008-T2.2009) / PIB medie(T1.2008-T3.2008), p.p.		0,31*** (4,26)	-0,05 (-0,27)	0,03 (0,13)	0,46*** (4,07)
Investiții străine ^{2*} Rata de schimb (Euro/monedă internă), medie(T4.2008-T2.2009) / T3.2008, %		0,002 (0,27)	-	-	-
Investiții străine ^{2*} Ritmul ratei reale de schimb (medie 2004-2007)		-	0,06*** (3,09)	-	-
Investiții străine ^{2*} Ritmul creditului privat, % în PIB (medie 2004-2007)		-	-	0,01 (1,48)	-
Investiții străine ^{2*} Nivelul creditului privat, % în PIB, 2008		-	-	-	-0,003** (-2,12)
R ²		0,54	0,67	0,49	0,49
R ² ajustat		0,48	0,61	0,43	0,43
F		9,30	10,29	9,46	9,01
Nr. Obs.		19	13	23	22

¹ Ritmuri față de același trimestru al anului anterior. ² diferențe absolute față de același trimestru al anului anterior. ***, **, * =parametru semnificativ pentru $\alpha = 0,01; 0,05; 0,10$.

Sursa: Calcule proprii, pe baza datelor furnizate de IMF – International Financial Statistics.

În concordanță cu figura 4, coloana (1) a tabelului arată că devalorizarea nominală nu a influențat semnificativ efectul investițiilor asupra PIB, printre principalii factorii care au condus la acest rezultat numărându-se conținutul ridicat de importuri al produselor exportate, alături de efectul deprecierei asupra creșterii prețurilor. Totodată, timpul scurt (3 trimestre) nu a permis devalorizării să-și facă efectul asupra stimulării exportului.

Coloana (2) arată că introducerea ritmului anterior al ratei reale de schimb conduce la parametru semnificativ ($t=3,09$), însă investițiile luate

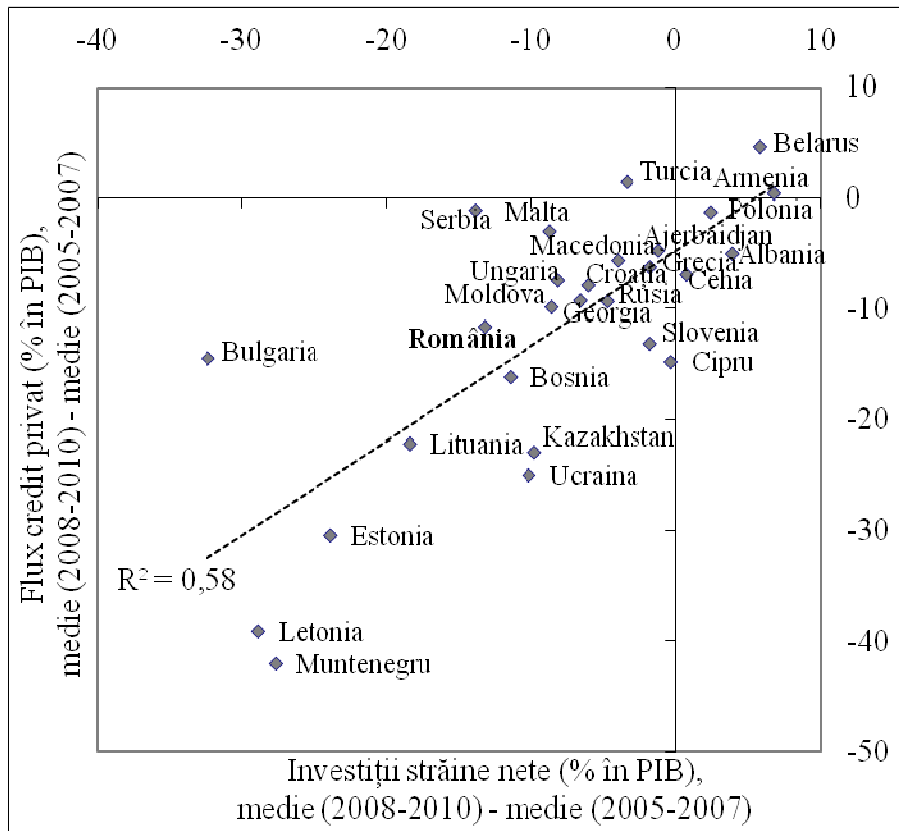
separat își pierd semnificația. Acest lucru, alături de creșterea importantă a gradului de determinare, arată o corelație între cei doi termeni (reducerea investițiilor și creșterea anterioară a ratei reale de schimb), deci rezultatul este distorsionat, neconcludent; la acest lucru contribuie și numărul mic de observații.

În cazul ritmului creditării anterioare (coloana 3), parametrul este ne semnificativ, deci ritmul ridicat al îndatorării nu a influențat efectul reducerii investițiilor. Doar introducerea gradului inițial al intermedierei financiare, în coloana (4), are într-adevăr o influență semnificativă: semnul negativ confirmă că, cu cât acesta (nivelul intermedierei) a fost mai ridicat, cu atât efectul reducerii capitalului străin asupra absorbției interne s-a diminuat.

Pe termen mediu, după ajustarea contului curent, efectul reducerii finanțării străine totale și bancare asupra creditării a crescut (comparativ cu cel pe termen scurt) deoarece variația creditării nu a mai fost influențată de diferențele între țări în ce privește intervențiile băncii centrale. Efectul s-a limitat, în principal, la influența finanțării externe a băncilor, motiv pentru care coeficientul și gradul de determinare sunt superioare. Dar și celelalte categorii sunt relevante deoarece orice formă de capital străin intrat în țară constituie depozite și, ca urmare, o sursă de creditare.

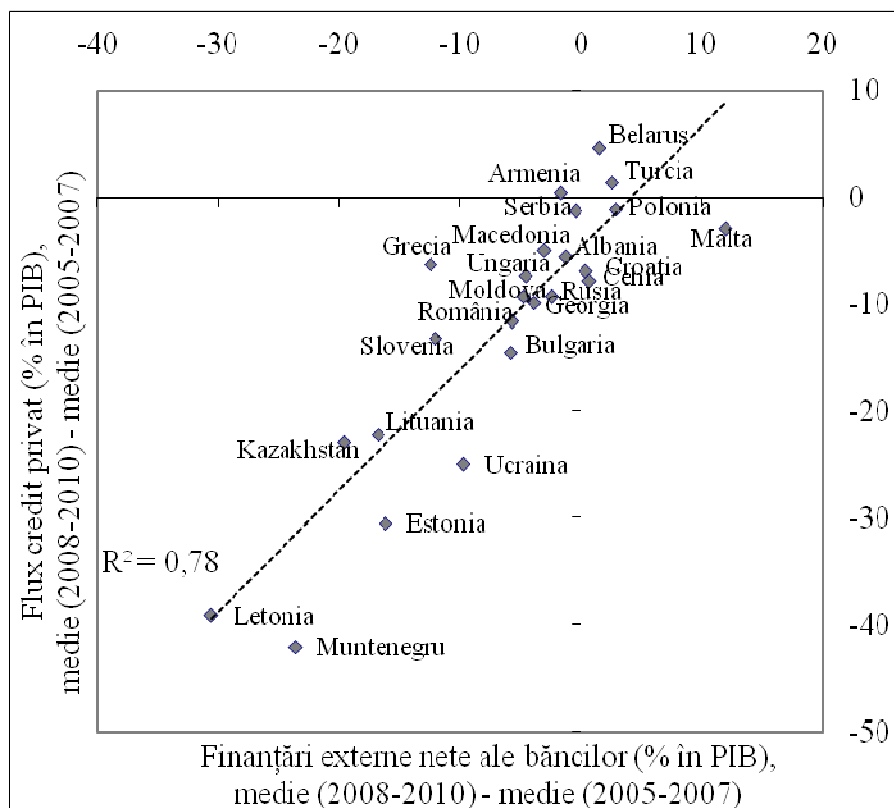
În ce privește corelația finanțării externe cu PIB, aceasta s-a diminuat datorită creșterii importanței altor factori (cel mai important este exportul) în explicarea evoluției PIB. Pe de altă parte, pe termen mediu și lung, o altă componentă a investițiilor străine - cele directe - poate avea un rol de diminuare a capacităților de producție și implicit a outputului.

Influența asupra creditării private a diminuării investițiilor străine totale și bancare din perioada crizei (2009-2010) față de perioada de expansiune (2005-2007) este redată în figurile 6-7. După cum era de așteptat, diminuarea finanțării externe ale băncilor are un impact mai puternic asupra creditării, dar și investițiile totale au un efect considerabil.



Sursa: Calcule proprii, pe baza datelor IMF – International Financial Statistics.

Figura 6: Corelația dintre reducerea investițiilor străine și cea a creditării private



Sursa: Calcule proprii, pe baza datelor IMF – International Financial Statistics.

Figura 7: Corelația dintre reducerea finanțării externe ale băncilor și cea a creditării private

Rezultatele analizei econometrice privind impactul pe termen mediu al reducerii capitalului străin asupra creditării și ritmului PIB sunt redată în tabelul 2.3. Coeficientul supraunitar (1,13 p.p.) al modificării creditului la modificare cu 1 p.p. a finanțării bancare relevă impactul deosebit al celor din urmă asupra ofertei de credit și, implicit, asupra creșterii economice. De asemenea, gradul de determinare este și el mai ridicat în comparație cu influența investițiilor străine totale, fapt ce relevă importanța deosebită a finanțării externe a băncilor.

Tabelul 3

Diminuarea investițiilor străine, ritmul PIB și al creditării (termen mediu)

Factori	Ritm anual PIB/locuitor, medie (2009-2010) – medie (2005-2007), %			Flux anual Credit privat ² / PIB, medie (2009-2010) – medie (2005-2007), p.p.	
	Variabile dependente				
Investiții străine totale nete / PIB, medie (2009- 2010) – medie (2005-2007), p.p.	0,21*** (3,60)	-	-	0,86*** (5,85)	-
Finanțări nete ale băncilor / PIB, medie (2009-2010) – medie (2005-2007), p.p.	-	0,24*** (3,21)	-	-	1,13*** (8,73)
ISD brute / PIB, medie (2009-2010) – medie (2005-2007), p.p.	-	-	0,21*** (1,02)	-	-
R ²	0,34	0,31	0,04	0,58	0,78
F	12,95	10,33	1,03	34,26	76,31
Nr. Obs.	27	25	25	27	24

***,**,*=parametru semnificativ pentru $\alpha = 0,01;0,05;0,10$.

Sursa: calcule proprii, pe baza datelor furnizate de IMF – International Financial Statistics.

Coeficienții modificărilor ritmului PIB la modificarea investițiilor străine au scăzut comparativ cu analiza precedentă (pe termen scurt) datorită influenței în creștere a exportului și altor factori asupra variației PIB. În cazul ultimului tip de investiții analizat – ISD brute – nu există o influență notabilă asupra ritmului PIB. Aceasta deoarece ISD constau tot mai mult în preluări ale unei părți din acțiunile unei companii interne, și tot mai puțin în crearea de noi capacități de producție – așa-numitele investiții „la firul ierbii”. Ca urmare, diminuarea ISD nu afectează PIB.

4. Concluzii

Analizele efectuate au relevat că efectul pe termen scurt ale diminuării finanțării externe asupra economiei reale s-a datorat ajustării absorbției interne, prin reducerea masei monetare. Impactul este semnificativ dar extrem de diversificat pe țări, în funcție de o multitudine de alți factori specifici fiecărei țări, dintre care amintim: modul în care s-a gestionat ajustarea contului curent: prin devalorizare nominală sau prin reducerea absorbției; gradul de sterilizare a scăderii masei monetare datorate operațiunilor valutare de menținere a cursului; flexibilitatea în jos a

prețurilor; înclinația marginală a cererii către bunuri importate; condițiile inițiale ale economiilor afectate și altele.

Această recesiune a arătat pe deplin partea negativă a dependenței de investiții străine a economiilor est-europene. Acest lucru nu înseamnă, bineînțeles, că statele în cauză trebuie să împiedice pătrunderea capitalului, ci doar că acesta nu trebuie lăsat să conducă la supracreditare și creșterea excesivă a cererii interne, care de regulă generează deficit comercial, creșterea prețurilor, aprecierea reală a monedei și alte fenomene descrise în secțiunea teoretică. În acest mod, efectele ulterioare ale unei potențiale reduceri a capitalului extern pot fi considerabil atenuate. Totodată, o diversificare a surselor de finanțare externă, prin includerea unor surse din afara Europei, ar putea izola țările EE de șocurile financiare din această zonă. Altminteri, creșterea economiilor EE, printre care și România, va rămâne în continuare dependentă de agențiile străine de rating care validează sau nu oportunitatea investițiilor străine, finanțări fără de care țările amintite nu pot supraviețui.

BIBLIOGRAFIE

1. Assmann, C.; Boysen-Hogrefe J. (2010) - *Analysis of Current Account Reversals via Regime Switching Models*, în *Economic Change and Restructuring*, Vol. 43, p. 21-43.
2. Boivin, J., Kiley, M.T., Mishkin, F. (2010) – *How Has the Monetary Transmission Mechanisms Evolved over Time?* NBER Working paper 15879, April, p.1-27
3. Hutchison, M.M.; Noy, I. (2002) – *Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets*, Working paper of University of California, Santa Cruz, p.1-41
4. Isărescu, M. (2009) – *Finanțarea dezechilibrului extern și ajustarea macroeconomică în condițiile crizei financiare. Cazul României*, discurs susținut cu ocazia primirii ca Membru Corespondent pentru România al Academiei Regale a Doctorilor din Spania, p.1-39.
5. Milesi-Feretti, G.M.; Razin, A. (1998) - *Current Account Reversals and Currency Crises, Empirical Regularities*, NBER Working Paper no 6620, June, p.30-31
6. Mishkin, F.S. (1996) – *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, Banque de France Bulletin Digest No. 27, p. 33-44
7. Montiel, P.; Reinhart, C.(2001) – *The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s*, MPRA Paper no 7577, p.1-46
8. Popov, V. (2011) – *To Devalue or not to Devalue? How East European Countries Responded to the Outflow of Capital in 1997-99 and in 2008-09*, CEFIR / NES Working Papers No 154, p.17-23
9. Radelet, S.; Sachs, J. (1998) – *The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects*, Brooking Paper of Economic Activity 1, 1-90
10. Rajan, R.S. (2005) – *Financial Crisis, Capital Outflows and Policy Responses: Simple Analytics and Examples from East Asia*, slightly revised version forthcoming in Journal of Economic Education, p.11
11. Rodrik, D.; Velasco, A. (1999) – *Short-term capital flows*, NBER Working Paper, no. 7364, p.1-31

12. Sachs, J.; Tornell, A.; Velasco, A. (1997) – *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995*, Harvard University Paper No.97-1, January, p. 1-65
13. Sula, W.; Willett, T.D. (2009) – *The reversibility of different types of capital flows to emerging markets*, *Emerging markets Review* 10, p.296-310