



Leonardo BADEA

POLICY PAPER

NECESITATEA DE A ASIGURA O CREȘTERE ECONOMICĂ CONSECVENTĂ ȘI FAVORABILĂ INCLUZIUNII

**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 DE A ASIGURA O CREȘTERE ECONOMICĂ CONSECVENTĂ ȘI FAVORABILĂ INCLUZIUNII, CARE SĂ FACILITEZE REDUCEREA INEGALITĂȚILOR SOCIALE



Autor:

Leonardo Badea

Profesor universitar, doctor

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

S-a spus deja și s-a dovedit că actuala criză are caracteristici și implicații diferite de alte crize din trecut. Suntem în prezența unei crize de natură medicală, care se îndreaptă spre o criză economică și, probabil, chiar către una financiară, ulterior. Pachetele financiare și măsurile anticriză luate de statele naționale, organismele internaționale și europene sunt necesare și ajută la ameliorarea situației dar sunt încă departe de a aduce o rezolvare definitivă.

În contextul crizei pandemice, s-a evidențiat încă o dată că economia mondială, deși complexă, este destul de fragilă ca sistem și în general depinde de existența unui mediu stabil de sănătate și siguranță pentru populație. Devine din ce în ce mai clar că trebuie să extindem robustețea economică într-o abordare similară celei pe care o avem atunci când urmărim să asigurăm stabilitatea sistemului financiar, astfel încât să implementăm și în economie (nu doar în sistemul financiar) în mod proactiv și contra-ciclic, instrumente menite să asigure stabilitatea macroeconomică prin care să se acumuleze amortizoare timpurii ce care pot fi utilizate atunci când apar evoluții nefavorabile.

O provocare importantă este legată de construirea unor lanțuri de aprovizionare mai robuste, dezvoltarea de soluții fintech inovatoare dar sigure și creșterea ponderii produselor și serviciilor digitalizate. Ne vom confrunta în viitor cu provocări mai numeroase și mai grave/complexes decât eram obișnuiți să avem până acum, generate de o mare diversitate de factori precum deteriorarea climei, creșterea populației și migrația, noi tendințe sociale, inegalități în creștere, deficitul de resurse, pericole biologice etc. Într-un mediu atât de dificil, organizațiile și comunitățile (de orice fel) trebuie să fie agile. Pe scurt, ne îndreptăm spre o nouă eră pe care o putem numi epoca adaptabilității.

Se poate observa că, la nivel global, există o creștere a incertitudinii, ceea ce duce la reducerea încrederii investitorilor și la înrădăcinarea unui sentiment de insecuritate financiară în segmentul cu venituri mici al populației. Cea mai eficientă parte a unei soluții împotriva acestor evoluții nedorite și ample este reducerea inegalităților globale și sociale și sprijinirea programelor care vizează creșterea ocupării forței de muncă, stimularea economiei ecologice și consolidarea poziției întreprinderilor mici și mijlocii. Finanțarea acestor programe se poate face prin intermediarii financiari actuali, transformându-i în

organizații cu impact social pozitiv, cu misiunea de a asigura dezvoltarea unui mediu economic durabil.

A devenit clar că, pentru a avea pace socială, trebuie să acționăm decisiv și cu convingere împotriva inegalităților, prin conceperea unei economii capabile de creștere consecventă, favorabilă incluziunii.

Testul pentru unitatea Europei în fața unui dezastru de magnitudine ce se întâmplă poate mai rar de o dată la 100 de ani a fost urmat rapid de dovezi clare și decisive de solidaritate care au luat forma unei mobilizări masive a națiunilor și inițierea unor programe de sprijin economic fără precedent.

Suntem acum într-o situație de auto-învățare. Este foarte dificil de știut de la început care vor fi rezultatele măsurilor economice (aceasta este una dintre provocările importante în studiul științelor economice), dar putem descoperi de-a lungul drumului ce tip de instrumente funcționează în astfel de circumstanțe (într-un mod similar celui în care vom descoperi vaccinurile adecvate și formulele de tratament pentru boală). Este totodată la fel de adevărat că există decalaje de dezvoltare între economiile europene, unele dintre ele fiind afectate în mod diferit (mai puternic) și fiind nevoite să rezolve probleme structurale care datează de dinainte de criză (de asemenea, similar modului în care boala are manifestări diferite – mai severe – pentru persoanele cu afecțiuni medicale deja existente).

De exemplu, în România suntem de ceva timp conștienți de câteva probleme economice, inclusiv de o vulnerabilitate legată de nivelul scăzut de intermediere financiară, care este de aproximativ 26% pentru sectorul bancar (măsurat ca raport între creditul bancar intern și PIB) și de aproximativ 17% pentru piața financiară nebancaară (măsurată ca active totale în PIB). În aceste condiții, printre multele întrebări importante la care avem nevoie să găsim răspunsuri / soluții, ar trebui să includem, de asemenea, și următoarele două teme:

- Cum poate fi majorat acest nivel redus de intermediere, în condițiile date?
- Care va fi mixul de condiții care vor cataliza actorii financiari bancari și nebancaari, locali și din străinătate, și le vor permite să identifice noi/mai multe oportunități de a crește în mod durabil și, în timpul procesului, să dezvolte/extindă piața locală, având în vedere riscurile (inerente) implicate?

Cine analizează creșterea economică a României va constata că aceasta a fost susținută și rapidă în ultimii 5 ani, înainte de pandemia COVID-19. Dar va identifica, de asemenea, deficiențe, vulnerabilități și riscuri încorporate acestei creșteri peste media europeană. Unele dintre ele sunt naturale, deoarece nu există nici o îndoială că vom fi, probabil, întotdeauna în măsură să identificăm unele riscuri în tot ceea ce este în creștere rapidă. Dar această creștere rapidă arată și că economia noastră are potențial și resurse și va continua să ofere oportunități investitorilor, chiar și într-un cadru de politici mai conservatoare.

Este relevant în acest context faptul că piața de capital din România a trecut la statutul de piață secundară emergentă, care va intra în vigoare începând cu septembrie 2020.

Acestea sunt doar câteva argumente principale în favoarea ipotezei că băncile ar trebui să poată identifica oportunități de finanțare și pot extinde gama produselor pe care le oferă publicului local și companiilor. Acest lucru va fi posibil mai ales dacă vom reuși să remodelăm structura și nivelul capitalizării companiilor din economia reală. De fapt, ne

confruntăm cu o provocare de natură economică pe care o putem rezolva dacă îndeplinim cumulativ două condiții: prima, pentru companii în general, de (re)capitalizare pentru a re(deveni) bancabile, iar a doua, pentru bănci, pentru de a identifica oportunitățile de afaceri.

Dar băncile nu sunt singurii actori ai sistemului financiar. Intermediarii financiari nebankari pot juca un rol din ce în ce mai important. Din punctul de vedere al finanțării prin intermediul pieței de capital, țările europene, și cu atât mai mult țările est-europene, nu au o tradiție atât de semnificativă și de succes în comparație cu SUA. Și în România sistemul bancar este principalul finanțator, de aceea fluxurile financiare generate de acesta sunt (cele mai) importante. Dar fluxurile financiare generate de piața de capital, au deja o anumită istorie și pot deveni mai relevante, cu timpul. Printre acestea, fluxurile de investiții străine de portofoliu sunt foarte importante și constituie un semnal de încredere în economia românească.

Schimbările economice care vor urma actualei crize medicale sunt inevitabile. Pandemia COVID-19 a determinat un impuls pentru adoptarea de soluții Fin-tech în economie și sistemul financiar. Societățile financiare nebankare sunt în prezent mai adaptate la utilizarea unor astfel de instrumente și tehnologii decât băncile, care tradițional sunt mai prudente și mai puternic reglementate. Astfel, criza ar putea, de asemenea, să accentueze o tendință care a apărut anterior acesteia: creșterea rolului intermediarilor financiari nebankari. Acest lucru ar putea spori fluxurile financiare legate de piața de capital, cu avantajele și cu riscurile lor deja cunoscute (și poate cu unele necunoscute suplimentare).

Fluxurile de investiții străine de portofoliu, care sunt de obicei legate de fluxurile financiare derulate prin piața de capital, sunt recunoscute pentru potențialul lor de accentuare a volatilității variabilelor financiare și macroeconomice cheie, de aceea este esențial ca țările emergente, în special, să aibă economii robuste capabile să reziste la șocurile generate de posibile opriri bruște ale fluxurilor de capital sau chiar de retrageri semnificative ale investițiilor străine. Cu toate acestea, fluxurile de investiții străine de portofoliu nu ar trebui ignorate, deoarece pot completa fluxurile de investiții străine directe, mai mari și mai semnificative, care beneficiază de obicei de mult mai mult interes din partea decidenților de politici, în special în economiile emergente și în particular în România. Investițiile străine de portofoliu pot contribui, de asemenea, la creșterea atât de necesară a nivelului intermediarii financiare (prin intermediul fondurilor locale de investiții).

Investițiile străine reprezintă un factor-cheie al performanței economice și al echilibrelor macroeconomice. În special pentru economiile mici deschise în curs de dezvoltare, așa este cazul economiei românești, unde capitalul local este de obicei insuficient pentru a susține funcționarea și dezvoltarea la nivelul potențial a tuturor ramurilor activităților economice, investițiile străine (sau lipsa acestora) influențează valoarea adăugată și modelează structura economiei, influențând formarea de capital și nivelul competitivității externe. Dintr-un alt punct de vedere, economiile emergente mici sunt, în general, caracterizate de piețe de capital superficiale, astfel încât intrările și ieșirile de capital au, de obicei, un impact asupra cererii și ofertei mai multor clase de active financiare, influențând tendințele (pe termen mediu) ale prețurilor acestora, așa cum se întâmplă în cazul acțiunilor, obligațiunilor și ratelor dobânzilor sau cotațiilor valutare.

Există, de asemenea, și un efect indirect al investițiilor străine asupra variabilelor economice și financiare menționate mai sus, deoarece dimensiunea și direcția acestor

fluxuri sunt adesea comparate de analiști și investitori cu dimensiunea și dinamica soldului contului curent (care descrie parțial poziția externă a unei țări). Astfel, investițiile străine directe sunt legate de sentimentul general al investitorilor față de această țară și reflectă nivelul de încredere pe care comunitatea de investiții îl are în prosperitatea, previzibilitatea, buna funcționare și corectitudinea în desfășurarea afacerilor specifice acelei țări.

Fluxurile potențial volatile de investiții străine de portofoliu pot complica cadrul de politici macro-financiare în economiile emergente și ar putea avea implicații negative pentru stabilitatea financiară, ducând la materializarea vulnerabilităților și facilitând contagiunea. Potrivit unui studiu inclus de BCE în ediția din iunie 2011 a Financial Stability Review, cu doi ani înainte de turbulențele din 2013 care au urmat anunțului făcut de FED că va reduce ritmul achizițiilor sale de obligațiuni de trezorerie („tapper tantrum”), „pe termen scurt, fluxurile de investiții străine de portofoliu determinate de factori volatili, cum ar fi, de exemplu, comportamentul de turmă în rândul investitorilor sau căutarea randamentului și a apetitului global pentru risc, ar putea duce la o evaluare incorectă pe piețe a prețurilor activelor financiare, cu riscul asociat unei ajustări bruște.” Au existat destul de multe alte situații foarte bine cunoscute în care fluxurile de investiții străine de portofoliu au fost asociate cu episoade de instabilitate financiară pe piețele emergente, de exemplu crizele economice din Mexic în 1994 și Asia în 1997. Cele mai importante efecte negative identificate de studiul BCE au fost legate de creșterea ratei de schimb valutar și a volatilității prețurilor activelor, urmată de o deteriorare bruscă a condițiilor de finanțare internă.

Având în vedere toate acestea, mulți analiști macroeconomici și cercetători studiază modelul evoluției investițiilor străine, atât în ansamblu, cât și pe componente, și investighează interconexiunile cu variabilele macroeconomice și financiare relevante, la nivel național sau regional. În timp ce majoritatea studiilor privind investițiile străine directe caută să identifice legăturile dintre evoluția acestora și cea a variabilelor macroeconomice, investițiile străine de portofoliu sunt investigate în principal în raport cu mișcările pieței financiare. Mai precis, compararea și rezumarea celor mai relevante lucrări de cercetare în acest domeniu conduce către concluzia că majoritatea studiilor ar putea fi clasificate în funcție de două criterii principale:

- Tipul (natura) variabilelor economice care sunt studiate în legătură cu investițiile străine de portofoliu, clasificarea făcând-se în principal în două categorii: variabile specifice piețelor financiare și variabile macroeconomice;
- Natura (direcția) relației, având, de asemenea, două tipuri posibile de studii: unul în care autorii caută factorii determinanți ai fluxurilor de portofoliu străin și o altă categorie în care sunt investigate efectele acestora.

O abordare mai cuprinzătoare pune în legătură cele două perspective atunci când se analizează investițiile străine de portofoliu atât pe total, cât și în componentele sale principale iar ulterior este testată legătura acestora cu un set de variabile relevante care includ atât unele legate de evoluția piețelor financiare cât și altele legate de evoluția economiei reale.

Un studiu recent pe care l-am realizat având în vedere această abordare cuprinzătoare, atât la frecvența lunară, cât și trimestrială, folosind metode care includ regresia liniară OLS, modele VAR și teste de cauzalitate Granger, a oferit suficiente dovezi statistice pentru a susține că, pentru România, în perioada 2005-2009, au existat legături semnificative din punct de vedere statistic între majoritatea componentelor din structura investițiilor străine de

portofoliu și principalul indice local al pieței de capital (BET), randamentele instrumentelor cu venit fix pe termen lung (obligațiuni suverane românești de 10 ani emise în moneda locală), cursul de schimb EURRON și exporturile nete. În același timp, rezultatele noastre nu oferă suficiente dovezi pentru a susține ipoteza unei legături semnificative statistic între modificările investițiilor de portofoliu străin și variația ratelor pieței monetare, formarea brută de capital fix sau valoarea adăugată brută, pentru România.

Înțelegerea particularităților efectelor investițiilor de portofoliu străin asupra piețelor financiare și economiei românești este importantă, deoarece răspunsurile politicilor publice trebuie adaptate la circumstanțele fiecărei țări. Astfel, menținerea unui mix adecvat de politici macroeconomice și macroprudențiale, dublate de un cadru flexibil dar eficient și solid pentru reglementarea și supravegherea sectorului financiar va facilita o creștere a intermedierei, în prezența unor reforme structurale bine calibrate, atenuând în același timp riscurile potențiale asociate în mod organic fluxurilor de investiții străine de portofoliu.

