

Leonardo Badea (BNR): Nivelul si volatilitatea cursului de schimb sunt doua concepte total diferite

Nivelul si volatilitatea cursului de schimb sunt doua concepte total diferite, iar importanta lor pentru sectorul economic real, fiscal si cel financiar difera semnificativ, arata prim-viceguvernatorul Bancii Nationale a României (BNR), Leonardo Badea, în expunerea "Cursul nominal de schimb - de ce nivelul si volatilitatea nu spun acelasi lucru", transmisa, vineri, AGERPRES.

Potrivit acestuia, într-o perioada caracterizata prin episoade frecvente si imprevizibile de volatilitate pe pietele internationale, înțelegerea modului în care aceasta se propaga si influenteaza comportamentul participantilor si ancorarea asteptarilor este tot mai necesara si relevanta pentru calibrarea adecvata a politicilor economice.

Badea spune ca deprecierea semnificativa a leului ce au avut loc la sfârșitul anilor 2000, respectiv dupa criza financiara din 2008-2009, au creat un val de emotie cu privire la acest subiect.

Acest val de emotie s-a materializat sub o forma de sensibilitate a românilor fata de potentiale depreciere viitoare ale leului într-o perioada în care, paradoxal, leul a aratat o volatilitate mai redusa decât celelalte monede din regiune.

În ultimul an, în contextul tensiunilor politice, dar si al tensiunilor economice si sociale care au urmat adoptarii masurilor de consolidare fiscala, s-a readus în prim-plan problematica din jurul cursului de schimb, generând din nou emotie în acest sens, a remarcat prim-viceguvernatorul.

"Un concept important pentru macroeconomisti este cursul real de schimb, care arata pretul relativ al bunurilor din doua tari. Mai exact, cursul real de schimb arata rata la care putem tranzactiona bunuri dintr-o anumita tara pentru bunuri din alta tara. De exemplu, dorim sa comparam pretul relativ a doua produse de panificatie, sa zicem un croissant, cu aceleasi particularitati în termeni de cantitate si calitate. Daca un croissant costa 1,5 euro în Franta, asta înseamna 7,8 lei în conditiile unui curs nominal de schimb de 5,2 lei pe un euro. Daca în România un croissant cu aceleasi particularitati costa 6,5 lei, atunci o aproximare pentru cursul real de schimb va fi 0.833 (6,5 lei / 7,8 lei). Rezultatul arata ca pretul pentru un croissant în Franta va fi cu aproximativ 16,7 % mai mare, iar tara noastra are un avantaj comparativ în acest sens", a scris Badea.

Conform acestuia, cursul real efectiv de schimb (Real Effective Exchange Rate - REER) reprezinta unul dintre cei mai utilizati indicatori pentru evaluarea competitivitatii externe a unei economii. Acesta reflecta evolutia unei monede nationale în raport cu un cos de valute ale principalilor parteneri comerciali, ajustând totodata diferentele dintre nivelurile de pret sau de inflatie dintre economii. Prin urmare, REER ofera o perspectiva mai cuprinzatoare asupra competitivitatii externe decât simpla analiza a cursului nominal de schimb.

Un alt concept central în literatura privind cursul de schimb, prezentat în analiza de catre prim-viceguvernatorul BNR, este cel de curs de schimb de echilibru.

"În acest sens, Driver si Westaway (2004) identifica un numar ridicat de metode utilizate pentru estimarea nivelului de echilibru al cursului de schimb. Printre cele mai cunoscute abordari se regaseste modelul Behavioural Equilibrium Exchange Rate (BEER), dezvoltat de Clark si MacDonald (1997, 1999). Modelul BEER are un caracter empiric si porneste de la ideea ca dinamica cursului de schimb este influentata atât de factori fundamentali de lunga durata, cât si de factori temporari sau ciclici. În categoria determinantilor pe termen lung sunt incluse variabile precum productivitatea, termenii schimbului, pozitia activelor externe nete sau nivelul

datoriei publice, în timp ce fluctuațiile pe termen scurt sunt asociate mai degrabă cu evoluțiile și comportamentul pietelor financiare", subliniază Leonardo Badea.

El menționează că o altă abordare relevantă este modelul Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER), formulat de Williamson (1994). Comparativ cu modelul BEER, FEER urmărește explicit identificarea acelui nivel al cursului de schimb compatibil simultan cu echilibrul intern și cu cel extern al economiei. În această abordare, echilibrul intern presupune funcționarea economiei în apropierea PIB-ului potențial, în timp ce echilibrul extern este asociat cu o poziție sustenabilă a contului curent pe termen mediu. Din perspectiva conceptuală, diferența importantă dintre cele două modele constă în faptul că BEER are un caracter predominant pozitiv și descriptiv, în timp ce FEER este construit într-o manieră normativă, orientată către identificarea unui nivel considerat compatibil cu echilibrele macroeconomice fundamentale.

Prim-viceguvernatorul mai spune că o modalitate de a evalua sub/supra-aprecierea cursului de schimb este să comparăm măsura REER (care compară leul nu doar cu euro, ci cu toate valutele partenerilor comerciali, ajustat la inflație, fiind în fapt un "termometru" al competitivității externe), cu aproximarea FEER, care răspunde la întrebarea - ce curs este compatibil cu echilibrul intern și extern simultan, respectiv cu cea rezultată din abordarea BEER - care răspunde la întrebarea - la ce nivel ar trebui să fie cursul, date fiind fundamentele economice actuale, dar și evoluțiile și comportamentul pietelor financiare - și abia apoi să ajungem la cursul nominal.

"Pentru a fi mai clar în această privință, voi prelua un exemplu din prezentarea IMF - Exchange Rates: Concepts, Measurements and Assessment of Competitiveness, în care se adaugă o abordare mai simplă intitulată Macroeconomic Balance Approach. Conform acestui exemplu, să considerăm un nivel de echilibru al surplusului de cont curent de 2%, în timp ce nivelul realizat al surplusului de cont curent este de 5%. În acest sens, avem un decalaj al surplusului de cont curent de 3 puncte procentuale. Să considerăm o elasticitate a soldului contului curent la o modificare a cursului real de schimb de 0,5. În aceste circumstanțe, se spune că există o sub-apreciere a cursului real de schimb (REER) de aproximativ 6% (-3/0,5). De la această estimare se ajunge la considerente de sub-apreciere cu privire la cursul nominal de schimb", explică finanțistul.

Acesta susține că, pentru o astfel de abordare, este nevoie de nivelul de echilibru al surplusului sau deficitului de cont curent.

"Acesta poate fi determinat sau estimat sub diverse abordări. Apoi trebuie să cunoaștem nivelul elasticității, și aici, cel mai adesea avem nevoie de o estimare econometrică. Nu în ultimul rând, această evaluare este elaborată doar în raport cu dezechilibrul extern. Înșă, după cum menționăm anterior, ca urmare a faptului că această variabilă macro-financiară, cursul de schimb, este nod de interacțiune între mai multe zone de interes ale economiei și sectorului financiar, ar fi să avem o evaluare mai cuprinzătoare. Voi da un exemplu sugestiv în acest sens. Să considerăm o depreciere a monedei naționale în raport cu o monedă de referință. Dacă o pondere importantă a datoriei publice este emisă în moneda de referință, atunci deprecierea monedei naționale va atrage automat o deteriorare a situației fiscal-bugetare, care mai departe ar antrena o deteriorare a contului curent", afirmă Badea.

Conform finanțistului, două lucrări elaborate în cadrul Fondului Monetar Internațional, și anume Alla, Espinoza și Ghosh (2017), respectiv Aktug și Rezghi (2026), subliniază și confirmă prin natură rezultatelor faptul că intervențiile în piața valutară sunt benefice și indicate în anumite momente. Totodată, aceste lucrări subliniază faptul că intervențiile în piața valutară nu indică neapărat semne de sub-apreciere sau supra-apreciere a unei monede naționale în raport cu o monedă de referință.

"De altfel, ipotezele privind subevaluarea sau supraevaluarea unei monede naționale în raport cu o monedă de referință trebuie analizate și din perspectiva nivelului și dinamicii rezervelor internaționale. Reducerea semnificativă a rezervelor valutare poate semnala dificultăți în susținerea cursului de schimb și creșterea

vulnerabilitatii externe. În acest sens, literatura privind crizele valutare arata ca numeroase episoade din anii '90 au fost precedate de diminuari importante ale rezervelor internationale, asa cum evidentiaza modelele dezvoltate de Maurice Obstfeld si Paul Krugman. De asemenea, gradul optim de flexibilitate a cursului de schimb într-o economie emergenta depinde de riscurile si vulnerabilitatile specifice acelei economii, întrucât eventualele crize financiare pot conduce la ajustari semnificative ale cursului de schimb, dupa cum arata Devereux si Yu (2016)", arata Leonardo Badea.

Nu în ultimul rând, în cazul unei economii emergente aflate într-o faza de catching-up, dinamica si regimul de volatilitate ale cursului de schimb trebuie privite si din perspectiva efectului Balassa-Samuelson, adauga specialistul BNR. El precizeaza ca Balassa nota în lucrarea sa din 1964, ca pe masura ce dezvoltarea economica este însoțita de diferente mai mari între tari în ceea ce priveste productivitatea bunurilor tranzactionabile, diferentele dintre salarii si preturile serviciilor cresc, iar în mod corespunzator cresc si diferentele în ceea ce priveste paritatea puterii de cumparare si cursurile de schimb.

Badea considera ca în economiile emergente aflate în proces de convergenta, cresterea rapida a salariilor si a costurilor unitare cu forta de munca poate conduce la o apreciere accelerata a cursului real efectiv de schimb si la deteriorarea competitivitatii externe. În aceste conditii, ajustarea poate avea loc ulterior prin deprecierea cursului nominal de schimb, menita sa corecteze dezechilibrele externe si sa restabileasca competitivitatea economiei. Cu toate acestea, astfel de episoade de depreciere nominala asociate procesului de convergenta nu reprezinta în mod necesar un indiciu al supraevaluării monedei nationale. Totodata, volatilitatea cursului de schimb poate fi influentata semnificativ de etapa de convergenta în care se afla economia respectiva.

Asadar, în opinia prim-viceguvernatorului, volatilitatea redusa a cursului de schimb într-o anumita perioada de timp, faza a ciclului economic sau a procesului de convergenta nu ofera într-o maniera directa informatii despre evaluarea sa în raport cu nivelul de echilibru sau cel optimal.

"De exemplu, discutând contrafactual, modificari majore asupra echilibrelor macro-financiare generate de evenimente precum crize financiare, crize sanitare, conflicte armate etc. pot conduce la ajustari semnificative ale cursului de schimb, însa ulterior volatilitatea poate ramâne de asemenea una redusa. Interventiile în piata valutara pot fi benefice si chiar sunt indicate în anumite circumstante macro-financiare, dupa cum indica unele studii de specialitate", a explicat Badea.

El sustine, astfel, ca nu se poate concluziona cu privire la adecvarea sau optimalitatea politicii legate de curs de schimb, în termeni de nivel sau volatilitate, decât utilizând abordari stiintifice serioase si de o maniera în care rezultatele obtinute sa fie robuste în raport cu o anumita metoda aplicata.

"Din punct de vedere cantitativ, pot fi proiectate politici optimale cu privire la cursul de schimb care sa ia în considerare atât nivelul cursului nominal de schimb, cât si necesitatea unor interventii în piata valutara pentru reducerea volatilitatii, iar în mod cert, o volatilitate redusa este diferita de ideea de mentinere artificiala a unui anumit nivel al cursului", conchide specialistul BNR.