



Cât de mult a contribuit criza politică la deprecierea leului?

CRPE Policy Brief no. 15

Autor: Oana Maria Georgescu

Această lucrare încearcă să estimeze costurile economice ale instabilității politice din România în ultimele luni prin prisma deprecierei leului față de euro, identificată ca principală sursă de **îngrijorare**. Delimitarea cauzelor politice ale creșterii cursului de schimb de cele economice nu este o întreprindere ușoară și este supusă unui anumit grad de incertitudine. Deficiențele structurale ale economiei din România împreună cu efectul de contagiune al crizei datoriilor suverane din zona euro pun presiune asupra cursului de schimb. Scopul acestui raport este de a estima cât anume din deprecierea leului față de euro poate fi pusă pe seama instabilității politice. Rezultatele noastre clarifică dezbaterile de la nivel politic – dacă deprecierea leului din ultimele luni a fost cauzată de criza economică a zonei euro sau de criza politică internă din România.

Astfel, am izolat cauzele externe (criza euro) de cele strict interne eliminând din ecuație factorii comuni care au influențat leul și alte monede din regiune (cele din Polonia, Ungaria și Cehia). Coșul de monede avut în vedere a inclus alte trei valute sensibile la evoluția zonei euro (dolarul, yenul și coroana suedeză). **Exercițiul nostru empiric arată că deprecierea leului în perioada cuprinsă între 31 mai și 31 iulie 2012 a fost cauzată în întregime de elemente interne**, factorul de variație calculat prin raportare la celelalte monede fiind supraunitar. Tendința regională în această perioadă a fost de apreciere, în timp ce leul s-a depreciat. **În cele șase săptămâni care au urmat suspendării președintelui până la începutul lunii august, leul a scăzut cu 4%, în timp ce zlotul și forintul s-au apreciat cu 3, respectiv 2 procente. Calculul nostru arată că în absența crizei politice leul s-ar fi apreciat sau ar fi rămas constant** (dat fiind că BNR are o strategie de menținere a cursului între anumite limite; de altfel, intervențiile masive ale BNR pe piața valutară nu au reușit să împiedice deprecierea).

Această depreciere arată scăderea încrederii piețelor financiare în economia românească, scădere alimentată de criza politică și de așteptările negative legate de anul electoral (alegerile parlamentare din toamnă). Bătălia deschisă dintre Președintele Băsescu și guvernul social-liberal se va transforma cel mai probabil într-un război rece, care va afecta procesul de luare a deciziilor. Politicienii români ar trebui să găsească o modalitate de a defini coabitarea și să o facă funcțională, altfel problemele pe termen scurt vizibile în devalorizarea leului se vor transmite economiei reale, ducând la creșterea inflației, la declinul consumului și investițiilor și la condiții mai dure de refinanțare a datoriei publice.

De ce contează politica pentru economie?

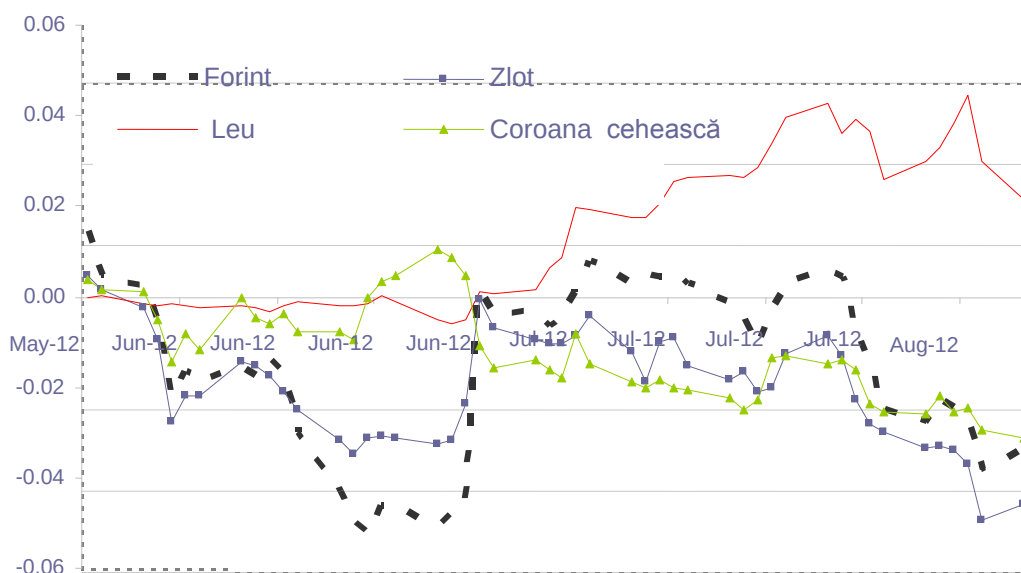
În data de 18 aprilie 2011, S&P a retrogradat ratingul pe termen lung al Statelor Unite la "AA +" din cauza datoriei externe și a riscurilor politice. Dezbateră în jurul politicii fiscale în SUA a dat naștere la îngrijorări cu privire la eficacitatea, stabilitatea și predictibilitatea politicilor americane. Consecințele scăderii rating-ului pentru investitorii americani au fost mai mici decât se preconizase, deoarece obligațiunile americane au fost în continuare percepute ca investiții sigure.

Pentru economiile mai puțin solide însă, instabilitatea politică este costisitoare. Raportul nefast între slăbiciunile structurale și instabilitatea politică este evident în cazul Ungariei. Criza politică din Ungaria a fost parțial declanșată de politicile controversate adoptate ca răspuns la o recesiune prelungită, precum restrângerea independenței Băncii Centrale, o "taxă de criză" pentru bănci, naționalizarea fondurilor de pensii private sau decizia de a forța băncile să absoarbă pierderile generate de credite neperformante acordate persoanelor fizice. Astfel, creșterea economică redusă a catalizat excesele pe plan politic, care la rândul lor au adâncit recesiunea economică.

Evoluțiile din ultimele luni în România se aseamănă într-o oarecare măsură cu mecanismul descris mai sus din Ungaria, dar există diferențe semnificative. La fel ca în Ungaria, turbulențele politice din România nu au fost lipsite de o bază economică: măsurile de austeritate implementate de guvernul anterior sunt asociate în percepția publică cu președintele suspendat. Problemele economice nu au reprezentat însă motivul principal al tensiunilor politice din perioada iunie - august 2012. În timp ce Ungaria a fost aproape de faliment spre sfârșitul anului 2011, atunci când a solicitat sprijinul FMI, situația macroeconomică din România atinsese un oarecare echilibru fragil spre jumătatea anului 2012. (Criza din 2008 și-a lăsat în mod profund amprenta asupra Ungariei și ca urmare a faptului că, spre deosebire de România, Ungaria nu a avut un *boom* de creștere economică înainte de 2008, luptându-se de mulți ani cu o creștere redusă și cu deficite bugetare excesive).

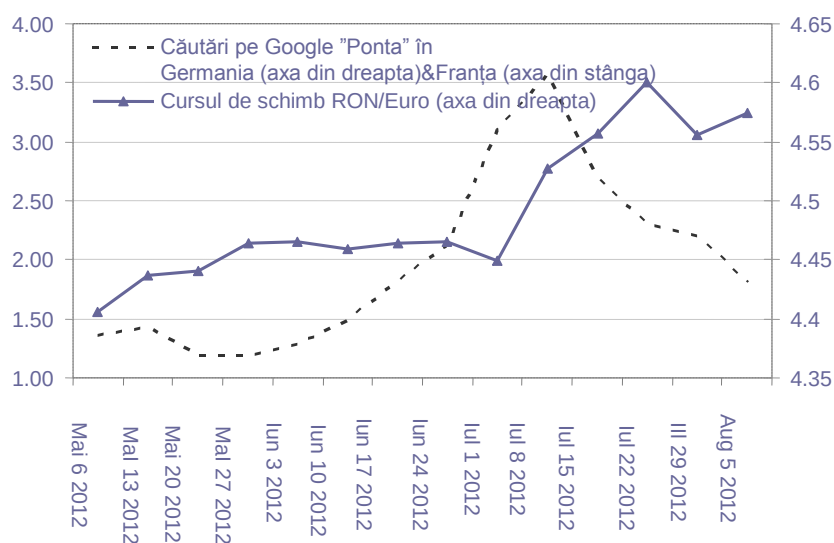
Între sfârșitul lunii mai și începutul lunii august 2012, leul s-a depreciat cu aproximativ 2%, în ciuda intervențiilor masive ale Băncii Naționale, în timp ce zlotul polonez și forintul maghiar s-au apreciat în jur de 8% față de euro în aceeași perioadă. În cele șase săptămâni care au urmat suspendării președintelui până la începutul lunii august, leul s-a depreciat cu 4%, în timp ce zlotul și forintul s-au apreciat cu 3, respectiv 2 procente. (vezi Fig. 1).

Fig. 1: Variația ratei de schimb în Europa Centrală și de Est (iunie - august)



Evenimentele politice din România au fost larg mediatizate pe plan internațional. Incertitudinea cu privire la rezultatul conflictului precum și față de angajamentul guvernului de a menține disciplina fiscală, în special în perspectiva alegerilor anticipate care ar fi rezultat în urma unei eventuale suspendări definitive a președintelui Traian Băsescu, au generat reacții puternice în rândul investitorilor. În graficul de mai jos am folosit frecvența căutărilor pe Google a numelui premierului Victor Ponta în Germania și Franța ca proxy pentru interesul stârnit de evenimentele politice din România. Din grafic se poate observa un tipar comun în evoluția acestui indicator și a cursului de schimb leu/euro în ultima perioadă.

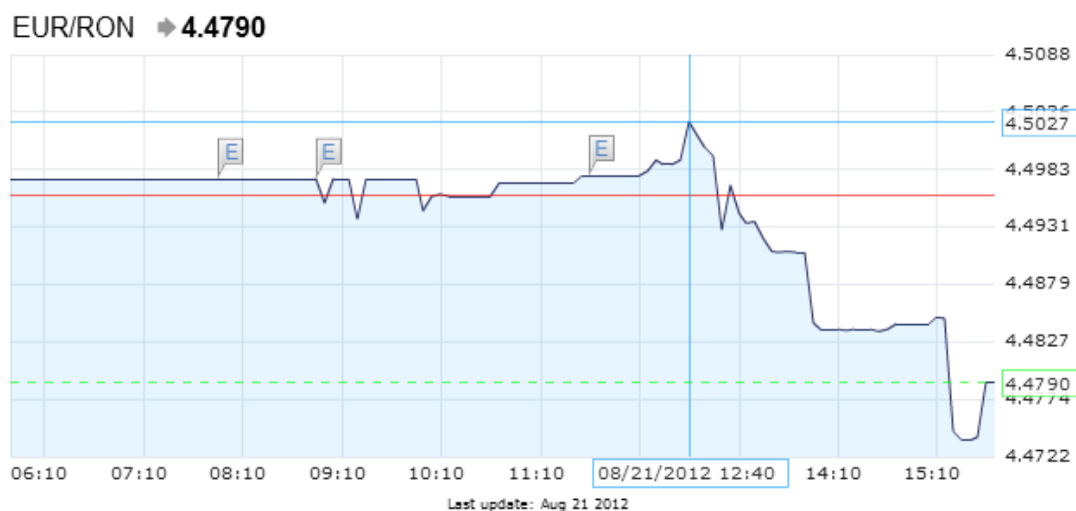
Fig. 2: Căutări Google pe tema politicii românești și cursul de schimb leu/euro



Axa din stânga reprezintă numărul de căutări pe Google față de numărul mediu de căutări similare în perioada August 2011 - August 2012. Numărul mediu de căutări pentru perioada August 2011 - August 2012 este normalizat la valoarea 1.

Pe data de 21 august la 12:42, Curtea Constituțională și-a făcut publică decizia privitoare la validarea referendumului pentru suspendarea Președintelui Băsescu. Curtea a decis că referendumul nu a fost valid. Graficul de mai jos prezintă reacția în timp real a cursului de schimb la decizia Curții Constituționale. Simplul fapt că a dispărut incertitudinea cu privire la această problemă a condus la o apreciere de 0,67% a leului în raport cu euro în doar câteva ore după ce decizia a fost făcută publică. Acest exemplu ilustrează în mod convingător influența factorului politic asupra variațiilor cursului de schimb leu / euro.

Fig. 3: Reacția piețelor la recente evenimente politice - decizia Curții Constituționale de a invalida referendumul (cursul leu / euro în 21 august)



Sursa: <http://www.forexpros.com/currencies/eur-ron>

Ce a determinat deprecierea leului din ultimele luni?

Metodologie

Pentru a estima efectul instabilității politice din ultimele luni asupra cursului leu/euro am procedat după cum urmează:

Am estimat procentajul din variația cursului de schimb care poate fi în mod rezonabil atribuit crizei politice. Acest exercițiu comportă un anumit grad de ambiguitate. Ratele de schimb se formează în urma așteptărilor legate de indicatori macroeconomici precum rata dobânzii, agregate monetare și inflație, reflectând astfel competitivitatea relativă a unei țări. Evoluțiile din zona euro și riscul de contaminare spre Centrul și Estul Europei joacă de asemenea un rol important, date fiind legăturile comerciale și financiare ale României cu restul regiunii. Plecând de la premisa că problemele regionale ar trebui resimțite similar și în Polonia sau Ungaria, am extras componenta din variația cursului de schimb care este determinată de factorul comun. Abaterea cursului de schimb de la ceea ce ar fi prezis de acest factor comun (F_t) poate fi asimilată unei prime de risc specifice fiecărei țări (ξ_t).

În acest punct este secundară întrebarea dacă prima de țară este în primul rând cauzată de indicatorii macroeconomici de bază sau de aversiunea față de risc. Această lucrare nu își propune să stabilească dacă moneda românească este supra sau subevaluată.

Pentru a determina prima de risc vom considera următoarea regresie :

$$\Delta s_t = \alpha + \beta_1 \Delta F_t + \xi_t \quad (3)$$

Pentru perioada începând cu iunie 2012, vom ajusta prima de risc de țară cu prima de risc medie în perioada ianuarie - mai 2012 ($\bar{\xi}$), pentru a determina "prima de risc politic", proporția în care deprecierea poate fi atribuită crizei politice:

$$p = \frac{\sum_{j=t-k}^t \xi_j - \bar{\xi}}{s_t - s_{t-k}} \quad (4)$$

Studii empirice asupra predictibilității cursului de schimb au arătat că factorii comuni explică în mare proporție variația cursurilor de schimb. Mark et al. (2012) realizează o analiză a acestui fenomen pe un eșantion de 23 de rate de schimb pe o perioadă de 11 ani, cu scopul de a extrage factorul comun care stă la baza variației cursului monedelor în cadrul eșantionului. Metoda utilizată este analiza componentelor principale (*Principal Component Analysis*). Factorii comuni explică, în medie, 50% din variația cursurilor de schimb dintre respectivele monede și dolarul american. Omologii empirici ai acestor factori comuni sunt ei înșiși rate de schimb. Astfel, ratele de schimb EUR / USD, CHF/USD și JPY/USD pot fi asimilate factorilor comuni care explică variațiile într-un coș larg de rate de schimb.

În mod analog, utilizăm metoda componentelor principale pentru a extrage factorul comun de la baza variației unui coș de valute care include coroana cehască, zlotul polonez, forintul maghiar, dolarul american, yenul japonez și coroana suedeză raportate la euro, folosind cotațiile zilnice începând cu ianuarie 1999. Includem trei monede din Europa Centrală și de Est care istoric prezintă o corelație semnificativă cu leul, și trei monede din țările OECD, relevante pentru evoluțiile din zona euro: dolarul american, yenul japonez și coroana suedeză. Analiza este efectuată atât în valori absolute (partea stângă din Fig. nr. 4), cât și în diferențe (partea dreaptă din Fig. 4). Cursul de schimb este o serie persistentă, ceea ce înseamnă că este foarte probabil să fie o variabilă integrată, $I(1)$. Pentru a evita erorile sistematice de estimare care pot apărea la regresia a doua variabile $I(1)$, vom folosi rezultatele din estimarea în diferențe.

Am extras factorul comun din variația de curs leu – euro, a unui coș de monede standard (USD, yenul și coroana suedeză) PLUS monede comparabile din regiunea noastră (zlotul, forintul și coroana cehască).

Corelația dintre rata de schimb EUR / USD și factorul comun este de 79% în perioada luată în considerare. Acest lucru sugerează faptul că determinantul principal comun al cursului de schimb în Europa Centrală și de Est este evoluția zonei euro, reflectată prin rata de schimb EUR / USD.

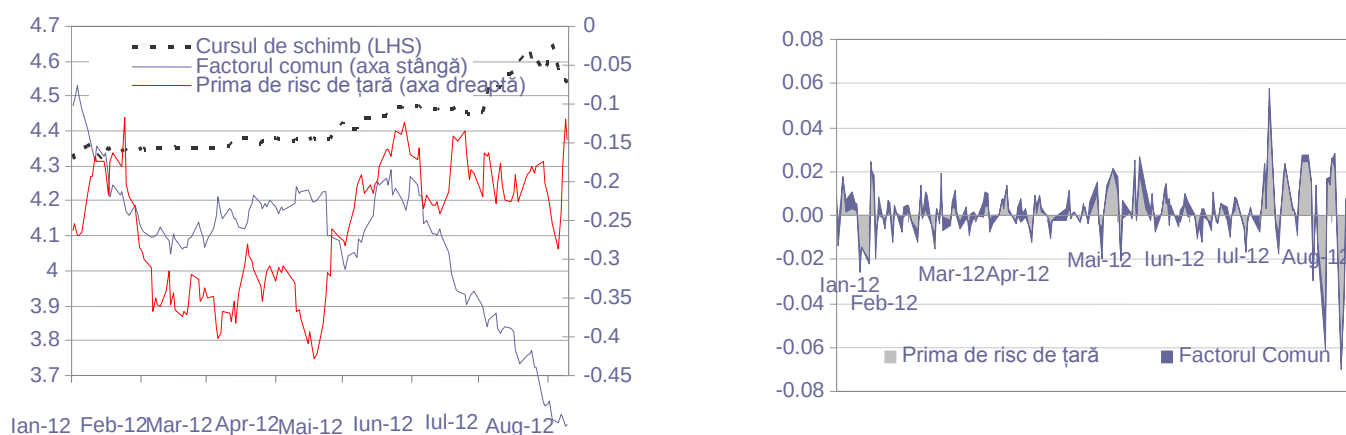
Rezultate

Pentru izolarea primei de țară vom lua în considerare valoarea cotei " p " pentru perioadele 31 mai-30 iunie, respectiv 31 mai-31 iulie 2012. Analiza noastră arată că p este mai mare ca 1 pentru ambele perioade de referință, factorul specific de țară dominând factorul comun în evoluția leului. Semnificația unei valori mai mare ca 1 pentru p în perioada mai-iulie 2012 este că leul s-ar fi depreciat și mai mult în absența unui *spill-over* pozitiv din țările vecine. În schimb, factorii specifici contextului național explică doar în proporție de 44% evoluția cursului de schimb al leului în perioada ianuarie - sfârșitul lunii mai 2012.

Rezultatele descompunerii variației cursului de schimb sunt prezentate în **Figura 4**. Factorul de țară domină în mod indiscutabil factorul comun în ultimele luni. **În timp ce forintul și zlotul se apreciază atât datorită cauzelor interne, cât și datorită aprecierii euro în raport cu dolarul, leul se depreciază puternic comparativ cu evoluția relativ stabilă din restul anului.** Această scădere poate fi cu greu atribuită contagiunii generate de

crizei datoriilor suverane din zona euro, dat fiind că și celelalte țări din regiune se confruntă cu o problemă similară. Este posibil ca România să fie mai expusă la efectele negative ale crizei din Grecia decât Ungaria, însă dacă acest factor ar fi contat mai mult decât în cazul celorlalte țări din regiune, acest lucru s-ar fi evidențiat în perioada anterioară printr-o valoare mai mare a primei de risc de țară. Creșterea acestei prime de risc de țară relativ la factorul comun se datorează cel mai probabil evoluțiilor interne din ultima perioadă.

Fig. 4. Descompunerea cursului de schimb RON/EUR



(Graficul reprezintă rezultatele estimării în valori absolute (partea stângă din Fig. nr. 4), și în diferențe (partea dreaptă din Fig. 4).

Astfel, exercițiul nostru empiric arată că deprecierea leului în perioada cuprinsă între 31 mai și 31 iulie 2012 se datorează în întregime unor factori interni. Considerăm că acești factori interni au reprezentat tensiunile politice, pe fundalul unei activități economice reduse.

După cum se poate observa în evoluția *Industrial Confidence Index*, așteptările legate de creșterea economică devin tot mai pesimiste începând cu aprilie 2012, corelate cu trendul recesionist din zona euro¹. Rata inflației se preconizează a crește peste ținta de 3%, până la 3,53% în al treilea trimestru al anului 2012, în timp ce investițiile străine directe au scăzut cu 28%, iar investițiile de portofoliu au scăzut cu 9% în iunie 2012 față de aceeași perioadă a anului 2011². În plus, seceta prelungită își va aduce și ea aportul la scăderea ratei de creștere în următoarea perioadă.

Teoria economică arată că pe termen mediu spre lung, diferențele dintre așteptările cu privire la indicii macroeconomici de bază a două țări se reflectă în rata de schimb *spot*. Este greu de crezut că aceste percepții macroeconomice s-au modificat radical în ultima perioadă determinând deprecierea substanțială observată în lunile iunie și iulie. Mult mai plauzibilă este combinația perspectivelor scăzute de creștere cu incertitudinile privind voința clasei politice de a stabili situația internă și de a stimula creșterea. Această scădere a încrederii investitorilor generează ieșiri de capital, ceea ce pune presiune asupra leului. Deși președintele

¹ Industrial Confidence Index pentru România a scăzut la -4.5 în iulie 2012, comparat cu -0.9 în iunie 2012.

² Date ale Băncii Naționale a României

Consiliului Investitorilor Străini, Steven van Groningen, a declarat în iulie 2012 că "retragerile de capital din România sunt excluse", tot el a subliniat faptul că tulburările politice afectează încrederea oamenilor de afaceri³. După ultima vizită în România, FMI și-a exprimat îngrijorarea că "o criză politică prelungită ar putea afecta formularea unor politici economice eficiente, ceea ce majorează primele de risc și costurile de finanțare, crește cursul de schimb și descurajează investițiile"⁴.

Toate aceste evoluții se resimt negativ în rândul gospodăriilor, a sectorului privat și a statului. Această depreciere majorează costul rambursării datoriei externe restante care la sfârșitul lunii iunie se ridica la 99 miliarde euro și în același timp crește factura a trei milioane de gospodării din România și a 150,000 de firme cu datorii în euro⁵.

Concluzie

Tensiunile politice din ultimele luni au avut un impact economic negativ, pe care această lucrare l-a cuantificat pe baza deprecierei leului. Concluzia este că evoluțiile din zona euro nu sunt responsabile pentru creșterea incertitudinilor privitoare la stabilitatea macroeconomică a României, ci mai degrabă nesiguranța de pe scena politică și perspectivele îngrijorătoare referitoare la disciplina fiscală și la măsurile de stimulare a creșterii economice.

Bibliografie

- Bernhard, W., D. Leblang (2002): *"Democratic Processes and Political Risk: Evidence from Foreign Exchange Markets,"* American Journal of Political Science 46(2):316-333
- Bloom, N., S. Baker, S. J. Davis, (2011): Policy uncertainty and the stalled recovery, VoxEU, 22 October, <http://www.voxeu.org/article/policy-uncertainty-and-stalled-recovery>
- Cayen, J-P., D. Coletti, R. Lalonde, P. Maier (2009): *"What Drives Exchange Rates? New Evidence from a Panel of US Dollar Bilateral Exchange Rates"*, Bank of Canada Working Paper No 5/2010
- Chang, R. (2007): *"Financial Crises and Political Crises"*, Journal of Monetary Economics 54: 2409-2420
- Greenaway-Mc Greevy, R., N. C. Mark, D. Sul and J. Wu, (2012) *"Exchange Rates as Exchange Rate Common Factors"*, Working paper, University of Notre Dame
- Lustig, H. N., N. L. Roussanov and A. Verdelhan (2008): *"Common Risk Factors in Currency Markets"*, NBER Working Paper No. w14082, University of Pennsylvania - The Wharton School and Massachusetts Institute of Technology (MIT) - Sloan School of Management

³ Nineoclock.ro, 9 July 2012, Foreign Investors Concerned about Romanian Political Unrest

⁴ Raportul FMI 14 august 2012, Articolul IV Consultation with Romania- Concluding Statement of the Mission

⁵ Ziarul Financiar, 16 iulie 2012 "Georgescu: Ministerul Finanțelor: Cursul va reveni sub 4,5 lei/euro ca efect al calmării și clarificărilor de pe scena politică"

Oana Maria Georgescu este doctorandă la Center for Financial Studies de la Goethe University, Frankfurt, Germania și a fost invitată de CRPE să contribuie ca guest author cu această analiză.

Punctele de vedere exprimate în acest raport aparțin în exclusivitate autoarei și nu exprimă poziția oficială a Centre for Financial Studies. Eventualele erori reprezintă responsabilitatea autoarei.

Traducere din engleză de Alexandra Toderiță

Credit foto copertă: Ninette_luz via Flickr Creative Commons

Centrul Român de Politici Europene; 2012

Str. Stirbei Voda nr. 29

Et. 2, Bucuresti – 1

office@crpe.ro

www.crpe.ro

Tel. +4 0371.083.577

Fax. +4 0372.875.089