

FLUXUL MIJLOACELOR FINANCIARE ÎN ȚĂRILE EUROPEI DE EST ÎN CONDIȚIILE CRIZEI ECONOMICE MONDIALE

Tatiana URSU

Catedra Finanțe și Bănci

International contribution of capital flow to the financial instability filled in a few additional elements that influence on the crisis mechanism. First, the policy adopted by different national authorities that counterbalances through growth of interest rate can brake out to financial instability. Second, the complications which are filled by financing the external specification of the public and private sector, results from the fact that the position of equilibrium is sensible to the exchange rate that lead's to a potential link between the depreciation in the context of a currency crisis and financial instability.

În evoluția sistemului financiar global din ultimele decenii se poate constata o modificare majoră. Dacă până în anii '90 accesul țărilor în curs de dezvoltare și al economiilor emergente la sistemul internațional al finanțelor se limita la asistență, investiții externe directe și, uneori, la împrumuturi bancare, din acest moment piețele financiare interne ale acestor țări s-au deschis în fața investitorilor internaționali, țările respective beneficiind astfel de afluxuri financiare considerabile. Cea mai mare proporție a acestor fluxuri financiare s-a îndreptat spre economiile în tranziție din fostele țări comuniste, în timp ce țările cele mai sărace din lume au rămas la periferia sistemului, fiind dependente de fluxurile oficiale de asistență internațională.

Evoluția structurii fluxurilor financiare în perioada actuală sunt următoarele:

✓ investițiile străine directe (achiziția și managementul unor active productive peste hotare) au trecut de faza concentrării lor la nivelul principalelor state industrializate și au dobândit în prezent o dimensiune globală din ce în ce mai accentuată;

✓ împrumuturile bancare internaționale cunosc două forme principale, și anume: împrumuturi tradiționale (băncile acordă împrumuturi în străinătate în moneda lor națională) și împrumuturi în eurovalute (băncile acordă împrumuturi în exterior în monede străine);

✓ emisiunile de obligațiuni internaționale constituie o componentă aflată într-un proces de creștere continuă datorită faptului că reprezintă o modalitate rapidă și ieftină de atragere a capitalurilor străine. Procesul de dezintermediere financiară, care presupune stabilirea unor relații directe dintre solicitatorii și ofertanții de capitaluri, contribuie la reducerea costurilor de operare și la adaptarea tranzacțiilor la nevoile specifice ale debitorilor. Principalii emitenți ai acestor active financiare sunt guvernele și corporațiile multinaționale, iar principalii deținători sunt investitorii instituționali, în special fondurile de pensii. La nivelul continentului european, principalele state deținătoare de obligațiuni internaționale sunt Suedia, Franța, Germania și Marea Britanie;

✓ emisiunile de acțiuni internaționale au condus la transformarea semnificativă a piețelor naționale de acțiuni. Cea mai mare parte a capitalizării bursei londoneze este constituită din acțiuni străine cotate pe piața Londrei. Valoarea emisiunilor internaționale de acțiuni a crescut vertiginos în ultimele decenii și depășește în prezent 40 miliarde de dolari. Odată cu dispariția controalelor naționale asupra circulației capitalurilor și cu reducerea restricțiilor asupra investitorilor instituționali străini se constată un fenomen de diversificare a portofoliilor acestora la nivel internațional și de creștere a ponderii investițiilor străine de portofoliu în acțiuni emise de companii localizate în țări în curs de dezvoltare;

✓ piața internațională a instrumentelor financiare derivate de tipul contractelor futures și de opțiuni a cunoscut o dezvoltare spectaculoasă, valoarea acestora depășind în prezent valoarea PIB-ului nominal mondial. Aceste instrumente au la bază principalele valute, active legate de rata dobânzii, indici bursieri și o serie de mărfuri principale. Dezvoltarea comerțului cu produse bursiere derivate a căpătat proporții astronomice după înființarea celei mai mari piețe din lume de acest tip – Chicago Options Exchange;

✓ tranzacțiile în valute reprezintă componenta cea mai importantă a piețelor financiare internaționale. Valoarea totală anuală a pieței valutare la nivel internațional depășește în prezent 300.000 miliarde dolari, iar valoarea tranzacțiilor zilnice este de peste 1.400 miliarde dolari. Dacă sursa de bază a cererii de pe piața valutară a fost în mod tradițional comerțul internațional, în prezent această cerere este mai mare de peste 60 de ori față de valoarea fluxurilor comerciale mondiale. Majoritatea tranzacțiilor cu valute se desfășoară pe piețele din Londra, Tokyo, New York, Hong Kong, Frankfurt, Zürich și Paris. Tranzacțiile pe aceste piețe au loc 24 de ore din 24, fiind facilitate de existența unei infrastructuri globale de telecomunicații. Astfel, la

închiderea pieței din Tokyo, activitatea este preluată de piața Londrei, iar la închiderea acesteia – de piața din New York, a cărei activitate se suprapune spre final cu piața din Tokyo, închizându-se astfel circuitul. O mare parte din aceste tranzacții este reprezentată de operațiunile speculative și de arbitraj. Uneori, fluxuri masive de capitaluri sunt dirijate asupra unor monede naționale (atacuri speculative), provocând crize notabile în economia țării în cauză. Astfel de atacuri au fost îndreptate în anii 1992 și 1993 asupra unor monede europene, în anul 1994 – asupra peso-ului mexican, în anul 1997 – asupra unor valute asiatice, iar în anul 1998 – asupra rublei rusești.

Efectele actuale ale fenomenului de globalizare financiară asupra economiilor naționale pot fi grupate în trei categorii, și anume: efecte decizionale asupra politicii macroeconomice și a politicii cursului de schimb, efecte instituționale și distribuționale (statul bunăstării) și efecte structurale (riscul sistemic și schimbarea balanței puterii financiare).

- *Efectele decizionale* asupra politicii macroeconomice constau în forțarea guvernelor de a adopta politici macroeconomice prudente, bazate pe rate scăzute ale inflației și pe o disciplină fiscală și monetară fermă. În cazul promovării unor politici macroeconomice expansioniste, bazate pe deficite bugetare mari și pe o datorie publică ridicată, aceste guverne riscă să se confrunte cu creșterea inflației și a ratelor dobânzii interne (care antrenează o creștere a costului datoriei publice interne), iar perspectiva unei inflații mai ridicate conduce la refluxul capitalurilor străine și la creșterea costului datoriei externe (datorită creșterii primei de risc a țării debitoare, cauzate și de sporirea neîncrederii creditorilor externi față de țara respectivă). Efectele decizionale asupra politicii cursului de schimb constau în faptul că o țară debitoare nu poate să mențină pe termen lung un curs de schimb supraevaluat al monedei naționale, dacă acesta este nesustenabil. Protejarea de către guvern a unui anumit curs de schimb presupune o mărire forțată a ratelor dobânzii, iar această majorare poate afecta economia în ansamblul ei (gradul de ocupare a forței de muncă, politica de creditare a firmelor etc.).

- *Efectele instituționale și distribuționale* (statul bunăstării) sunt invocate de cei care se opun fenomenului de globalizare care, în opinia lor, afectează interesele beneficiarilor statului bunăstării sociale (organizațiile muncitorești, angajații din sectorul public, alte grupuri de stânga). În opinia acestora, globalizarea forțează guvernele să promoveze politici financiare și monetare restrictive, bazate inclusiv pe privatizarea sectorului public și pe dereglementarea pieței muncii, iar astfel de politici conduc inevitabil la creșterea gradului de expunere a acestor categorii sociale, la pierderea protecției din partea statului. Globalizarea piețelor financiare nu constituie însă sfârșitul statului bunăstării, deoarece promovarea de către guverne a unor politici economice expansioniste și a unor programe sociale ambițioase nu sunt incompatibile cu acest fenomen.

- *Efectele structurale* (riscul sistemic și schimbarea balanței puterii financiare) vizează riscurile pe care piața financiară globală le poate induce sistemelor financiare naționale. Bursele naționale de valori sunt cele mai afectate de ieșirea rapidă a capitalurilor străine speculative pe termen scurt, iar acest lucru poate conduce la declanșarea în lanț a unor crize financiare de proporții la nivelul economiilor naționale. În acest context, evoluția sistemului financiar global ridică semne de întrebare serioase în ceea ce privește natura puterii de stat, autonomia și suveranitatea națională.

Economiile moderne aflate sub presiunea globalizării piețelor au adus pentru actorii de pe piață posibilitatea constituirii unor portofolii de active financiare (acțiuni, obligațiuni, bonuri de tezaur, instrumente derivate, alte titluri de valoare) diversificate din punct de vedere structural, sectorial, al mărimii și dimensiunii companiilor unde au fost efectuate investiții, inclusiv din punct de vedere geografic. Această diversificare a avut suportul unei dezvoltări considerabile a instrumentarului tehnic al tranzacțiilor și a tehnologiei informaționale, într-o convergență deplină cu dezvoltarea piețelor monetare ale țărilor cuprinse în portofolii.

În condițiile internaționalizării afacerilor și creditelor bancare, băncile privite din perspectiva afacerii sunt supuse unor riscuri internaționale sporite, iar atunci când acestea sunt implicate în procese de achiziții și fuziuni cu alte entități, riscurile financiare au o tendință de agregare. Totodată, sub incidența unor fenomene economice, politice, sociale și financiare de mare anvergură, problematica riscului de credit este marcată de noi tendințe.

Contribuția fluxurilor internaționale de capital la instabilitatea financiară a introdus o serie de elemente suplimentare care acționează asupra mecanismului de transmisie a crizelor. În primul rând, politica adoptată de diferite autorități naționale de a contrabalansa prin creșterea ratei dobânzii poate declanșa o agravare a instabilității financiare. În al doilea rând, complicațiile introduse de finanțarea sectorului public sau privat în devize externe rezultă din faptul că poziția de echilibru este sensibilă la rata de schimb și duce la o legătură potențială între depreciere în contextul unei crize valutare și instabilitate financiară.

Pierderile importante, generate de criza de pe piața creditării, i-au determinat pe miniștrii de finanțe din UE încă în toamna anului 2007 să examineze introducerea unor noi reguli de raportare a indicatorilor de expunere a băncilor la risc. Absența unor informații precise asupra expunerilor la riscul de credit a constituit

un factor-cheie pentru pierderea generalizată a încrederii investitorilor în piețele financiare. În UE se va evalua un cadru de reglementare extins, care va include o metodologie mai bună de raportare a riscurilor și de revizuire a modului de calcul al valorii activelor financiare. Considerăm că criza pe piața creditelor va determina guvernele să efectueze schimbări importante în proiectele bugetare naționale, fiindcă problemele date nu țin doar de sectorul financiar, dar și de nivelul venitului și cheltuielilor publice. Comisia Europeană a declarat deja că creșterea costurilor creditării va încetini creșterea economică a UE, iar incertitudinea aferentă pierderilor din creditare nu permite reducerea dobânzilor.

Impactul crizei asupra economiei Republicii Moldova

Criza financiară internațională a afectat în special bursele și economiile americane, europene și din Asia de Sud-Est. Acest fenomen este pe deplin explicabil: multe căderi ale burselor, care adesea au la bază factori emoționali, sunt urmate de faza în care investitorii încep să analizeze rațional evenimentele petrecute, precum și viitoarele efecte ale acestora. În această fază, investitorii înțeleg că, spre deosebire de alte piețe emergente, Europa de Est nu este foarte dependentă de economia americană. Adăugând acestui factor o bună diversificare a portofoliului și mizând pe investiții pe termen lung, viitorul fondurilor axate pe țările Europei de Est ar putea fi mai optimist. În Republica Moldova sunt foarte puțini investitori străini, ale căror acțiuni se cotează la bursele financiare internaționale. Cât privește companiile autohtone, doar două sunt cotate la bursele unor state din UE.

Totodată, pentru Republica Moldova este specific un coeficient redus de monetizare a economiei, absența unei piețe de capital dezvoltate, integrarea limitată a fluxurilor financiare naționale pe piața financiară internațională, precum și interdependența slabă a cererii și ofertei de capital cu piața financiară internațională, sporirea volumului de bani în sectorul privat și la populație deținuți în euro, și condiții mult mai severe de creditare (dobânda, gajul). De aceea, nu există riscuri serioase de perpetuare a crizei pentru economia națională. În același timp, criza ipotecară, care mai apoi s-a transformat într-o criză financiară și economică mondială, nu a avut consecințe atât de dramatice asupra Republicii Moldova. Piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova nu este influențată de căderile indicilor bursieri pe piețele mondiale, din simplul motiv că aceasta este la o etapă incipientă de dezvoltare. Spectrul instrumentelor financiare tranzacționate pe piața de capital se limitează doar la acțiuni ordinare, mai rar la acțiuni preferențiale și obligațiuni corporative. Lipsesc cu desăvârșire valori mobiliare derivate și alte inovații cu valori mobiliare primare și cu valori mobiliare derivate. Tranzacțiile bursiere se rezumă la procurări de pachete de acțiuni cu scopul deținerii controlului în companie și lipsesc sau sunt foarte rare tranzacțiile efectuate cu scopul speculativ sau cu scopul formării portofoliului de investiții.

Toate aceste aspecte specifice pieței financiare nebankare din Republica Moldova care, pe de o parte, pot apărea ca neajunsuri ale dezvoltării pieței, reprezintă un avantaj în perioada dată. Datorită creșterii comerțului cu UE, precum și deprecierei dolarului american, ponderea valutei americane pe piața internă s-a diminuat. Cota înaltă a pieței valutare în numerar denotă volumul sporit al încasărilor din munca de peste hotare, transferate prin băncile comerciale, convertite adesea în numerar, precum și al acestuia în valută, intrat de peste hotare. În contextul devalorizării dolarului american, datorită dificultăților economiei SUA, autoritățile Republicii Moldova, prin politica monetară, trebuie să contribuie la reducerea incertitudinii monetare și la crearea unor condiții prielnice de desfășurare a activității economice și, totodată, a posibilității de apărare contra riscurilor economice, obiectivul major fiind sporirea rezervelor valutare și diversificarea lor. Măsurile-cheie ar fi: evaluarea pierderilor potențiale, conform prognozei dinamicii cursurilor valutare pentru luarea deciziilor aferente oportunității cheltuielilor de hedging valutar, realizarea unei politici monetare și fiscale care ar permite companiilor să dispună de resurse financiare aferente asigurării riscurilor economice externe, precum și diversificarea rezervelor valutare internaționale, prin diminuarea ponderii dolarului american în acestea.

Bibliografie:

1. Stoian I., Dragne E., Stoian M. Comerț internațional: Tehnici, strategii, elemente de baza ale comerțului electronic. Volumul II. - București: Caraiman, 2000.
2. Stoica V. Piețe de capital și produse bursiere. - București: Universitatea, 2006.
3. Anghelache G. Piața de capital. - București: Editura Economică, 2004.
4. www.bvb.ro
5. www.kmarket.ro