

**CAIETE DE STUDII**  
**Nr. 18**

**Octombrie 2006**



# **ECHILIBRUL EXTERN AL ROMÂNIEI**

## **– ABORDĂRI CALITATIVE ȘI CANTITATIVE<sup>1</sup>**

**Autori: Mihai Copaciu**  
**Irina Racaru**

---

<sup>1</sup> Autorii mulțumesc pentru sugestiile primite de la Cezar Boțel, Matthieu Bussiere, Ion Drăgulin, Cosmin Iluț, precum și colegilor din cadrul direcțiilor: Stabilitate Financiară, Modelare și Prognoze Macroeconomice și Statistică.

**ISBN 1224-4449**

## ***Notă***

*Opiniile prezentate în această lucrare sunt în întregime ale autorilor și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.*

*Tehnoredactarea Caietelor de studii a fost realizată de către Direcția Studii și Publicații.*

*Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

## *Cuprins*

### **ECHILIBRUL EXTERN AL ROMÂNIEI**

**– O ABORDARE CALITATIVĂ ..... 7**

### **ECHILIBRUL EXTERN AL ROMÂNIEI**

**– O ABORDARE CANTITATIVĂ ..... 37**



**ECHILIBRUL EXTERN AL ROMÂNIEI**  
**– O ABORDARE CALITATIVĂ**





# *Cuprins*

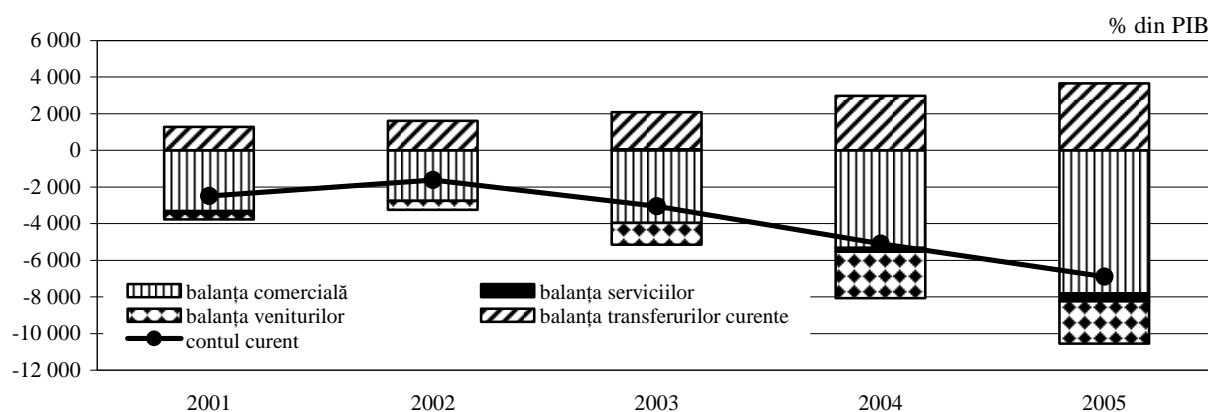
<b>1. INTRODUCERE.....</b>	<b>11</b>
<b>2. DESCRIEREA EVOLUȚIEI PRINCIPALELOR COMPONENTE ALE BALANȚEI CONTULUI CURENT.....</b>	<b>13</b>
2.1. Deficitul balanței comerciale.....	13
2.2. Balanța veniturilor.....	17
2.3. Balanța transferurilor curente.....	17
2.4. Aspecte privind competitivitatea externă.....	20
2.5. Balanța contului curent ca balanță investiții versus economisiri.....	23
<b>3. FINANȚAREA DEFICITULUI DE CONT CURENT .....</b>	<b>26</b>
3.1. Necesarul de finanțare .....	26
3.2. Datoria externă – structură, evoluție, sustenabilitate.....	30
<b>4. CONCLUZII .....</b>	<b>34</b>
<b>BIBLIOGRAFIE.....</b>	<b>36</b>



## 1. INTRODUCERE

Comentariile privind deficitul de cont curent al României s-au înmulțit în ultima perioadă, în principal alimentate de menținerea unui deficit ridicat pentru 2005, comparativ cu anii anteriori, precum și de previziunile<sup>2</sup> pentru 2006, care indică persistența acestuia. Datele provizorii pentru anul 2005 relevă faptul că deficitul de cont curent al României a atins 8,7 la sută din PIB, comparativ cu 8,4 la sută în anul precedent, ultimii doi reprezentând de altfel anii în care s-au înregistrat valorile maxime după 1989 (Graficul 1.1). Totodată, aceste niveluri sunt mult superioare mediei deficitului de cont curent pentru perioada 1994-2003, respectiv 4,96 la sută<sup>3</sup>.

**Graficul 1.1. Nivelul și compoziția deficitului de cont curent, 2001-2005**



Sursa: BNR, INS

**Tabelul 1.1. Soldul contului curent în țările noi membre ale UE, 2002-2003**

	% din PIB	
	2002	2003
Cehia	-5,78	-6,39
Estonia*	-10,18	-12,14
Ungaria*	-7,23	-9,10
Letonia	-6,75	-8,30
Lituania	-5,07	-6,87
Polonia	-2,62	-2,19
Slovacia	-8,07	-0,87
Slovenia**	1,50	-0,30
Malta**	0,29	-5,77
Cipru	-4,39	-3,36

\* cel mai ridicat nivel al deficitului în perioada 1995-2003

\*\* cel mai mic nivel al deficitului în perioada 1995-2003

Sursa: Bloomberg

Comparativ cu situația din celelalte țări din centrul și estul Europei, precum și din țările baltice, deficitul de cont curent al României înregistrează un nivel mediu, situându-se peste cel înregistrat în Cehia, Polonia sau Slovenia, dar inferior celui înregistrat în Letonia, Estonia sau Bulgaria<sup>4</sup>. În plus, comparând nivelul deficitului actual al României cu cel înregistrat de cele 10 țări care au aderat la UE în 2004, imaginea este de asemenea mixtă: unele țări (Estonia și Ungaria) au înregistrat în unul din acești ani nivelul maxim al deficitului pentru perioada 1995-2003, iar altele (Malta și Slovenia) au consemnat nivelul minim (Tabelul 1.1).

Liberalizarea circulației fluxurilor de capital la nivel mondial (și, recent, și liberalizarea aproape totală a tranzacțiilor aferente contului de capital și pentru o parte mare a țărilor emergente) se înscrie în viziunea conform căreia, ținând

<sup>2</sup> De exemplu Economist Intelligent Unit prognoza, în luna februarie, pentru 2006 un deficit de cont curent de 8,6 la sută din PIB (Bloomberg).

<sup>3</sup> Studiul a fost elaborat pe baza datelor statistice disponibile la 15 martie 2006.

<sup>4</sup> Graficul 2.5.1 din secțiunea 2.5 prezintă balanța dintre economisiri și investiții pentru fiecare țară la nivelul anului 2005.

seama de faptul că intrările de capital sunt imaginea în oglindă a deficitului, deficitele externe vor fi mai mari și persistente, comparativ cu cele înregistrate în perioadele anterioare.

În condițiile unui deficit fiscal relativ redus, cum este și cazul României, deficitul de cont curent reflectă de fapt decizii de împrumut luate la nivelul sectorului privat pentru a realiza investiții. Potrivit a ceea ce în literatura de specialitate este cunoscută drept doctrina „Corden-Pitchford”, dacă investitorii și intermediarii financiari monitorizează adecvat clienții – o presupunere de altfel puternică –, respectivele intrări de capital reprezintă soluții optime și sunt de fapt un vot de încredere acordat economiei. În condițiile în care cursul de schimb este flexibil<sup>5</sup>, moneda se poate deprecia pe termen mediu și lung pentru a corecta deficitul extern.

Conform analizei, creșterea deficitului de cont curent al României începând cu 2004 este explicată de modificările structurale interne ale economiei și de continuarea procesului de convergență (*catching up*). La acestea se adaugă și aprecierea reală a monedei naționale<sup>6</sup>. Cu toate acestea, exporturile își mențin rata de creștere robustă, efectul aprecierii fiind limitat și ca urmare a gradului mare de schimburi din cadrul aceleiași categorii de produse.

Finanțarea deficitului de cont curent nu credem că va reprezenta o problemă, cel puțin pe termen mediu, în condițiile în care investițiile străine se vor materializa în proiecte viabile cu efecte viitoare pozitive asupra economiei. Astfel, în ultimii opt ani finanțarea deficitului s-a realizat preponderent din investiții străine directe (ISD), care nu par a fi fost afectate semnificativ de scăderea veniturilor din privatizare în 2005. Datoria externă pe termen mediu și lung s-a menținut constantă ca procent din PIB, ceea ce arată sustenabilitatea acesteia și implicit a deficitului de cont curent. O problemă rămâne creșterea creditelor externe pe termen scurt și a depozitelor nerezidenților, deși și în acest caz rezultatele sunt afectate de schimbarea de metodologie care a avut loc în cuantificarea respectivelor date<sup>7</sup>. Creșterea datoriei externe pe termen mediu și lung poate genera probleme din punct de vedere al stabilității financiare prin: (i) riscul de curs de schimb, deprecierea bruscă a acestuia putând duce la o majorare semnificativă a costului finanțării externe; (ii) creșterea primei de risc în cazul unei schimbări a percepției investitorilor (manifestată inclusiv prin retragerea unor fluxuri de capital), ca urmare a unui șoc intern, sau prin contagiune în urma unei crize în una din țările din regiune. În ceea ce privește riscul de lichiditate, consolidarea rezervelor valutare din ultima perioadă a diminuat substanțial acest risc, serviciul datoriei fiind acoperit în totalitate de rezerve.

Prezenta lucrare este împărțită în trei secțiuni. Prima secțiune este introducerea, cea de-a doua investighează natura deficitului prin cercetarea componentelor balanței contului curent, o atenție în plus fiind acordată aspectelor legate de competitivitatea externă și abordării deficitului de cont curent ca balanță între economisiri și investiții. Finanțarea deficitului este prezentată în cea de-a treia secțiune. Concluziile încheie lucrarea.

---

<sup>5</sup> Autoritatea monetară nu intervine pe piață.

<sup>6</sup> Deși într-o abordare de tip panel Copaciu și Racaru (2006) cuantifică impactul ratei reale de schimb ca nefiind foarte ridicat.

<sup>7</sup> A se consulta ultimul paragraf din subcapitolul 3.2.

## 2. DESCRIEREA EVOLUȚIEI PRINCIPALELOR COMPONENTE ALE BALANȚEI CONTULUI CURENT

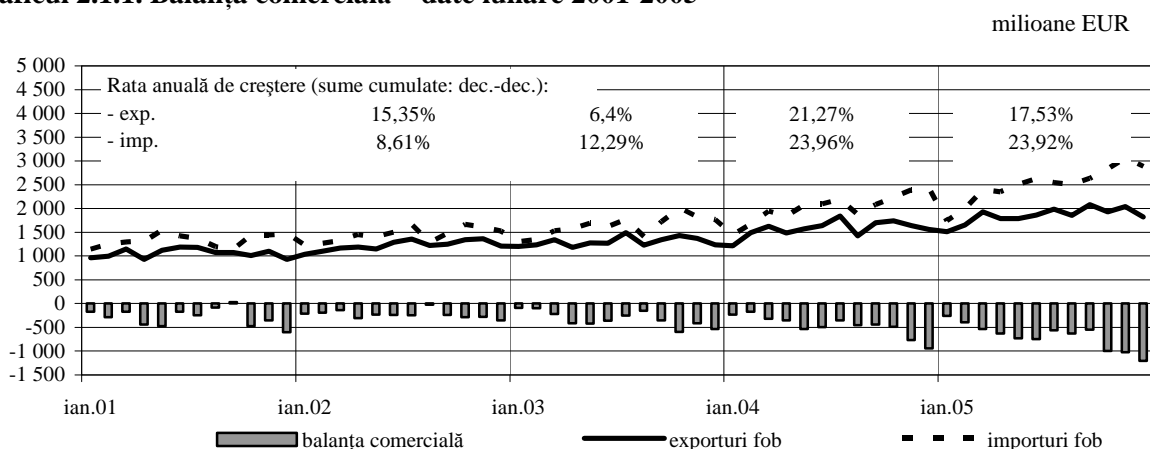
La evoluția menționată anterior a soldului contului curent au contribuit toate cele patru componente, respectiv balanța comercială, balanța serviciilor, balanța veniturilor și cea a transferurilor curente (Graficul 1.1).

### 2.1. Deficitul balanței comerciale

În timp ce contribuția deficitului balanței serviciilor a fost minoră, **deficitul balanței comerciale** reprezintă principala componentă a deficitului de cont curent și a înregistrat o accentuare continuă începând din semestrul al doilea al anului 2003 (Graficul 2.1.1). După un an, respectiv 2002, în care ritmul de creștere a exporturilor a fost superior celui al importurilor, în ultimii trei ani situația s-a inversat.

Este de remarcat că aprecierea în termeni reali a leului în ultimii doi ani ca urmare a aprecierii în termeni nominali a monedei naționale, în condițiile unor rate ale inflației interne aflate în scădere și ale stagnării relative a inflației externe, nu a avut un impact semnificativ asupra nivelului exporturilor, care prezintă în continuare rate de creștere robuste. Cauzele posibile pot fi regăsite în efectuarea de către aceiași agenți economici atât a operațiunilor de export, cât și de import, sau/și într-o creștere a productivității care să acopere parte din impactul negativ al aprecierii.

Graficul 2.1.1. Balanța comercială – date lunare 2001-2005



Sursa: BNR, INS

Prima cauză mai sus menționată este susținută de **distribuția pe grupe de produse** a exporturilor, respectiv importurilor. În perioada 2001-2005, aceleași cinci grupe de produse (Tabelul 2.1.1) au reprezentat principala sursă de importuri respectiv exporturi, ocupând însă locuri diferite în aceste două categorii. Ca rezultat, indicii schimburilor comerciale intrasectoare înregistrează valori ridicate și relativ constante, cu excepția unui singur sector, și anume cel al mijloacelor și materialelor de transport, care a înregistrat valori descrescânde, în principal ca urmare a creșterii mai rapide a importurilor totale în ultimii doi ani. La nivelul sectorului materiilor textile și al articolelor din acestea, ponderea acestora, atât în nivelul exporturilor, cât și al importurilor în total este în continuă scădere, fapt reflectat și de ratele de creștere anuale. O posibilă cauză poate fi abrogarea de la 1 ianuarie 2005 a acordului ce prevedea o serie de restricții privind accesul pe piețele din UE, SUA și Canada, deschizându-se astfel drumul exporturilor din zona asiatică. Celelalte sectoare își mențin ponderi relativ constante și rate de creștere cu un caracter ciclic.

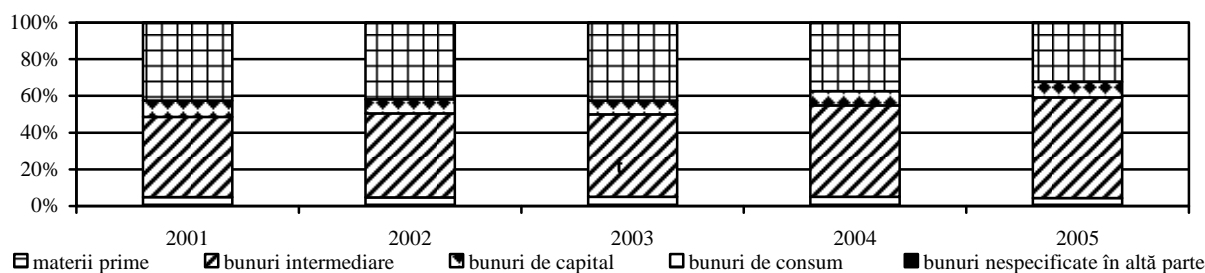
**Tabelul 2.1.1. Indexul schimburilor comerciale intra-grupe de produse<sup>8</sup>**

	Produse minerale	Materii textile și articole din acestea	Metale comune și articole din acestea	Mașini și dispozitive mecanice; mașini, aparate și echipamente electrice; aparate de înregistrat sau de reprodus sunetul și imaginile	Mijloace și materiale de transport
2001	0,60	0,93	0,87	0,67	0,89
2002	0,59	0,89	0,83	0,66	0,84
2003	0,59	0,88	0,89	0,66	0,81
2004	0,55	0,88	0,86	0,69	0,66
2005	0,67	0,87	0,92	0,69	0,71

Sursa: BNR și calcule proprii

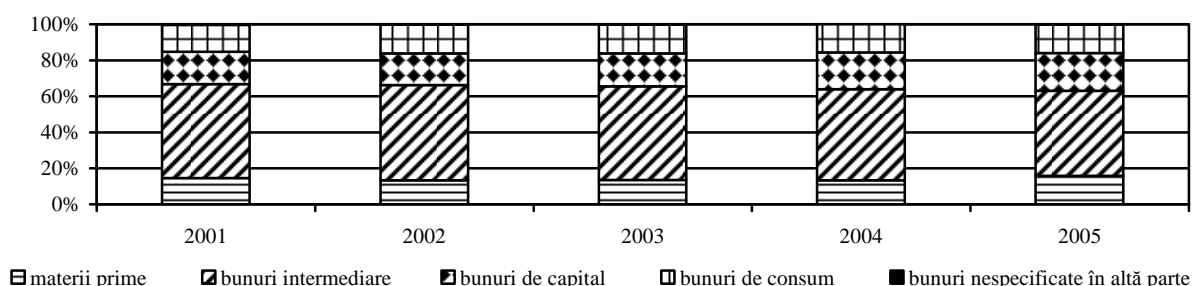
Din punct de vedere al calității exporturilor, se constată o creștere a ponderii bunurilor cu grad mai mare de prelucrare, cum ar fi bunurile intermediare și bunurile de capital, în timp ce la import ponderea bunurilor intermediare a scăzut în favoarea materiilor prime, a bunurilor de capital și a bunurilor de consum.

**Graficul 2.1.2. Structura exporturilor pe stadii ale producției**



Sursa: BNR, INS

**Graficul 2.1.3. Structura importurilor pe stadii ale producției**



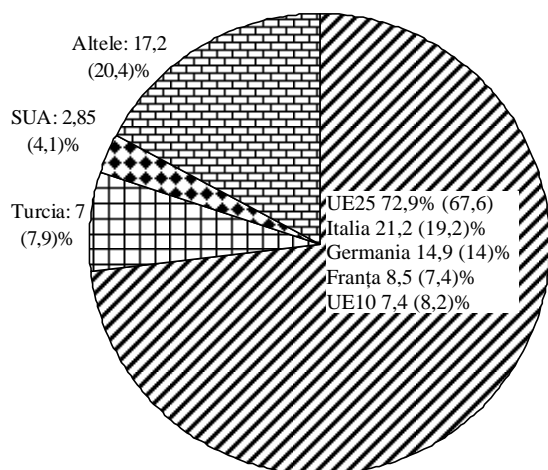
Sursa: BNR, INS

În ceea ce privește *orientarea geografică* a schimburilor comerciale, Uniunea Europeană și în principal țările UE15 (în special Italia, Germania, Franța) rămân principalii parteneri comerciali ai României. Exporturile către UE25 reprezintă circa 70 la sută din totalul exporturilor. În cadrul acestora, exporturile către cele 10 țări admise în 2004 reprezentau 7,4 la sută în 2004, respectiv

<sup>8</sup> Indexul a fost calculat:  $Index = 1 - \frac{|exp. - imp. |}{exp. + imp.}$ . O valoare egală cu 1 indică doar schimburi comerciale intra-industrii, în timp ce o valoare zero indică existența doar a unui flux comercial (importuri sau exporturi).

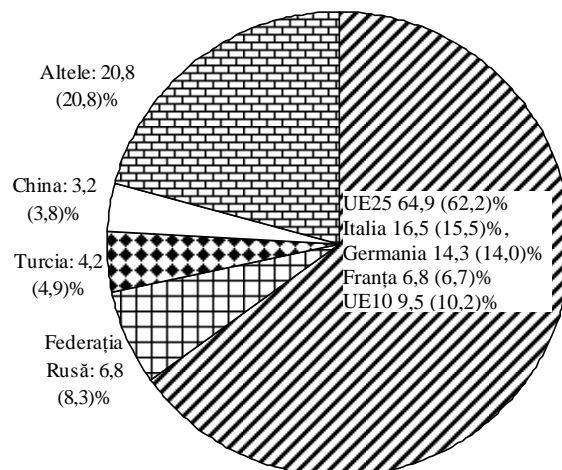
8,2 la sută pentru 2005, sensibil mai mici decât aceleași ponderi la nivelul importurilor. În privința importurilor situația este relativ similară, UE deținând aproximativ 64 la sută din total; se distinge poziția Rusiei care, datorită importurilor de resurse energetice primare, reprezintă (la nivel de țară) al patrulea partener al României, ponderea sa crescând în totalul importurilor în principal ca urmare a majorării prețurilor gazelor și produselor derivate.

**Graficul 2.1.4. Structura geografică a exporturilor în 2004 (2005)**



Sursa: INS

**Graficul 2.1.5. Structura geografică a importurilor în 2004 (2005)**



Sursa: INS

### Caseta 1. Balanța energetică și deficitul de cont curent

Impactul balanței energetice asupra deficitului de cont curent este important atât prin prisma continuității sale, cât și prin magnitudinea acestuia, având în vedere recente evoluții pe plan internațional. Deficitul înregistrat la nivelul balanței energetice a avut o evoluție oscilantă, atât în termeni absoluți, cât și ca pondere în PIB în perioada 2001-2005. Ponderea sa în deficitul balanței comerciale s-a redus semnificativ, pe fondul creșterii exportului de produse petroliere.

**Tabelul 2.1.2. Evoluția deficitului balanței energetice**

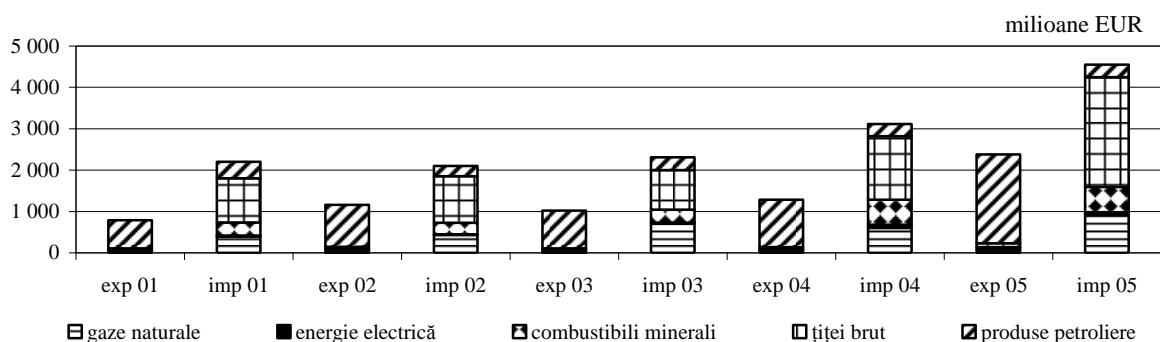
An	Ponderea deficitului balanței energetice* în deficitul balanței comerciale	Ponderea deficitului balanței energetice în PIB
2001	37,35%	-2,77%
2002	28,38%	-1,61%
2003	28,09%	-2,11%
2004	29,91%	-2,62%
2005	23,32%	-2,30%

\* deficit calculat ca diferență FOB-FOB

Sursa: Autoritatea Națională a Vămilelor, BNR

Privind evoluția componentelor balanței de plăți, se poate observa că România este exportator net pentru energia electrică și produsele petroliere și importator net pentru combustibili minerali, gaze naturale și țiței brut. Este de remarcat totodată că o creștere a valorii importului de țiței brut a fost însoțită de o creștere a exportului de produse petroliere, reflectând utilizarea primei categorii în producția ultimei, care are și o valoare adăugată mai ridicată. Astfel, soldul negativ al balanței energetice este în mare măsură rezultatul importurilor de țiței și gaze naturale.

**Graficul 2.1.6. Exporturile (FOB) și importurile (CIF) de combustibili: 2001 - sept. 2005**



Sursa: Autoritatea Națională a Vămirilor

Descompunerea evoluției valorii componentelor după preț și cantitate conduce la următoarele concluzii (Tabelul 2.3.4), care însă trebuie interpretate împreună cu evoluțiile valorilor absolute desprinse din graficul prezentat anterior:

- La nivelul gazelor naturale, prețul de import are o evoluție relativ constantă până în 2005 când a crescut, în timp ce cantitatea importată a înregistrat creșteri semnificative în 2003, păstrându-se în anii următori la niveluri similare.
- La nivelul combustibililor minerali, prețul de import a înregistrat creșteri semnificative în 2004 și 2005 față de perioadele anterioare. Pentru 2005, cantitatea exportată a înregistrat creșteri semnificative comparativ cu valorile anterioare, dar ponderea sa rămâne mică.
- În cazul energiei electrice trebuie remarcată scăderea prețului de export în 2004 și 2005, în timp ce pentru aceeași perioadă cantitățile importate și exportate au crescut semnificativ comparativ cu perioadele anterioare.
- Pentru țițeiul brut, prețul importurilor a crescut în 2005 semnificativ ca urmare a majorărilor de preț pe piețele internaționale, în timp ce creșterea cantității a fost mai moderată comparativ cu 2004.
- Pentru 2005, creșterea mare de preț înregistrată la exportul de produse petroliere s-a datorat cel mai probabil efectului majorării semnificative a prețului importurilor de țiței brut. În plus cantitatea importată s-a redus semnificativ (reprezenta 32 la sută din nivelul anului 2001), iar cea exportată a înregistrat o creștere puternică față de 2004.

**Tabelul 2.3.4. Evoluția balanței energetice (indice 2001=100)**

		Evoluția prețului				Evoluția cantității				Evoluție totală			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Gaze naturale	Imp.	82	88	80	108	135	203	193	214	111	179	154	232
	Exp.	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Energie electrică	Imp.	88	78	88	90	57	125	337	303	50	98	295	271
	Exp.	153	100	62	90	158	181	181	251	153	100	113	202
Combustibili minerali	Imp.	76	83	136	146	114	119	141	132	87	99	191	192
	Exp.	106	91	107	115	99	136	136	194	106	91	146	224
Țiței brut	Imp.	103	96	109	159	103	94	132	157	106	90	144	250
	Exp.	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Produse petroliere	Imp.	97	117	131	229	65	67	56	32	63	78	73	74
	Exp.	149	135	115	161	154	146	146	196	149	135	168	316

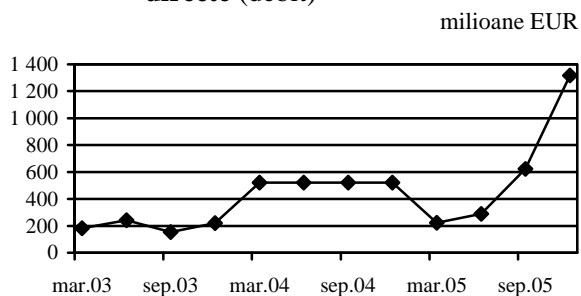
Sursa: ANV, BNR și calcule proprii.

În final, având în vedere că variațiile de preț de la nivelul țițeiului brut sunt încorporate în prețul exporturilor de produse petroliere, modificarea soldului balanței energetice este dată de evoluția prețului și cantității de gaze naturale importate.



## 2.2. Balanța veniturilor

Graficul 2.2.1. Venituri din investiții străine directe (debit)

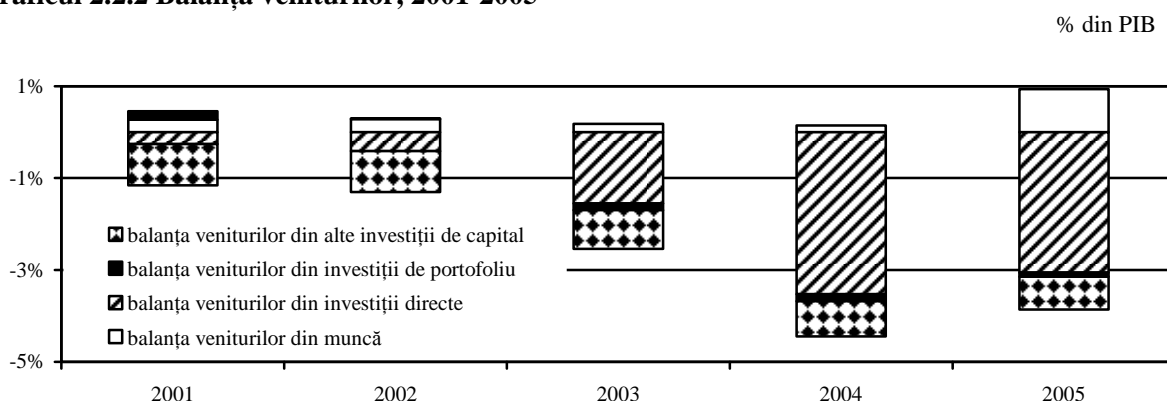


Sursa: BNR

Soldul negativ – cu tendință de accentuare – al **balanței veniturilor** este datorat în principal de evoluția balanței veniturilor din investiții străine. Derularea cercetării statistice privind investițiile directe ale nerezidenților în România a completat sfera de cuprindere a acestui indicator conform metodologiei FMI, prin includerea profitului reinvestit în debitul poziției veniturilor din investiții străine directe și a determinat implicit o creștere a deficitului de cont curent, concomitent cu o majorare a surplusului contului de capital și financiar, lăsând astfel poziția netă nealterată. Trebuie însă remarcat că sporirea profitului reinvestit reprezintă o recunoaștere a atractivității investiționale a României, efectele pozitive înregistrate fiind astfel perpetuate.

Datele trimestriale ale evoluției veniturilor din investiții străine directe pentru perioada 2003-2005<sup>9</sup> indică o corelație în general pozitivă cu creșterea produsului intern brut. Veniturile pe parcursul anului 2004 au fost mai mult decât duble față de cele din 2003, în timp ce în ultimele două trimestre din 2005 au înregistrat valorile maxime pentru perioada investigată, respectiv 622 și 1 328 milioane euro, confirmând atractivitatea crescândă a sectorului real românesc.

Graficul 2.2.2 Balanța veniturilor, 2001-2005



Sursa: BNR

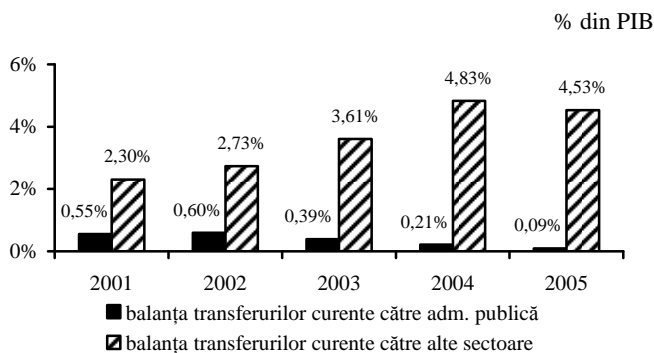
## 2.3. Balanța transferurilor curente

La nivelul **balanței transferurilor curente**, dinamica este dată de evoluția transferurilor curente către alte sectoare, al căror excedent a reprezentat în ultimii doi ani peste 95 la sută din excedentul total al balanței transferurilor curente. Totodată, datele preliminare aferente anului 2005 indică o pondere a transferurilor curente către alte sectoare de 4,53 la sută din PIB. Două sunt cauzele potențiale ale acestei evoluții: majorarea *de facto* a sumelor trimise în favoarea rezidenților din străinătate, respectiv metodologia adoptată recent de BNR care a impus revizuirea coeficientului de estimare a sumelor transferate din străinătate în favoarea rezidenților prin canale neoficiale, generând o creștere importantă a ponderii acestor sume în totalul

<sup>9</sup> S-a ales această perioadă pentru a asigura uniformitatea cu privire la includerea profitului reinvestit în respectivele transferuri.

transferurilor curente către alte sectoare<sup>10</sup>.

**Graficul 2.3.1. Balanța transferurilor curente**



Sursa: BNR, INS, calcule proprii (date preliminare 2005)

Referitor la prima cauză menționată, este de presupus că tendința sumelor trimise în favoarea rezidenților din străinătate va continua pe termen mediu și scurt, având în vedere că nu se întrevăd evenimente majore care ar putea genera întreruperea acestor transferuri. Totodată, pe termen lung trebuie considerat și impactul diminuării graduale a acestor sume ca urmare a creșterii competitivității economiei românești și alinierii treptate la standardele europene. În plus, din 2007, este de presupus că nivelul fondurilor structurale atrase va

spori, ceea ce va genera un adaos la excedentul balanței transferurilor curente.

## Caseta 2. Transferurile lucrătorilor români din exterior

### *Evidențe și posibil impact la nivel macroeconomic*

Având în vedere posibilul impact al acestor venituri asupra economiei-sursă, transferurile rezidenților care muncesc în străinătate reprezintă un fenomen asociat (și intens mediatizat) cu migrația legală sau nu a forței de muncă spre piețe mai dezvoltate, care oferă recompense financiare mai ridicate decât în țara de origine. Pentru a studia impactul este necesar a fi determinat nivelul acestor fluxuri. La ora actuală problema este reprezentată de lipsa unei metodologii clare care să ofere rezultate absolut credibile, deși există preocupări pentru armonizarea unei astfel de metodologii atât la nivel de state, cât și la nivelul unor organizații internaționale, precum Uniunea Europeană, FMI, Banca Mondială sau Organizația Internațională a Muncii. Printre metodele cele mai uzitate până în prezent se numără: (i) extragerea acestor date din componentele balanței de plăți, ajustate pentru a surprinde transferurile oficiale sau (ii) efectuarea de sondaje la nivel regional sau național. Această ultimă modalitate are ca avantaje posibilitatea de surprindere și a transferurilor neoficiale, precum și destinația respectivelor transferuri.

La nivel internațional, ponderea transferurilor oficiale din muncă în PIB, conform estimărilor realizate de FMI și Banca Mondială, este ridicată pentru o serie de economii emergente, precum Moldova (25 la sută), Iordania (18 la sută), Albania (15 la sută). Alte țări care prezintă rate relativ ridicate sunt: Bangladesh, Bosnia, Egipt, Maroc, Pakistan sau Tunisia. (FMI, 2005; Banca Mondială, 2005).

Pentru România, acest aspect a devenit cu atât mai important, cu cât se are în vedere migrația crescândă a forței de muncă spre piața UE. Până în 2004, principala componentă a balanței de plăți în care se regăsesc transferurile oficiale ale muncitorilor, respectiv balanța transferurilor, oferea o detaliere doar între două paliere, respectiv transferuri curente ale administrației și transferuri private.

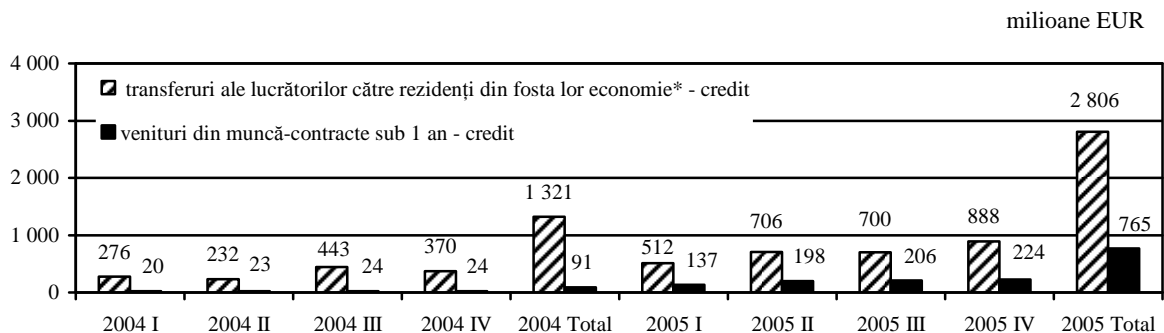
Din 2004, s-a realizat o împărțire a transferurilor private în transferuri ale lucrătorilor și alte transferuri private, prima valoare fiind estimată pe baza unui coeficient de ajustare a datelor primite prin canale oficiale (circa 60 la sută din fluxuri). În plus, la aceste valori trebuie adăugat creditul din veniturile din muncă din balanța veniturilor, a cărui pondere, după cum se poate observa din Graficul 2.3.2, este scăzută.

<sup>10</sup> De exemplu, excedentul balanței transferurilor curente a fost majorat în urma revizuirii cu 475 milioane euro pentru anul 2004 (BNR, 2005).

Din grafic se poate observa că magnitudinea respectivelor transferuri este în creștere, valoarea estimată pentru 2005 fiind de 2,12 ori mai ridicată decât valoarea pentru anul 2004 (o rată de creștere de 152 la sută). Raportate la PIB, respectivele transferuri reprezentau 2,4 la sută în 2004, respectiv 4,51 la sută în 2005.

Cea de-a doua modalitate de cercetare, respectiv sondajul la nivelul gospodăriilor, nu a fost folosită extensiv în România până recent. Potrivit unui sondaj realizat de Organizația Internațională pentru Migrație (IOM) în 2005, în perioada 2001-2005 ponderea gospodăriilor în cadrul cărora s-a înregistrat migrație a fost relativ constantă, respectiv 10 la sută. În plus, pentru aceeași perioadă, migrația a manifestat un caracter temporar, cu o durată medie de 2 ani (IOM, 2006). De asemenea, așa cum relevă un sondaj al Fundației pentru o Societate Deschisă, la nivel urban 53 la sută dintre gospodăriile care primesc transferuri din muncă le folosesc pentru acoperirea nevoilor zilnice, în timp ce doar 4 la sută le folosesc pentru a începe o afacere nouă (FSD, 2006). Aceste rezultate sunt confirmate și în cadrul studiului efectuat de Pop (2006) pentru un oraș de mărime medie din județul Cluj. În plus, pe lângă principala destinație a banilor, respectiv consumul, studiul evidențiază că investițiile se concentrează asupra cumpărării de locuințe. Astfel, creșterea cererii a determinat, potrivit respondenților, o majorare a prețului locuințelor.

### Graficul 2.3.2. Transferurile lucrătorilor români din străinătate



\* valoare estimată pe baza unui coeficient de ajustare a datelor primite prin canale oficiale (circa 60 la sută din fluxuri).

Sursa: BNR

Dacă impactul la nivel microeconomic este mai ușor de surprins, influența la nivel macroeconomic a transferurilor curente și a migrației poate fi diversă și foarte dificil de cuantificat. Oricum, impactul final asupra economiilor-sursă depinde dacă transferurile respective sunt investite sau consumate.

O prezentare detaliată a aspectelor teoretice privind posibilul impact macro al transferurilor este realizată de Kireyev (2006). Spre exemplu, migrația forței de muncă poate genera o contracție absolută a PIB (exporturile incluse) în țările care utilizează acest factor mai intensiv și o expansiune a PIB (exporturile incluse) acolo unde se folosește capitalul mai intensiv. Acesta este de fapt un efect Rybczynsky de sens invers. Totodată, veniturile în sectoarele pentru care factorul abundent migrează pot crește, dacă forța de muncă care emigrează nu este în exces.

O creștere a volumului transferurilor îmbunătățește direct contul curent. Însă, dacă respectivele transferuri sunt cheltuite în parte pe importuri, impactul pozitiv este diminuat. În plus, transferurile generează presiuni de apreciere nominală a monedei naționale, precum și presiuni inflaționiste prin cererea suplimentară pe care o creează. Ambele efecte contribuie la aprecierea reală a monedei, generând *caeteris paribus* o înrăutățire a deficitului de cont curent. Același efect de apreciere reală este generat și dacă transferurile sunt cheltuite pe bunuri netranzactionabile (*non-tradables*). De asemenea, este posibilă creșterea prețurilor la nivelul activelor imobiliare ca urmare a cererii mai ridicate și incapacității ofertei de a se adapta.

Kireyev (2006) analizează trei cazuri-limită, presupunând un nivel constant al PIB:

- Toate transferurile sunt consumate – consumul poate spori doar dacă investițiile scad cu contul curent neschimbat sau deficitul crește cu investițiile neschimbate. O majorare a consumului împreună cu creșterea investițiilor generează o accentuare a deficitului extern.
- Toate transferurile sunt investite – generează o scădere a consumului când contul curent este neschimbat sau invers. Și în acest caz, o accelerare a consumului împreună cu creșterea investițiilor generează o deteriorare a deficitului extern.
- Toate transferurile sunt economisite – dacă sunt economisite de sectorul privat, consumul acestuia va scădea. Impactul asupra investițiilor depinde de răspunsul contului curent.

La nivelul României, un exercițiu simplu dar bazat pe o serie de ipoteze tari este următorul: să presupunem că la nivelul anilor 2005 și 2004 *intrările* de transferuri private din muncă ar fi fost zero. Acest lucru ar fi generat, *caeteris paribus*, un deficit de cont curent de aproximativ 6,5 miliarde euro în 2004 (-11,05 la sută din PIB) și 10,46 miliarde euro în 2005 (-13,20 la sută din PIB), comparativ cu valorile înregistrate de 8,65 la sută și 8,69 la sută.

Transferurile nu trebuie privite ca o sursă de creștere și dezvoltare pe termen lung, însă efectele pe termen scurt pot fi favorabile depinzând de elementele mai sus menționate. În plus, unele aspecte sociale pot fi îmbunătățite, sprijinind sarcinile statului în ceea ce privește o parte a atribuțiilor sale privind protecția socială.

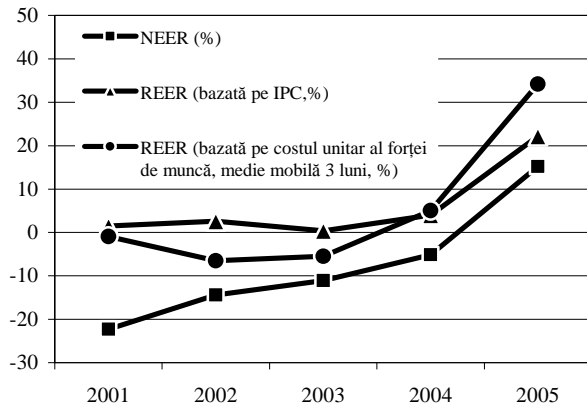
## 2.4. Aspecte privind competitivitatea externă

Unul dintre cei mai uzitați indicatori care reflectă competitivitatea externă este reprezentat de *rata reală efectivă de schimb (REER)*. În cele mai multe cazuri sunt raportate trei variante ale ratei reale efective de schimb, fiecare prezentând o serie de neajunsuri datorate în principal gradului de acoperire, respectiv: REER bazată pe indicele prețurilor de consum (IPC), pe indicele prețurilor de producție (IPP) și pe costul unitar cu forța de muncă (ULC). Trebuie remarcat de la început că variațiile în cadrul acestor indici pot reflecta probleme de competitivitate, dar și de convergență.

În 2005, rata reală efectivă de schimb s-a apreciat afectând negativ competitivitatea externă (Graficul 2.4.1). Creșterile salariale înregistrate în ultima perioadă au contribuit la aprecierea în mai mare măsură a REER calculate pe baza costurilor unitare ale forței de muncă (ULC). Contribuția inflației interne la aprecierea reală, dacă ne referim la rata reală efectivă calculată folosind IPC, a fost în scădere și s-a bazat în principal pe liberalizarea prețurilor administrate și parțial pe creșterea prețului petrolului la nivel mondial, iar inflația externă a temperat doar puțin aprecierea (deși la nivelul UE inflația a fost în creștere, depășind ținta ECB de 2 la sută, tot ca urmare a fluctuației înregistrate la nivelul prețurilor produselor petroliere). Evoluția celor trei indicatori este cauzată în principal de evoluția cursului de schimb al leului care, în 2005, raportat la 2004, s-a apreciat în termeni nominali atât față de euro (10,6 la sută), cât și față de dolar (10,72 la sută)<sup>11</sup>. Acest fapt este datorat îndeosebi intrărilor de capital din privatizări, dar și în contextul măsurilor de liberalizare a contului de capital care au generat intrări suplimentare de fonduri, contribuind astfel la aprecierea leului. Aprecierea leului a fost însoțită și de creșterea volatilității cursului de schimb, atât ca urmare a anunțului băncii centrale din 3 noiembrie 2004 privind răirirea intervențiilor acesteia pe piața valutară, cât și volumului tot mai mare al fluxurilor de capital.

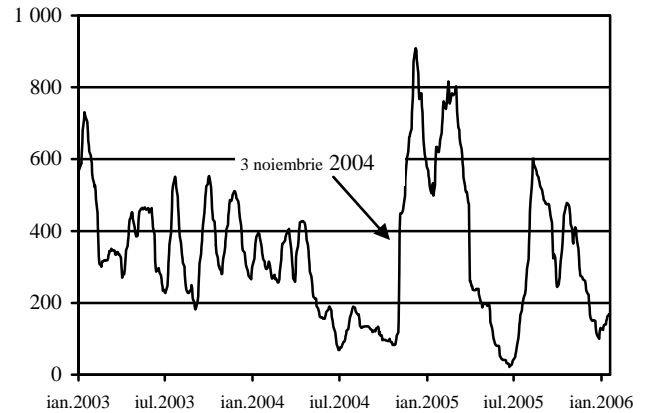
<sup>11</sup> Calculată folosind cursurile medii pentru respectivele perioade.

**Graficul 2.4.1. Rata anuală de apreciere (+)/depreciere(-) a ratei reale efective de schimb**



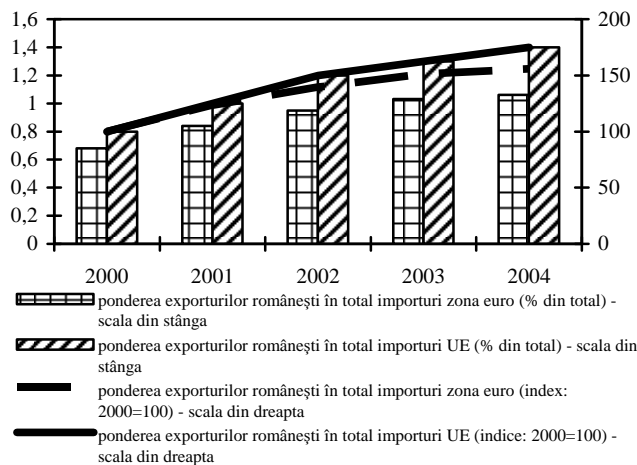
Sursa: FMI (2006)

**Graficul 2.4.2. Volatilitatea cursului de schimb (abaterea standard a cursului de schimb nominal cu o fereastră mobilă de 60 de zile)**



Sursa: BNR și calcule proprii

**Graficul 2.4.3. Cota de piață a exporturilor românești în total importuri UE (zona euro)**



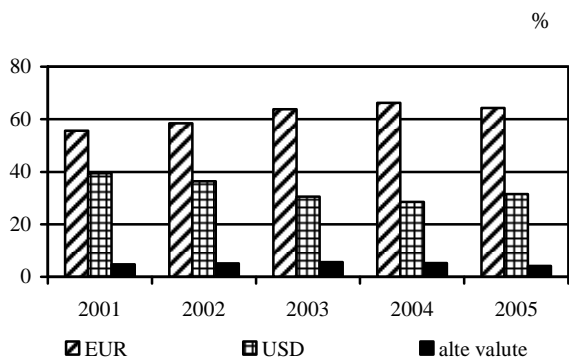
Sursa: EUROSTAT și calcule proprii

exporturilor către grupul de țări nou admise în 2004.

Totodată, *ponderea exporturilor României către UE (zona euro)* în totalul importurilor acestora a fost într-o creștere constantă în perioada 2000-2004, deși evoluția cotei în 2004 față de 2003 este mai scăzută decât în perioadele anterioare (Graficul 2.4.3). Acest fapt este datorat și creșterii mai lente a productivității, precum și aprecierii nominale a leului, având în vedere că principala monedă încasată de exportatori este euro. În plus, deși în cadrul UE țările membre ale zonei euro rămân principala piață spre care sunt orientate exporturile, rata de creștere a cotei de piață a exporturilor în UE este superioară celei din zona euro, reflectând o evoluție ascendentă a

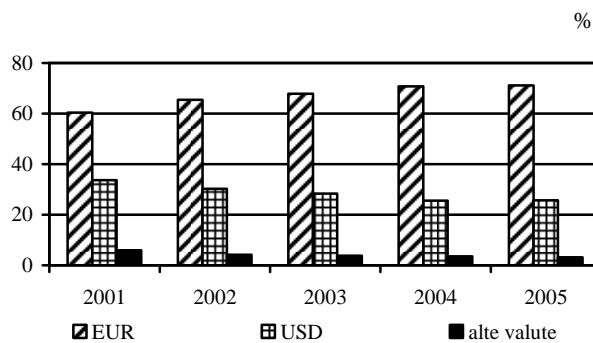
**Structura pe valute** a exportului, respectiv importului, indică o majorare a ponderii schimburilor comerciale având ca monedă de tranzacționare euro, în detrimentul dolarului, pondere mai ridicată însă la nivelul importurilor. Aceste ponderi ridicate ale euro sunt explicate prin concentrarea schimburilor comerciale cu țările din cadrul Uniunii Europene, mai ales cu țările din zona euro, concentrând riscul valutar la care sectorul extern este expus în evoluția ratei de schimb EUR/RON.

**Graficul 2.4.4. Structura pe valute a exportului**



Sursa: BNR și ANV

**Graficul 2.4.5 Structura pe valute a importului**

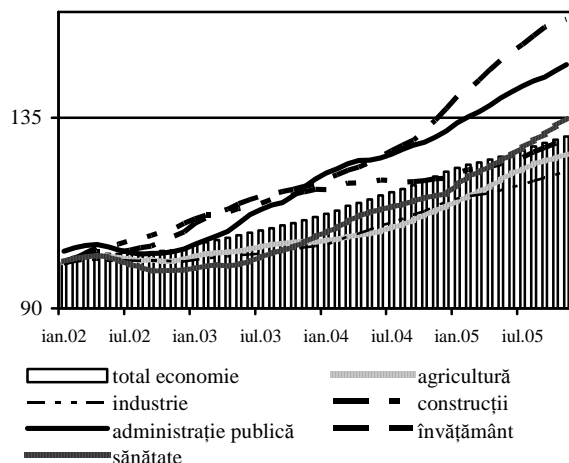


Sursa: BNR și ANV

Totuși, după cum am menționat anterior, deși volatilitatea cursului de schimb a crescut simțitor după ce BNR nu a mai intervenit de o manieră regulată pe piață, ritmul de creștere al exporturilor în special nu a fost afectat (Graficul 2.1.1), reflectând nu neapărat o cultură financiară ridicată manifestată prin folosirea instrumentelor de acoperire, ci mai degrabă efectuarea de operațiuni combinate de export și import de către o parte a agenților economici.

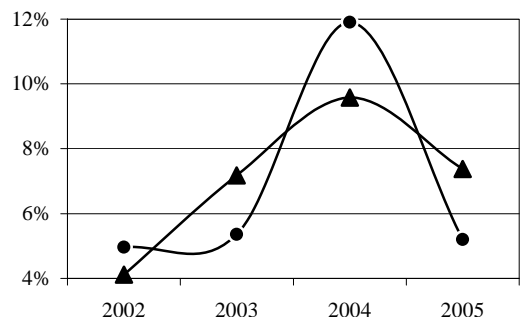
La nivelul industriei, creșterea de productivitate a încetinit în cea de-a doua parte a anului 2005, aflându-se sub nivelul majorării salariilor reale brute. Totodată, salariile din industrie sunt încă la limita inferioară a palierului când sunt comparate, în evoluție, cu salariile din celelalte sectoare ale economiei. Sunt de remarcat creșterile salariilor reale înregistrate la nivelul sectorului public ca urmare a majorărilor de la sfârșitul anului 2004 și a doua parte a anului 2005, cu impact posibil negativ asupra inflației, având în vedere că respectivele creșteri nu au fost argumentate prin evoluții pozitive la nivelul productivității. În plus, introducerea cotei unice de impozitare a generat pentru anumite categorii de contribuabili (în special cei cu venituri ridicate) o creștere a venitului disponibil, care nu s-a reflectat în totalitate în economisiri crescute, ci și într-o creștere a consumului privat (deși mai scăzută în cazul celor cu venituri ridicate), care a stimulat suplimentar importul de bunuri, influențând negativ deficitul de cont curent.

**Graficul 2.4.6. Evoluția salariilor brute reale**  
(deflate cu IPC);  
(medie mobilă pe 12 luni,  
decembrie 2001=100)



Sursa: BNR, INS și calcule proprii

**Graficul 2.4.7. Evoluția salariilor medii brute reale**  
(deflate cu IPC)  
vs. productivitate în industrie



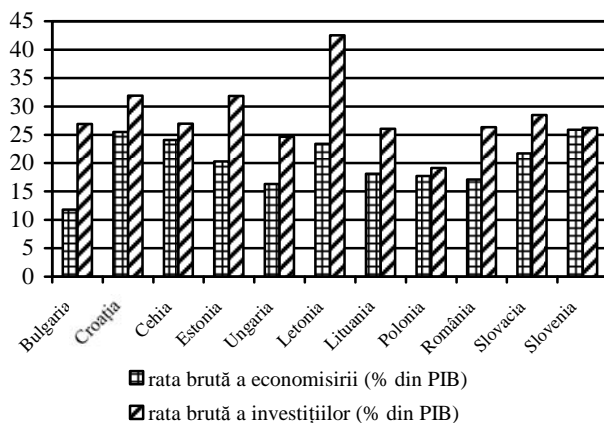
Sursa: INS și calcule proprii

La nivel internațional se realizează o serie de indicatori compoziți ai competitivității care iau în considerare factori apreciați ca fiind relevanți sub aspectul productivității naționale, precum valoarea adăugată, costul cu forța de muncă și capitalul, gradul de integrare al economiei naționale în economia mondială etc. Dintre respectivii indicatori, cei mai citați sunt cei realizați de către *World Economic Forum* (WEF) și *Institute for Management Development* (IMD). Potrivit primului studiu, care realizează *Growth Competitiveness Index*, România se afla la nivelul anului 2005 pe locul 67 din 117 țări, în spatele țărilor membre ale UE25, Bulgariei (58) și Turciei (66). Pe cele 3 paliere ale studiului, România se situa cel mai bine la nivelul tehnologiei (49), ocupa locul 73 la cadrul macroeconomic și 78 la nivelul instituțiilor publice. Comparativ cu 2004, când înregistrase un salt de 12 locuri comparativ cu 2003, România se află în regres cu 4 locuri. Studiul realizat de IMD (2005) plasează România pe locul 55 (față de 54 în 2004) din 60 de regiuni și țări investigate, Polonia fiind singura țară din regiune aflată în urmă<sup>12</sup>.

## 2.5. Balanța contului curent ca balanță investiții versus economisiri

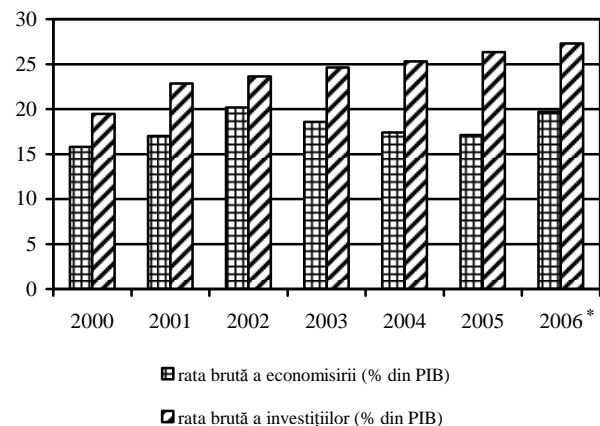
O altă abordare a soldului balanței contului curent este reprezentată de diferența dintre economisirile și investițiile agregate. În acest sens, deficitul de cont curent reprezintă împrumuturile necesare pentru finanțarea proiectelor de investiții în exces față de economisirile naționale. Graficul 2.5.1 prezintă din această perspectivă deficitul de cont curent pentru anul 2005, prognozat de *Economist Intelligent Unit*, conform Bloomberg, pentru țările baltice și cele din centrul Europei.

**Graficul 2.5.1. Ratele brute ale economisirii și investițiilor în țări din CEEC (2005)**



Sursa: Bloomberg

**Graficul 2.5.2. Ratele brute ale economisirii și investițiilor în România**



Sursa: Bloomberg, \* = prognoză 2006

În ceea ce privește investițiile, se poate observa nivelul comparativ ridicat al acestora în Letonia, Estonia, Croația, toate cu rate mai mari de 30 la sută din PIB, în timp ce pentru economisiri nivelurile cele mai scăzute sunt înregistrate în Bulgaria, Ungaria, România și Polonia. În 2005, comparativ cu alte țări din Europa Centrală și de Est, România prezenta rate brute ale economisirii sub nivelul mediu înregistrat de celelalte țări, în timp ce investițiile ca procent din PIB se situau la valoarea medie.

<sup>12</sup> Bulgaria nu este inclusă.

Pentru România, ponderea investițiilor în PIB a crescut continuu în ultimii șase ani și este prognozată să se majoreze și în 2006 pe fondul: (i) îmbunătățirii climatului investițional; (ii) intrărilor de capital extern generate de perspectiva integrării în UE și, nu în ultimul rând, datorită (iii) necesității ridicate de restructurare a unor sectoare.

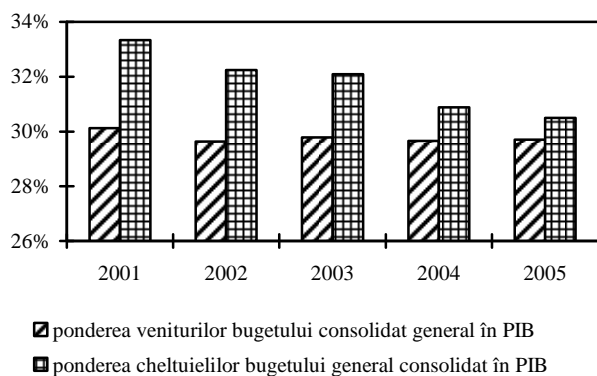
La nivelul economisirilor, se poate observa un trend descendent din 2002, pe fundalul unei creșteri a consumului, precum și al existenței unei rate real negative a dobânzii pentru anumite perioade. Pentru 2006, economisirile sunt preconizate să crească, alimentate și de prognozele privind revenirea ratei reale ale dobânzii pe un palier pozitiv.

Este de remarcat că impactul evoluțiilor descrescânde ale economisirilor private și al creșterii investițiilor la nivel privat, care au contribuit la accentuarea deficitului, a fost atenuat de consolidarea înregistrată la nivel fiscal. Astfel, ponderea deficitului bugetului consolidat în PIB a scăzut continuu în perioada 2001-2005.

La nivelul deficitului bugetului general consolidat în PIB, principala sursă de diminuare a deficitului este reprezentată de scăderea ponderii cheltuielilor bugetului de stat, respectiv a cheltuielilor cu dobânzile aferente datoriei publice, care, de la o pondere de 25,23 la sută (11,93 la sută) în totalul cheltuielilor bugetului de stat (consolidat) în decembrie 2001, au ajuns la 7,68 la sută (3,55 la sută) în decembrie 2004.

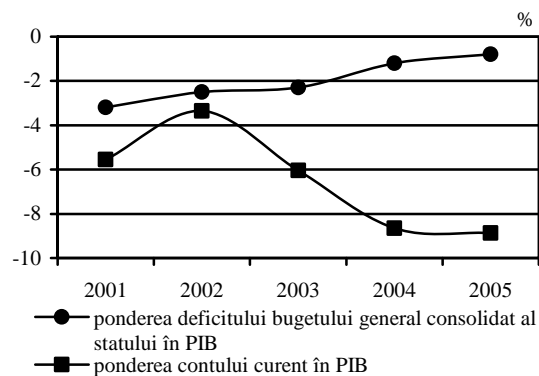
Trebuie remarcat că existența unui deficit fiscal scăzut, pe lângă impactul pozitiv asupra deficitului de cont curent, influențează și așteptările sectorului privat, știut fiind că de obicei existența unui deficit fiscal ridicat este generatoare de inflație suplimentară. Aceasta din urmă ar determina o apreciere reală mai ridicată a monedei și ar conduce la scăderea competitivității externe.

Graficul 2.5.3. Cheltuieli și venituri guvernamentale



Sursa: MFP

Graficul 2.5.4. Contul curent și deficitul fiscal



Sursa: MFP, BNR

În plus, după cum am menționat anterior, introducerea cotei unice de impozitare pentru venituri a generat, în condițiile unor salarii în creștere sau cel puțin constante, o creștere a veniturilor disponibile pentru categoriile de populație cu venituri mult ridicate decât salariul mediu pe economie. În general, injectarea de venituri suplimentare (fie prin creșteri ale veniturilor disponibile ca urmare a introducerii cotei unice – deși impactul direct asupra deficitului nu a fost major –, fie prin creșteri necorelate cu productivitatea ale salariilor din sectorul public) într-o economie aflată în stadiul de expansiune al ciclului economic și cu economisiri în scădere, generează presiuni inflaționiste cu efect direct asupra competitivității externe. O cerere internă în



creștere continuă de la an la an și o incapacitate a sectorului real intern de a o acoperi este reflectată într-un deficit crescând la nivelul balanței comerciale.

Pentru economia românească necesitatea de investiții este ridicată atât la nivel public, cât și privat, având în vedere procesul de convergență și restructurare reală al economiei. Acestea, împreună cu un venit relativ scăzut, reprezintă de altfel și principalele componente care determină – conform estimărilor efectuate – deficitul de cont curent actual. Ținând cont și de aspectele mai sus menționate, deficitul de cont curent al României are un caracter structural și va fi persistent pe termen mediu (Copaciu, Racaru; 2006). Rezultă că, pentru întărirea echilibrelor macroeconomice, economisirile reprezintă componenta asupra căreia trebuie îndreptate politicile publice.

Dacă la nivelul public procesul de consolidare și externalizare fiscală a dat rezultate satisfăcătoare, economisirile la nivel privat, deși variabile de la an la an, nu se îndepărtează mult de la media perioadei. În condițiile menținerii încă în societatea românească a unei mentalități potrivit căreia statul va furniza veniturile din pensii bazat pe transferuri între generații (*pay as you go*), corelate cu anticiparea unor creșteri constante a veniturilor în viitor, este necesară implementarea cât mai rapidă a unui sistem de pensii cu o componentă privată puternică. În acest mod, se pot canaliza contribuții către un fond privat de pensii de către o parte a populației<sup>13</sup>, deși impactul asupra finanțelor publice pe termen scurt va fi negativ. În plus, o reorientare a sistemului financiar spre resurse de finanțare internă este necesară cu scopul de a stimula economisirea.

În final, având în vedere ultimele revizuri ale deficitului bugetar prognozat pentru 2006 de la 0,9 la sută la 2,5 la sută din PIB, nu poate fi ignorat impactul nefavorabil pe care dimensiunea acestuia o poate avea asupra sustenabilității deficitului de cont curent. Astfel, chiar dacă și un nivel de 2,5 la sută poate fi considerat scăzut comparativ cu deficitele înregistrate în alte țări (de exemplu Ungaria), menținerea acestuia în limite care din perspectiva deficitului de cont curent să nu creeze presiuni majore asupra sustenabilității devine necesară, având în vedere și experiența altor țări confruntate, în același timp, cu deficite externe și fiscale (*twin deficits*).

---

<sup>13</sup> Respectivul sistem poate fi realizat: (i) pe o schemă care să prevadă un beneficiu prestabilit (*defined benefit*) sau (ii) una care să prevadă contribuția (*defined contribution*), urmând ca beneficiul să rezulte din investirea lor. Având în vedere posibilitatea angajării în operațiuni mai riscante în cazul primei scheme, cea de-a doua variantă este de preferat, reflectând de altfel tendința existentă acum pe plan internațional.

### 3. FINANȚAREA DEFICITULUI DE CONT CURENT

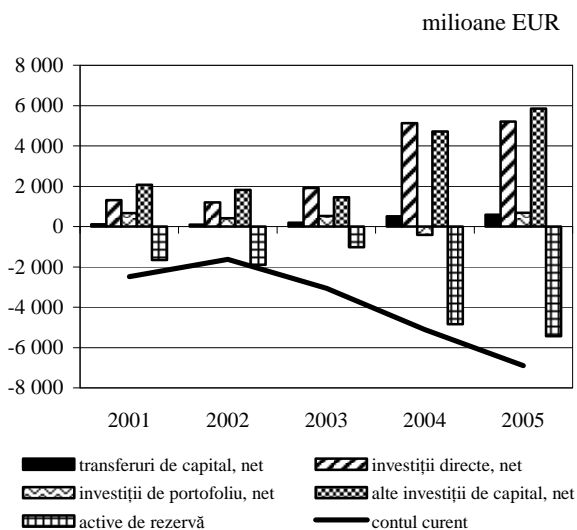
Analiza echilibrului extern trebuie să includă – pe lângă analiza structurală a deficitului de cont curent și cea privind competitivitatea externă – o analiză a surselor de finanțare.

#### 3.1. Necesarul de finanțare

Investițiile directe nete ale nerezidenților în România (ISD) au depășit pragul de 5 miliarde euro anual începând cu 2004, reprezentând o creștere importantă comparativ cu 2003, când s-au situat la 1,9 miliarde euro. Gradul de acoperire a deficitului de cont curent prin investiții directe a fost de 100 la sută în 2004 și a coborât la 75,6 la sută în 2005, fiind încă satisfăcător.

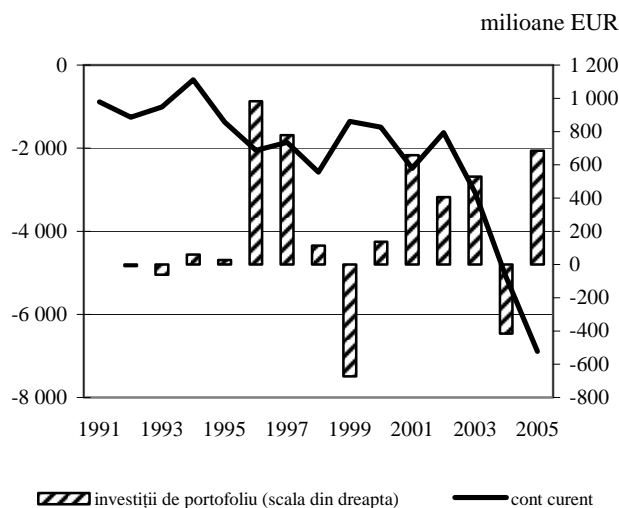
În anul 2005 investițiile directe nete ale nerezidenților în România au însumat 5,2 miliarde euro, nivel comparabil cu anul 2004, din care aproximativ două treimi au reprezentat participații la capital și credite primite de la investitorii străini direcți, iar diferența constă în profit reinvestit și contribuții în natură la capitalul social. Din compoziția ISD, veniturile din privatizare au reprezentat o treime în 2004, ajungând la sub 15 la sută în 2005<sup>14</sup>. Această scădere nu a influențat semnificativ volumul total al fluxurilor de investiții directe nete, fiind compensată de creșterea creditelor directe (credite „mamă-fiică”).

**Graficul 3.1.1. Deficitul de cont curent și principalele surse de finanțare**



Sursa: BNR

**Graficul 3.1.2. Investițiile de portofoliu și deficitul de cont curent**



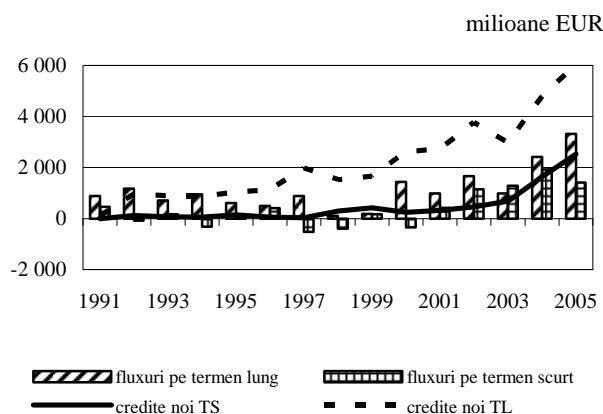
Sursa: BNR

Industria prelucrătoare rămâne principala beneficiară a fluxurilor de investiții străine directe, în 2004 aceasta concentrând 45,7 la sută din total (din care industria metalurgică deține cea mai importantă contribuție, respectiv 13,2 la sută). Sectorul serviciilor a beneficiat de 30,6 la sută din totalul investițiilor directe (principalele domenii au fost intermediari financiare și asigurări cu

<sup>14</sup> Respectiv 1 679,7 milioane euro în 2004 și 748 milioane euro în 2005.

11,4 la sută și poșta și telecomunicațiile cu 10,6 la sută; comerțul a atras 14,5 la sută<sup>15</sup>). În 2005, ponderea investițiilor către sectorul bancar a crescut ușor, ajungând la 16 la sută pe fondul creșterii în special a creditelor directe și ca urmare a introducerii normelor privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor valutare.

**Graficul 3.1.3. Alte investiții de capital**



Sursa: BNR

Schimbări majore au apărut la nivelul celei de-a treia componente, respectiv alte investiții de capital, a căror pondere a crescut considerabil în 2004 și 2005. Evoluția a fost determinată de comportamentul fluxurilor pe termen mediu și lung, în special după 1999, dar și de cel al fluxurilor pe termen scurt din 2002, un impact important avându-l și liberalizarea fluxurilor de capital din 2001 și 2003, respectiv a transferurilor de capital și a creditelor și împrumuturilor pe termen scurt acordate de nerezidenți rezidenților (Graficul 3.1.3).

Factorii care au determinat această evoluție țin, pe de o parte, de condițiile din țările exportatoare de capital și cele de pe piețele financiare externe (factori de natura ofertei) și, pe de altă parte, de condițiile interne macroeconomice și politice (factori legați de cerere). Principalii determinanți din prima categorie sunt: (i) menținerea unor rentabilități reduse și (ii) creșterea economică modestă a țărilor din UE. În a doua categorie sunt incluși: (i) liberalizarea contului de capital în condițiile unor rate de dobândă interne mult superioare celor de pe piețele financiare externe, (ii) îmbunătățirea condițiilor macroeconomice, (iii) continuarea procesului de privatizare și de restructurare, (iv) deficitul bugetar redus și (v) perspectivele apropiate ale aderării la UE.

Aceste realizări s-au reflectat în îmbunătățirea condițiilor de finanțare externă, respectiv creșterea *ratingului* de țară la un nivel de risc scăzut (*investment grade*), și reducerea constantă a *spread*-urilor la obligațiunile de stat începând cu mai 2004 până sub nivelul de 50 de puncte de bază<sup>17</sup>.

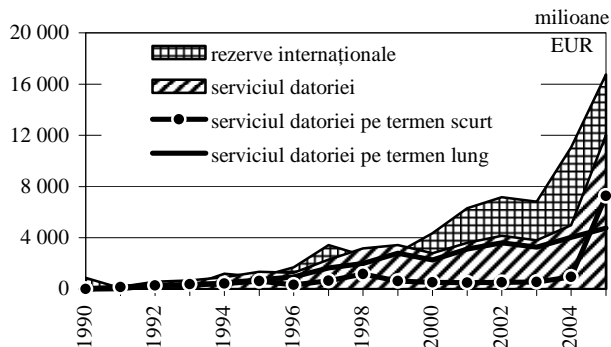
<sup>15</sup> Conform Cercetării statistice privind investițiile străine directe în România în anul 2004 realizate în colaborare de INS și BNR.

<sup>16</sup> De altfel, Olanda reprezenta una din principalele țări exportatoare de capital din Europa, cu 2,9 la sută, alături de Germania cu 7,8 la sută, Elveția cu 6,4 la sută, Rusia cu 5,3 la sută, Norvegia cu 4,3 la sută și Suedia cu 2,9 la sută (IMF 2003).

<sup>17</sup> La sfârșitul anului 2005, calculate pentru obligațiunile guvernamentale emise pe piața externă în euro cu scadența în 2008.

Rezerve valutare s-au consolidat după 1999. Structura pe valute s-a modificat astfel încât să reflecte mai bine compoziția datoriei pe termen scurt și a schimburilor comerciale. Nivelul ridicat al rezervelor valutare indică un risc scăzut de lichiditate, asigurând acoperirea în totalitate a serviciului datoriei externe (Graficul 3.1.4).

**Graficul 3.1.4. Rezerve internaționale și serviciul datoriei**



Sursa: BNR

Creșterea intrărilor de capital sub forma creditelor externe impune o analiză mai detaliată ca urmare a riscurilor pe care acestea le presupun la nivel microeconomic (a creșterii expunerilor la un posibil șoc extern și a efectelor asupra sectorului bancar românesc), dar și a implicațiilor macroeconomice pe care le pot avea din punctul de vedere al sustenabilității datoriei externe.

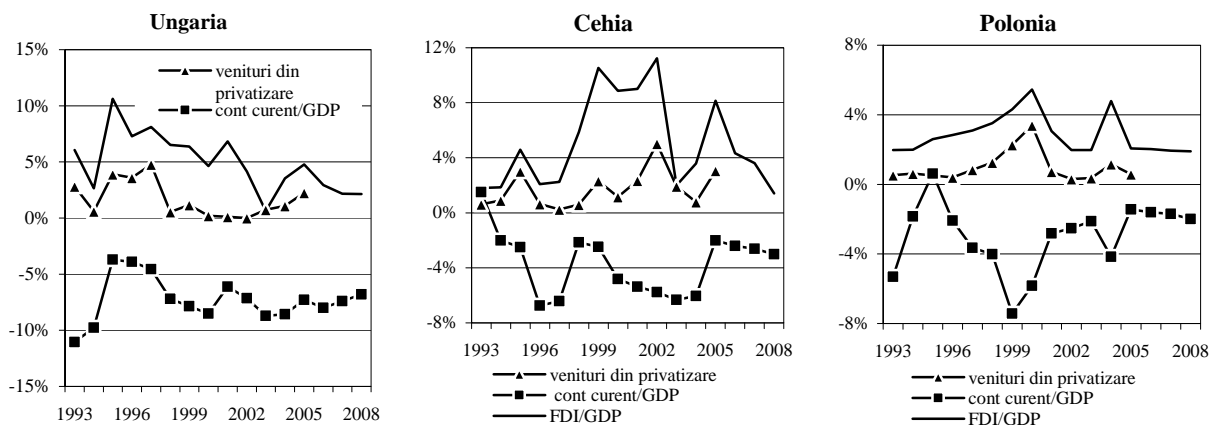
### Caseta 3. Finanțarea deficitelor externe: investiții directe și venituri din privatizare

Sustenabilitatea deficitului de cont curent este corelată puternic cu sentimentele pieței externe privind acest aspect. Această problemă este cu atât mai importantă cu cât finanțarea deficitului prin investiții străine directe este mai redusă. În plus, semnalul care generează retragerile sau stoparea intrărilor de capital nu trebuie să fie neapărat de natură internă economiei afectate. Ca atare, fenomenului de contagiune îi revine un rol extrem de important, evoluții înregistrate în alte economii putând genera retrageri de capital din economii care împărtășesc mai mult sau mai puțin o serie de caracteristici cu cele care generează începutul retragerilor.

Țările din Centrul și Sud-Estul Europei au în comun existența unui deficit de cont curent. În plus, o serie de alte fenomene, precum expansiunea pronunțată a creditului neguvernamental, o creștere rapidă și ridicată a prețurilor activelor nefinanciare sau existența și a unui deficit fiscal însoțesc deficitele de cont curent pentru diverse subgrupuri de țări din zona menționată. Totodată, evoluțiile înregistrate la nivel global (variațiile și creșterile prețului petrolului, reacțiile BCE și FED la presiunile sau anticipațiile inflaționiste mai ridicate) au generat o creștere a gradului de aversiune la risc a investitorilor, manifestată prin o serie de re poziționări ale acestora pe alte piețe, cu o intensitate crescută la sfârșitul lunii iunie 2006.

Pe baza analizelor efectuate pe un grup de 14 țări din Centrul și Sud-Estul Europei (inclusiv România), Menegatti și Roubini (în Roubini, 2006) consideră că țările cu cel mai ridicat grad de vulnerabilitate la momentul actual sunt: Turcia, Ungaria, Serbia și Bosnia-Herțegovina, în timp ce Estonia, Letonia, Lituania, Croația și Bulgaria prezintă și ele un grad ridicat de vulnerabilitate. Referindu-se la evenimentele de la sfârșitul lunii iunie 2006, Roubini sugerează că comportamentul investitorilor pe piețele din regiunea menționată anterior a fost unul care a ținut cont de gradul de vulnerabilitate a economiilor și nu a fost unul complet „irațional”. Astfel, țara cea mai afectată a fost Turcia, care înregistra unul dintre cele mai ridicate deficite de cont curent dintre țările din zonă. Totuși, Ungaria, care din punct de vedere al autorilor are un grad mai ridicat de vulnerabilitate decât Turcia, a fost mai puțin afectată decât aceasta din urmă. Potrivit lui Roubini, trei sunt argumentele pentru explicarea acestui impact mai redus asupra Ungariei respectiv: (i) apartenența Ungariei la Uniunea Europeană; (ii) încrederea în reformele propuse (și adoptate până la urmă de guvernul ungar) privind reducerea deficitului fiscal; (iii) o parte din investitori nu au ajuns la momentul în care să-și reevalueze pozițiile pe piața ungară, retragerile de capital fiind efectuate doar de agenții cu un grad ridicat de aversiune la risc.

#### Deficitul de cont curent, veniturile din privatizare și investițiile străine directe (%din PIB): 1993-2008\*



\* proiecții 2006-2008 pentru deficit și investiții

Sursa: Datastream (pentru deficit și investiții), [www.privatizationparameter.net](http://www.privatizationparameter.net) pentru venituri din privatizare

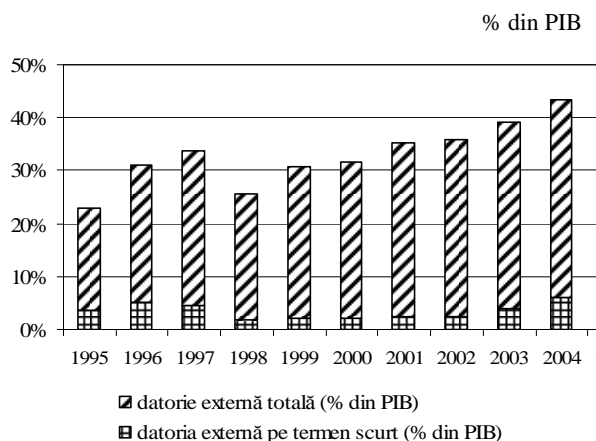
Rolul investițiilor străine directe în finanțarea deficitului de cont curent a fost relativ ridicat în țările din Centrul și Estul Europei, induse fiind și de procesul de privatizare pe care unitățile economice din respectivele economii l-au parcurs după înlăturarea regimurilor totalitare. Oricum, după cum se poate observa și din graficele alăturate, în cazul Poloniei, Ungariei și Cehiei, investițiile străine directe care au rezultat din privatizarea unităților economice importante din economie, deși corelate cu nivelul total, reprezintă doar o parte din totalul investițiilor străine atrase. Astfel, un rol important revine și așa-numitelor investiții *greenfield* (noi), a căror evoluție este determinată în principal de factori interni economiei „țintă”. În concluzie, o diminuare a veniturilor din privatizare, inerentă la un moment dat, poate fi compensată printr-o creștere a investițiilor de tip *greenfield* în măsura în care factorii interni din economie încurajează acest tip de intrări de capital.

### 3.2. Datoria externă – structură, evoluție, sustenabilitate

Începând cu anul 1998, stocul de datorie externă a României s-a situat pe un trend ascendent, ritmul de creștere fiind mai pronunțat în 2000 și 2005. O atenție aparte trebuie acordată datoriei pe termen scurt, care a cunoscut o dezvoltare semnificativă începând cu 2003 (Graficul 3.2.1). Ritmul mediu de expansiune al datoriei externe s-a situat în intervalul 1998-2005 la 17 la sută, în timp ce cel al datoriei pe termen scurt a fost de 28 la sută. Oricum, pentru aceasta din urmă dinamica în ultimii doi ani a fost puternic ascendentă, înregistrându-se ritmuri de creștere de peste 70 la sută. Cu toate acestea, comparativ cu valorile înregistrate în țările din regiune, datoria externă a României rămâne la un nivel redus (Graficul 3.2.1). O explicație posibilă a acestui ultim fapt este dată de înlăsurarea condițiilor de finanțare pe piețele externe ca urmare a crizei din Rusia (1998) și a situației României din prima parte a anului 1999, aceste aspecte fiind ilustrate de ratinguri scăzute (cu o treaptă peste ratingul de *default*) și valori ridicate ale *spread*-urilor (peste 300 puncte de bază). În ultimii ani, îmbunătățirea semnificativă a percepției externe asupra României și costurile mai ridicate privind finanțarea internă au determinat o creștere importantă a îndatorării pe piețele internaționale.

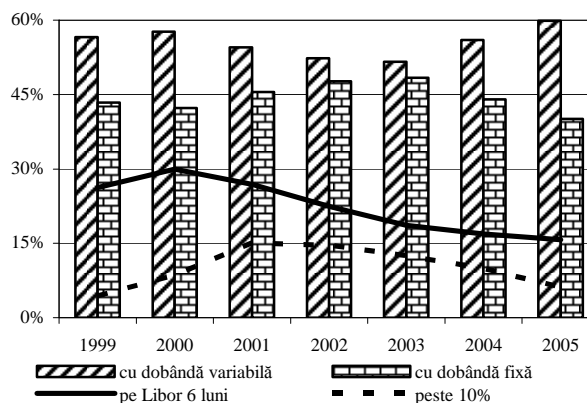
Dinamica datoriei pe termen scurt din ultimii doi ani ar putea ilustra caracterul prociclic al acestor fluxuri de capital. Dadush, Dasgupta și Ratha (2000) arată că elasticitatea datoriei pe termen scurt la un șoc pozitiv al PIB este jumătate din valoarea înregistrată în cazul unui șoc negativ (de 0,9 și, respectiv, 1,8). Aceleași rezultate s-au obținut și în cazul unui șoc al raportului de schimb (*terms of trade*). Spre deosebire de cel din urmă, datoria pe termen mediu și lung este slab contraciclică.

Graficul 3.2.1. Total datorie externă



Sursa: BNR

Graficul 3.2.2. Structura datoriei pe termen mediu și lung în funcție de tipul ratei dobânzii



Sursa: BNR

Ponderea datoriei publice și a celei public garantate au scăzut continuu din 2003, pe fondul reducerii nevoii de finanțare a deficitului bugetar.

Structura datoriei externe, având în vedere valutele în care aceasta s-a realizat, s-a schimbat în perioada 2000-2004 în favoarea monedei europene și, așa cum era și de așteptat, rezervele internaționale au reflectat aceeași modificare. În prezent, principalul risc este cel al creșterii rapide a costului datoriei externe în condițiile unei depreciere rapide a monedei naționale (efect de balanță – *balance sheet effect*).

Structura datoriei pe termen mediu și lung în funcție de rata dobânzii contractate s-a modificat începând cu anul 2001. Astfel, se remarcă o tendință de diversificare a expunerilor în condițiile în care ponderea creditelor cu dobândă variabilă s-a menținut pe un trend ascendent. De asemenea, reorientarea către piețele financiare europene s-a reflectat printr-o creștere a creditelor contractate pe EURIBOR la 6 luni concomitent cu reducerea celor pe LIBOR la 6 luni. Îmbunătățirea *rating*-ului de țară și, implicit, a perspectivelor investitorilor cu privire la economia românească au permis scăderea creditelor cu dobândă fixă, în contextul reducerii ratelor dobânzii la creditele contractate (Graficul 3.2.2).

#### Caseta 4. Concepte de sustenabilitate a datoriei externe

Între sustenabilitatea deficitului de cont curent și sustenabilitatea datoriei externe există o legătură directă, acumularea de deficite externe generând într-o anumită măsură creșterea stocului datoriei externe și ridicând probleme legate de sustenabilitatea acestuia. Termenul de sustenabilitate este folosit în strânsă legătură cu conceptele de solvabilitate, lichiditate, vulnerabilitate și a fost definit ca posibilitatea de a plăti obligațiile viitoare fără corecții semnificative ale principalilor indicatori macroeconomici.

**Solvabilitatea** este definită de condiția ca valoarea actualizată a surplusurilor viitoare primare (excluzând cheltuielile cu dobânzile) să fie mai mare sau egală cu nivelul actual al datoriei (sau, conform IMF 2000, ca valoarea actualizată netă a dobânzilor să nu depășească valoarea actualizată a importurilor nete). **Lichiditatea** reprezintă abilitatea de a plăti la termenele stabilite. Sustenabilitatea se referă astfel la îndeplinirea concomitentă a solvabilității și lichidității fără expectații de ajustări majore. **Vulnerabilitatea** este expresia riscului de insolvență sau de lichiditate (IMF 2005).

Un alt aspect legat de sustenabilitatea datoriei externe este legat și de **dorința țării în cauză de a-și onora plățile externe**. În practică, țările refuză plata serviciului datoriei înainte să devină insolubile, respectiv condiția expusă mai sus să fie încălcată (Milesi-Ferretti și Razin, 1996).

În opoziție cu termenul de mai sus (dorința țării de a plăti), se află conceptul de **toleranță a datoriei externe** introdus de Reinhart *et al.* (2003) și care reprezintă existența unor condiții de finanțare extrem de dure în cazul unor țări cu un nivel al datoriei considerat în alte condiții acceptabil. Reducerea costului datoriei în cazul acestor țări nu se poate realiza prin micșorarea ratei dobânzii (în condițiile în care investitorii rămân reticenți în ceea ce privește posibilitățile țării de a plăti), ci doar prin restructurarea datoriei sau prin intrarea în incapacitate de plată. În general aceasta apare în cazul țărilor cu perioade semnificative de hiperinflație în trecut sau cu un istoric de nerambursare repetată a datoriei externe.

Serviciul datoriei externe pe termen mediu și lung se află la un nivel acceptabil (sub media țărilor din regiune) și în scădere față de 2001 (măsurat atât ca procent în PIB, cât și ca procent în volumul exporturilor – Tabelul 3.2.1).

Datoria externă privată ar putea crește în continuare, ca urmare a: (i) îmbunătățirii cadrului economic intern și păstrării condițiilor favorabile externe și (ii) creșterii apetitului pentru creditare.

Îmbunătățirea condițiilor economice interne și menținerea celor favorabile externe, așa cum am arătat și în secțiunea anterioară, concomitent cu creșterea apetitului pentru creditare și cu accentuarea concurenței pe plan intern în sectorul bancar (ca urmare a intrării pe piața românească a tot mai multor bănci străine, privatizarea uneia dintre cele mai mare bănci românești în 2005) creează condiții pentru accelerarea creșterii datoriei externe private. Această tendință se poate

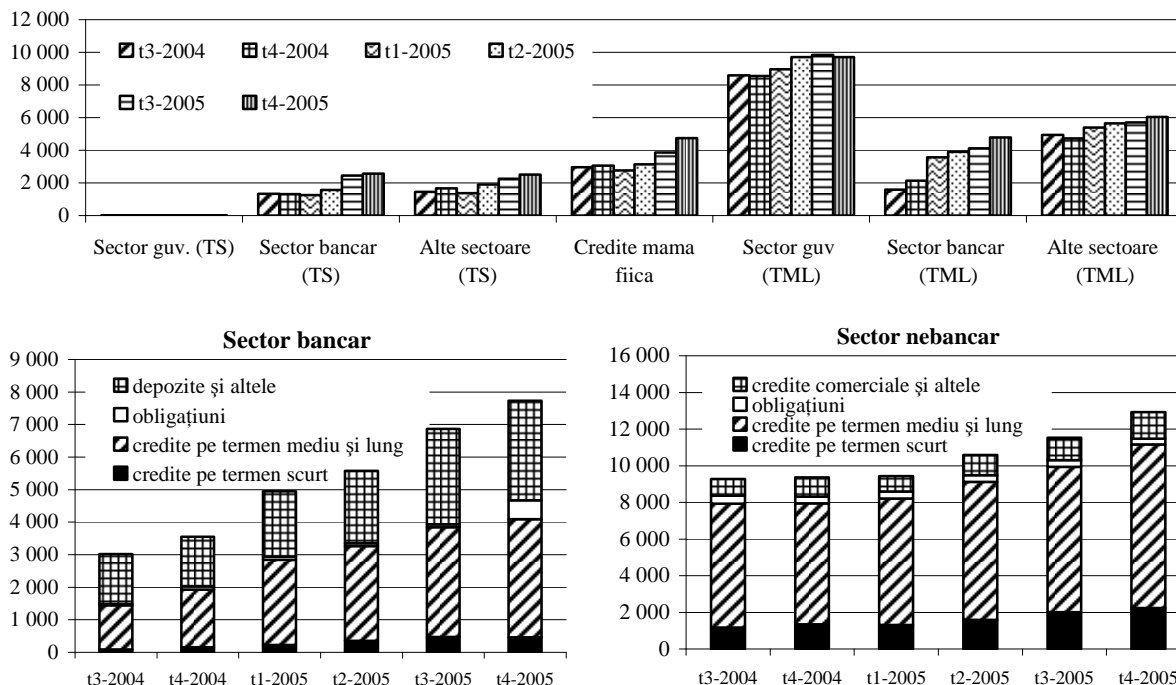
observa și din analiza în structură a datoriei pe termen mediu și lung (Graficul 3.2.3). Creșterea datoriei private este însoțită de majorarea ponderii surselor de finanțare private, România fiind din ce în ce mai puțin dependentă de finanțarea provenind de la organismele internaționale.

Pentru o mai bună înțelegere a dinamicii datoriei externe este necesară o analiză la nivelul principalelor sectoare ale economiei, respectiv: sectorul guvernamental, bancar, corporatist și cel al populației (Graficul 3.2.3).

Sectorul bancar a cunoscut cea mai dinamică evoluție în 2005, atât în ceea ce privește creditarea pe termen lung, cât și cea pe termen scurt, ca urmare a cererii ridicate și a adaptării băncilor la măsurile de politică monetară. Analizând compoziția datoriei externe în cadrul sectorului bancar se observă că aceasta este majoritar formată din credite, dar datoria pe termen scurt este preponderent constituită din depozitele nerezidenților, ca urmare a diferențialului pozitiv de dobândă oferit de sectorul bancar românesc.

**Graficul 3.2.3. Compoziția datoriei externe pe sectoare de activitate**

milioane EUR



Sursa: BNR

În ceea ce privește datoria externă aferentă sectorului guvernamental, aceasta este preponderent formată din credite, dar trebuie remarcată ponderea semnificativă a datoriei sub forma obligațiunilor. De asemenea, datoria pe termen scurt este extrem de redusă – ambele aspecte înclinând în favoarea existenței unui grad ridicat al sustenabilității datoriei externe și în special al celei publice. Spre deosebire de sectorul guvernamental, ponderea obligațiunilor în cazul sectorului corporatist nebancaar este încă destul de redusă, situație similară cu cea înregistrată în cazul creditelor comerciale (deși mult mai volatile și, în consecință, mult mai riscante).

Analiza realizată de Manasse și Roubini (2005) (de tip arbore recursiv binar, *Binary Recursive Tree*), pe un set de 47 de economii emergente, pentru perioada 1970-2002, găsește 50 de variabile din care 10 sunt considerate ca identificatori suficienți pentru analiza sustenabilității datoriei, respectiv: *datoria externă/PIB*, *datoria pe termen scurt/rezerve*, *creșterea PIB real*, *datoria publică externă/venituri bugetare*, *rata inflației*, *cerințele de finanțare externă (calculate ca sumă a deficitului de cont curent și datoria pe termen scurt, raportată la rezerve valutare)*,



supraaprecierea cursului de schimb, volatilitatea cursului de schimb, numărul de ani până la următoarele alegeri prezidențiale, rata dobânzii la obligațiunile emise de guvernul american.

**Tabel 3.2.1. Indicatori ai datoriei externe pentru România (coloanele 5 și 6)  
comparativ cu valorile obținute de Manasse și Roubini (coloanele 1-4)**

În anul curent	Fără criză	Fără criză	Criză	Criză	România	România
În anul viitor	Fără criză	Criză	Criză	Fără criză	Medie 2001-2005	2005
	-1-	-2-	-3-	-4-	-5-	-6-
<i>Datorie externă totală (% PIB)</i>	37	54,7	71,4	63,7	35	38,6
<i>Datorie externă totală (% export)</i>	239,3	359,3	455,9	350,2	101,6	116,9
<i>Datoria pe termen scurt<sup>18</sup> (% PIB)</i>	9,4	15	15,1	15,7	10,5	13,3
<i>Datoria pe termen scurt<sup>19</sup> (% rezerve)</i>	120	290	209	220	61,9	56,5
<i>Dobânda la datoria externă pe termen scurt (% PIB)</i>	0,5	0,8	0,6	0,7	0,1	0,3
<i>Dobânda la datoria externă pe termen scurt (% rezerve)</i>	10	20	10	10	0,4	1,2
<i>Serviciul datoriei externe pe termen scurt (% PIB)</i>	4,8	6,9	6,4	7,1	2,8	9,2 <sup>20</sup>
<i>Serviciul datoriei externe pe termen scurt (% rezerve)</i>	70	150	120	90	14,3	40,6
<i>Datoria publică externă (% PIB)</i>	25,5	36,4	53	46,5	17,6	14,3
<i>Datoria publică externă (% venituri bugetare)</i>	130	190	300	230	49,9	63,5

Sursa: Manasse și Roubini (2005) și calcule BNR

Conform acestui studiu, un nivel sigur al datoriei este acela care reprezintă maximum 49,7 la sută din PIB, datoria pe termen scurt de maxim 130 la sută din rezerve, datoria publică de maximum 214 la sută din veniturile bugetare și cursul de schimb nu este apreciat mai mult de 48 la sută. Manasse și Roubini (2005) arată că un nivel sigur al datoriei pe termen scurt<sup>21</sup> ca raport față de rezerve este de maxim 120 la sută; pe de altă parte o valoare a raportului începând cu 290 la sută poate semnala o criză în anul următor.

Pentru România, modelul nu arată probleme de sustenabilitate a datoriei externe. Totuși, ascensiunea din 2005 a datoriei pe termen scurt (în special a indicatorului de datorie pe termen scurt în PIB) indică însă o posibilă deteriorare a acesteia în viitor. Referitor la serviciul datoriei pe termen scurt trebuie avut în vedere că o parte din creșterea din 2005 se datorează și îmbunătățirii sistemului de colectare a datelor, raportările făcându-se în prezent tranzacție cu tranzacție<sup>22</sup>. Astfel 50 la sută din valoarea serviciului se datorează acestei modificări – respectiv volumul numerarului și al depozitelor deținute de nerezidenți neînregistrat înainte în serviciul datoriei. Această schimbare face dificilă, dacă nu chiar imposibilă, analizarea impactului pe care liberalizarea operațiunilor în conturi de depozit l-a avut asupra serviciului datoriei. Datoria publică nu ridică probleme de sustenabilitate, înregistrând niveluri mult inferioare perioadelor fără criză. (Tabelul 3.2.1).

<sup>18</sup> Include și DTML cu mai puțin de un an până la scadență, conform metodologiei BIS.

<sup>19</sup> Idem 18.

<sup>20</sup> Deși valoarea depășește nivelul atins în perioada de criză conform analizei Manasse și Roubini, aceasta se situează sub cea la nivel agregat a țărilor din centrul și estul Europei, respectiv de 10,1 la sută în 2005, conform IMF (World Economic Outlook Database, aprilie 2006).

<sup>21</sup> Include și datoria pe termen mediu și lung cu mai puțin de un an până la scadență, conform metodologiei BIS.

<sup>22</sup> Pe baza Normei nr. 4/2004 privind raportarea statistică a datelor pentru elaborarea balanței de plăți a României și a Normei nr. 2/2004 privind raportarea statistică la Banca Națională a României a unor operațiuni valutare.

## 4. CONCLUZII

Componentele balanței contului curent exercită influențe diferite asupra soldului: dacă la nivelul balanței transferurilor curente impactul este favorabil pe termen mediu (având în vedere influența benefică crescândă a transferurilor muncitorilor români din străinătate), balanța veniturilor exercită un impact relativ neutru. Efectul negativ, indus în principal de adaptarea metodologiei la standardele internaționale și includerea profitului reinvestit, este compensat de efectele pozitive pe care reinvestirea respectivelor profituri le are asupra economiei naționale. Impactul negativ provine de la balanța comercială, structura acesteia având elemente cu influență majoritar negativă, dar riscul valutar și rata schimbului (*terms of trade*) sunt atenuate de proporția ridicată a schimburilor comerciale în interiorul grupelor de produse.

Privit ca și diferență între economisirile și investițiile agregate brute, contul curent este influențat pozitiv de investițiile private, necesare de altfel în contextul restructurării sectorului real și procesului de convergență. Această concluzie este valabilă dacă deciziile *ex ante* de efectuare a respectivelor investiții sunt optime *ex post*, fapt ce pare a fi susținut de indicatori sănătoși la nivelul sistemului financiar<sup>23</sup>. Economisirile private aflate în stagnare sunt factorul asupra căruia trebuie îndreptate politicile, reforma sistemului de pensii reprezentând un pas necesar, deși impactul pe termen scurt asupra deficitului fiscal ar fi negativ. Dacă reforma nu are loc, este necesar ca deficitul fiscal să își mențină trendul, având în vedere și rolul de semnal pe care acesta îl are asupra piețelor precum și potențialul efect inflaționist dacă se înregistrează valori ridicate. Ținând seama de ultimele revizuirii ale deficitului bugetar prognozat pentru 2006 de la 0,9 la sută la 2,5 la sută, *devine extrem de necesară*, având în vedere și experiența altor țări cu așa numitele *twin deficits*, menținerea acestuia în limite care din perspectiva deficitului de cont curent să nu creeze presiuni majore asupra sustenabilității, cunoscând rolul acestuia asupra expectațiilor interne și externe. Totodată, necesarul de finanțare în creștere cu care autoritățile se vor confrunta pe termen scurt și mediu este preferabil a se realiza din surse interne. Sectorului public îi revine un rol important în stimularea economisirii interne și semnalarea, inclusiv către diversele componente ale sistemului financiar, a posibilității accesării mai frecvente a pieței interne. Acest aspect este important având în vedere surplusul masiv de finanțare externă înregistrat după 2004 și care a determinat băncile să neglijeze componenta internă.

La nivelul evoluției PIB real și al ratei inflației, dacă aceste variabile își vor continua trendul înregistrat în ultima perioadă, impactul asupra deficitului va fi unul favorabil.

Competitivitatea externă (și implicit deficitul de cont curent) este afectată negativ de aprecierea reală a monedei naționale<sup>24</sup>, la aceasta contribuind în principal aprecierea nominală a cursului de schimb ca urmare a intrărilor de capital. Sterilizarea acestora pentru a evita aprecierea nu reprezintă pe termen lung soluția optimă având în vedere costurile ridicate asociate acestei operațiuni. Trebuie însă menționat că exporturile își mențin rata de creștere robustă, efectul aprecierii reale a monedei fiind limitat și ca urmare a gradului mare de schimburi în interiorul grupelor de produse. Relația dintre productivitate și salarii exercită un efect negativ cel puțin prin prisma creșterilor ridicate din ultima perioadă ale salariilor din sectorul public.

Analiza a relevat că finanțarea deficitului de cont curent reprezintă o rezultantă a sustenabilității acestuia. Fluxuri de investiții străine ridicate, o poziție investițională și indicatori ai datoriei

<sup>23</sup> Există posibilitatea ca acești indicatori să reflecte evoluții trecute, impactul evoluțiilor prezente fiind reflectat în valorile viitoare.

<sup>24</sup> Deși într-o abordare de tip panel Copaciu și Racaru (2006) cuantifică impactul ratei reale de schimb ca nefiind foarte ridicat.

externe la niveluri relativ scăzute sunt factori importanți care determină această sustenabilitate. Perspectivele scăderii veniturilor din privatizare nu pare a avea un impact negativ asupra fluxurilor de investiții străine, aceasta fiind compensată de creșterea creditelor directe (tip *mamă-fică*).

Sustenabilitatea deficitului de cont curent trebuie analizată și prin prisma sustenabilității datoriei externe – unul dintre indicatorii care reflectă acest aspect fiind ponderea datoriei în PIB. Stabilizarea ponderii datoriei pe termen mediu și lung în PIB în ultimii ani la un nivel relativ scăzut comparativ cu țările din regiune reprezintă un factor cu influență pozitivă asupra sustenabilității deficitului.

Îmbunătățirea perspectivelor economice ale României pe piețele financiare, ilustrată și de scăderea *spread*-urilor, a determinat reducerea ponderii datoriei cu dobândă fixă de peste 10 la sută, iar reorientarea către piețele financiare europene s-a reflectat printr-o creștere a ponderii celei finanțate prin EURIBOR 6 luni în defavoarea celei prin LIBOR 6 luni.

Un factor care trebuie avut în vedere este reprezentat de creșterea datoriei pe termen scurt. Trebuie însă reținut că o parte din creșterea din 2005 se datorează și îmbunătățirii sistemului de colectare a datelor. Serviciul datoriei se menține scăzut, asigurarea unui nivel al rezervelor care îl acoperă în întregime fiind un element menit să genereze un grad redus de risc.

**Tabel 4.1. Factori de influență asupra sustenabilității contului curent**

Indicator	Favorabil	Potențial favorabil	Neutru	Potențial nefavorabil	Nefavorabil
<i>Nivel deficit de cont curent</i>			X	X	
<i>Creștere PIB real</i>		X			
<i>Rata inflației</i>		X			
<i>1. Balanța transferurilor curente</i>		X			
<i>2. Balanța veniturilor</i>			X		
<i>3. Balanța comercială</i>				X	
<i>3.1. Nivel</i>					X
<i>3.2. Structură</i>				X	
<i>3.3. Risc valutar</i>			X		
<i>4. Economisire vs. investiții</i>					
<i>4.1. Investiții private</i>		X			
<i>4.2. Economisiri private</i>				X	
<i>4.3. Deficit fiscal</i>			X <sup>25</sup>		
<i>5. Competitivitatea externă</i>				X	
<i>5.1. Apreciere rata reală de schimb</i>					X
<i>5.2. Productivitate vs. salarii</i>				X	
<i>6. Sistemul financiar</i>	X				
<i>7. Finanțare</i>					
<i>7.1. Investiții străine directe</i>		X			
<i>7.2. Poziție investițională</i>	X				
<i>7.3. Datoria externă/PIB</i>	X				
<i>7.4. Datoria externă TS/rezerve</i>			X		

<sup>25</sup> Revizuit de la potențial favorabil la neutru, ca urmare a evoluțiilor prognozate pentru 2006.

## **BIBLIOGRAFIE**

- Copaciu, M., Racaru, I., (2006)** *Echilibrul extern al României: o abordare cantitativă, nepublicată*
- Dadush, U., Dasgupta D. și Ratha D., (2000)** *The Role of Short-Term Debt in Recent Crises, Finance & Development, 2000*
- Fundația pentru o Societate Deschisă (FSD), (2005)** *România urbană,*  
[http://www.osf.ro/index.php?option=com\\_content&task=view&id=60&Itemid=32](http://www.osf.ro/index.php?option=com_content&task=view&id=60&Itemid=32)
- Institute for Management Development (IMD), (2005)** *The World Competitiveness Scoreboard 2005,*  
<http://www01.imd.ch/documents/wcc/content/overallgraph.pdf>
- International Monetary Fund (IMF), (2005)** *World Economic Outlook. Globalization and External Imbalances, April 2005*
- International Monetary Fund (IMF) (2003)** *Global Financial Stability Report: Globalization and External Imbalances, March 2003*
- International Monetary Fund (IMF), (2000)** *Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability, Policy Development and Review Department*
- International Organization for Migration (IOM), (2005)** *Risks of Irregular Migration to EU countries 2003-2005: What has changed?, Bucharest*
- Kireyev, A., (2006)** *The Macroeconomics of Remittances: The case of Tajikistan, IMF Working Paper*
- Reinhart, C., M. K. Rogoff, M. A. Savastano, (2003)** *Debt Intolerance, NBER, WP9908, august, 2003*
- Manasse, P., Roubini, N.,(2005)** *Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises, IMF Working Paper*
- Pop, D., (2006)** *The Developmental Effectiveness of Remittances: Case study of Huedin town, Romania, Centrul pentru Politici Publice*
- Privatization Barometer** [www.privatizationbarometer.net](http://www.privatizationbarometer.net)
- Roubini, N., (2006)** *Is Hungary at Risk of a Currency and Financial Crisis?,*  
<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/134057>
- World Bank, (2005)** *Global Development Finance. Mobilizing Finance and Managing Vulnerability*
- World Economic Forum, (2005)** *Growth Competitiveness Index rankings 2005 and 2004 comparisons,*  
<http://www.weforum.org/site/homepublic.nsf/Content/Growth+Competitiveness+Index+rankings+2005+and+2004+comparisons>

**ECHILIBRUL EXTERN AL ROMÂNIEI**  
**– O ABORDARE CANTITATIVĂ**



# Cuprins

<b>SINTEZĂ</b> .....	<b>41</b>
<b>MODELUL 1: Modelul clasic bazat pe teoria de optimizare intertemporală a consumului</b> .....	<b>43</b>
1.1. Descrierea și derivarea modelului .....	43
1.2. Datele, estimarea modelului și rezultate.....	48
<b>MODELUL 2: Determinarea nivelului sustenabil al deficitului de cont curent pentru o economie deschisă pe baza unui model cu cost de ajustare a investițiilor</b> .....	<b>52</b>
2.1. Descrierea modelului.....	52
2.2. Estimarea modelului și rezultate.....	54
<b>MODELUL 3: Persistența deficitului de cont curent, impactul deficitului fiscal</b> .....	<b>56</b>
3.1. Descrierea modelului.....	56
3.2. Datele folosite și estimarea (replicarea) modelului .....	57
<b>MODELUL 4: Derivarea nivelului deficitului de cont curent care menține ponderea datoriei externe în PIB constantă</b> .....	<b>64</b>
4.1. Descrierea modelului.....	64
4.2. Valori utilizate și nivelul rezultat .....	65
<b>CONCLUZII</b> .....	<b>66</b>
<b>Anexă</b> .....	<b>68</b>
<b>BIBLIOGRAFIE</b> .....	<b>71</b>





## SINTEZĂ

Deficitul de cont curent al României a crescut în ultimii ani, atingând valorile maxime pentru perioada 1994-2005 și generând o serie de dezbateri privind sustenabilitatea și/sau persistența acestuia. Lucrarea de față a încercat, printr-o abordare exclusiv tehnică, să ofere o serie de răspunsuri la dezbaterile mai sus menționate prin analiza a patru modele și se dorește a fi un complement la o analiză calitativă<sup>26</sup>.

Potrivit primului model, care reprezintă varianta clasică a modelului contului curent bazat pe optimizarea intertemporală a consumului, deficitul este sustenabil în măsura în care reflectă așteptările raționale ale agenților asupra unor venituri viitoare în creștere, iar în acest caz intervenția autorităților prin diverse măsuri nu este justificată. Pentru România, acest model nu oferă o concluzie clară privind sustenabilitatea deficitului.

O relație negativă între rata investițiilor și contul curent este confirmată la nivelul celui de-al doilea model, dar performanța modelului este scăzută. Pentru cele două modele menționate, seriile scurte de date (de altfel o caracteristică a analizelor pentru țările în tranziție) pot afecta negativ calitatea rezultatelor.

Utilizând un al treilea model (o variantă modificată a modelului clasic și, de altfel, cel mai complex), estimările efectuate indică faptul că la nivelul anului 2004 România a avut un deficit de cont curent actual egal cu cel structural, iar în 2005 deficitul înregistrat se situa puțin sub cel corectat prin înlăturarea influențelor ciclice (respectiv -10,43 la sută). Acest aspect, împreună cu implicațiile unui venit relativ scăzut, sugerează că, dintr-o perspectivă intertemporală, este perfect rațional ca deficitele să existe și sunt, în consecință, sustenabile. În plus, având în vedere că respectivele deficite reflectă probleme structurale existente la nivelul economiei românești, este foarte probabil ca acestea să persiste pe parcursul procesului de convergență, urmând o traiectorie descendentă odată cu reducerea discrepanței dintre venituri și satisfacerea surplusului de investiții necesare pentru restructurarea economiei.

Sustenabilitatea *ex-ante* este implicită la nivelul celei de-a patra abordări, în sensul că aceasta urmărește determinarea aceluși deficit de cont curent care este corelat cu menținerea unei ponderi constante pentru datoria externă în PIB. *Nivelurile rezultate utilizând acest model sunt inferioare deficitului de cont curent existent în realitate, ceea ce implică faptul că perpetuarea unor deficite peste nivelurile prezentate se va reflecta într-o creștere continuă a datoriei externe, cu impact negativ asupra sustenabilității deficitelor.* Rezultatele sunt sensibile la ipotezele formulate. Astfel, scenariile care presupun o scădere simultană a investițiilor străine directe și a creșterii economice generează valori ale deficitului apropiate sau mai mici decât în scenariile de bază, în concordanță cu menținerea constantă a raportului datorie externă/PIB. Valorile medii calculate pentru perioada 2006-2008 sunt: -3,87 la sută, -6,55 la sută și -7,26 la sută pentru cele trei scenarii de bază; cele două scenarii alternative indică deficite de -3,93 la sută și -5,27 la sută.

Deși o concluzie unitară pe baza a patru modele diferite este dificil de obținut, așa cum se poate observa și din tabelul alăturat, rezultatele indică, în general, sustenabilitatea deficitului de cont curent al României, dar și persistența pe termen scurt și mediu a acestuia.

În final trebuie remarcat că toate modelele prezentate pornesc de la ipoteza că nu există fricțiuni pe piețele internaționale de capital și că toate țările se pot împrumuta la o rată a dobânzii constantă

<sup>26</sup> Copaciu, M.; Racaru, I. (2006)

care nu surprinde nici o primă de risc, o presupunere de altfel puternică și care nu este verificată în realitate.

**Tabel 1. Sumarul rezultatelor**

Model	Sustenabilitate	Persistență (structural) <sup>27</sup>	Nivel	Performanță/ Observații
1.	Neutru	Nu este cazul	Nu este cazul	Bună
2.	DA	Nu este cazul	-8,4% (pentru 2004:03 – 2005:03)	Scăzută
3.	DA	Da (nivelul actual este apropiat de cel structural)	-10,43% (pentru 2005)	Panel
4.	NU (existența <i>continuă</i> a unor deficite peste nivelurile prezentate va fi reflectată într-o creștere continuă a datoriei externe)	Nu este cazul	între -3,87% și -7,26% (pentru 2006-2008)	Presupuneri puternice. Reprezintă nivelul consistent cu menținerea constantă a ponderii datoriei externe în PIB.

Lucrarea este structurată după cum urmează: fiecare model este prezentat teoretic, apoi datele, estimările efectuate, rezultatele obținute și concluziile specifice sunt prezentate în cadrul a patru secțiuni distincte. Concluziile principale încheie lucrarea.

<sup>27</sup> După cum este definit în text.

## MODELUL 1: Modelul clasic bazat pe teoria de optimizare intertemporală a consumului

### 1.1. Descrierea și derivarea modelului

Acest model reflectă teoria venitului permanent. Astfel, șocuri temporare la nivelul veniturilor pot fi atenuate substanțial pe termen scurt, fiind reflectate însă în variații temporare ale economisirilor agregate și ale contului curent. Principalele lucrări în care acesta este analizat sunt: Obstfeld și Rogoff (1996), Gosh și Ostry (1995), Otto (1992).

Economia considerată este una deschisă, de dimensiuni mici<sup>28</sup>, cu agenți omogeni și care au un orizont de planificare infinit. Pe piețele internaționale de capital se tranzacționează numai obligațiuni fără primă de risc, iar rata dobânzii este fixată. Populația este normalizată la 1, similar cu considerarea unui agent reprezentativ. Validitatea echivalenței ricardiene este asumată, potrivit căreia impactul deficitului fiscal este compensat de mișcări în sens opus ale balanței dintre economii și investiții la nivelul sectorului privat.

Agentul reprezentativ maximizează utilitatea pe durata vieții (*lifetime utility*):

$$\sum_{j=0}^{\infty} \beta^j * E_t(u(C_{t+j})) \quad (1.1)$$

unde  $\beta$  este factorul de actualizare subiectiv,  $0 < \beta < 1$ ,  $E_t$  este operatorul expectațional condiționat asupra setului de informații al agentului la momentul  $t$ , și  $C$  reprezintă consumul privat. Funcția de utilitate pentru o perioadă este strict crescătoare în consum și strict concavă, reflectând dorința crescândă pentru consum (prima derivată este pozitivă) și utilitatea marginală descrescândă a consumului adițional (a doua derivată este negativă). Agentul reprezentativ are următoarea constrângere bugetară, care, așa cum este arătat mai jos, reprezintă și identitatea contului curent<sup>29</sup>:

$$C_t + I_t + G_t + B_{t+1} = Y_t + (1+r) * B_t \quad (1.2) \text{ sau:}$$

$$B_{t+1} - B_t = Y_t + r * B_t - C_t - I_t - G_t \quad (1.3)$$

unde  $Y$  este PIB real,  $B$  este stocul real net de active externe în curs la începutul perioadei,  $Y+r*B$  este PNB real, definit ca PIB real plus plățile de dobânzi la activele externe nete,  $I$  reprezintă investițiile reale,  $G$  este consumul guvernamental real și  $CA$  este balanța reală a contului curent.

Aplicând operatorul expectațional asupra relației (1.2), iterând înainte, condiționat de setul informațional și folosind legea expectațiilor iterate, rezultă următoarea constrângere intertemporală:

$$-(1+r) * B_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^j * E_t(Y_{t+j} - C_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) + \lim_{T \rightarrow \infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^T * E_t(-B_{T+1}) \quad (1.4)$$

<sup>28</sup> Această presupunere este similară cu faptul că respectiva țară nu poate influența rata dobânzii la nivel internațional și în consecință o consideră exogenă (dată).

<sup>29</sup> În acest caz finanțarea deficitului de cont curent se realizează pe baza acumulării de active externe nete.

Pentru ca procesul bugetar al unei țări să fie solvabil extern, datoria externă nu poate fi prelungită (*rolled over*) pentru totdeauna. Eliminarea acestei posibilități, mai precis eliminarea unei scheme Ponzi, necesită ca ultimul termen din ecuația (1.4) să fie egal cu 0:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^T * E_t(-B_{T+1}) = 0 \quad (1.5)$$

Astfel, ecuația (1.4) devine:

$$-(1+r) * B_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^j * E_t(Y_{t+j} - C_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^j * E_t(TB_{t+j}) \quad (1.6)$$

Potrivit ecuației de mai sus (1.6), stocul datoriei externe reale trebuie să fie egal cu valoarea prezentă actualizată a tuturor surplusurilor viitoare ale balanței comerciale.

Consumul optim al agentului reprezentativ este derivat prin maximizarea relației 1.1 cu constrângerea bugetară (1.2). Această maximizare rezultă în următoarea ecuație Euler care descrie evoluția optimă a consumului:

$$E_t(U(C_{t+j})) = (1+r) * \beta * E_t(U(C_{t+j+1})), \text{ pentru } j=0,1,\dots$$

care pentru  $j=0$  conduce la:

$$U'(C_t) = (1+r) * \beta * E_t(U'(C_{t+1})) \quad (1.7)$$

O versiune folosită intens la nivel empiric a modelului venitului permanent presupune că funcția de utilitate ia o formă cvadratică, și anume:

$$U(c_t) = c_t - \frac{a}{2} * c_t^2, \quad a > 0 \quad (1.8)$$

Cu acest tip de utilitate, relația (7) devine:

$$1 - a * E_t(C_{t+j}) = (1+r) * \beta * [1 - a * E_t(C_{t+j+1})], \quad j=0,1,\dots \quad (1.9)$$

Dacă factorul de actualizare al pieței  $1/(1+r)$  este egal cu factorul de actualizare subiectiv individual,  $\beta$ , relația (1.9) devine:

$$C_t = E_t(C_{t+1}) = \dots = E_t(C_{t+j}) = E_t(C_{t+j+1}) = \dots \quad (1.10)$$

Aceasta reprezintă motivul pentru evitarea fluctuațiilor în consum.

Oricum dacă factorul de actualizare al pieței,  $1/(1+r)$ , este diferit de factorul de actualizare subiectiv individual  $\beta$ , agentul are și un motiv de consum inegal pe parcursul perioadelor pe lângă cel de evitare a fluctuațiilor în consum<sup>30</sup>. De exemplu, dacă  $\beta * (1+r) < 1$ :

<sup>30</sup> Existența acestor două motive, deși poate părea bizară, ia în considerare în cadrul acestui model cu agent reprezentativ existența de fapt a două tipuri de comportament la nivelul consumatorilor.

$C_t > E_t(C_{t+1}) > \dots > E_t(C_{t+j}) > E_t(C_{t+j+1}) > \dots$  Astfel, agentul dorește să consume mai mult în prezent. Ecuația Euler poate fi transformată astfel încât:

$$E_t(C_{t+j+1}) = \frac{1}{\beta^*(1+r)} * E_t(C_{t+j}) + \lambda, \quad j=0,1,\dots \quad (1.11), \text{ unde:}$$

$$\lambda = \frac{1}{a} * \left[ 1 - \frac{1}{\beta(1+r)} \right]$$

Parcurgând recursiv în relația (1.11), se obține:

$$E_t(C_{t+j}) = \left[ \frac{1}{\beta^*(1+r)} \right]^j * C_t + \lambda * \frac{1 - [\beta(1+r)]^{-j}}{1 - [\beta(1+r)]^{-1}}, \quad j=1,2,\dots \quad (1.12)$$

Înlocuind (1.12) în (1.6) și rezolvând pentru  $C_t$ , se obține următoarea relație pentru consumul optim:

$C_t^* = \left[ 1 - \frac{1}{\beta(1+r)^2} \right] * \{ (1+r) * B_t + E_t \left[ \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j * (Y_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) \right] \} + \left( -\frac{\lambda}{r} \right)$ , care poate fi rearanjată astfel încât:

$$C_t^* = \frac{r}{\theta} * \left\{ B_t + \frac{1}{1+r} * E_t \left[ \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j * (Y_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) \right] \right\} + \left( -\frac{\lambda}{r} \right), \quad (1.13) \text{ unde: } \theta = \frac{\beta(1+r)r}{\beta(1+r)^2 - 1}$$

Nivelul optim al consumului poate fi descompus în două părți: prima parte care reflectă dorința agentului de a avea un consum fără fluctuații majore (*consumption smoothing component*) și a doua parte datorată dorinței de a avea un consum mai ridicat sau scăzut în prezent (*consumption tilting component*). Prima parte poate fi derivată, observând că atunci când  $\beta^*(1+r)=1$ , nu există cea de-a doua. Astfel:

$$C_t^s = r * \left\{ B_t + \frac{1}{1+r} * E_t \left[ \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j * (Y_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) \right] \right\} \quad (1.14)$$

Cea de-a doua componentă este diferența dintre nivelul optim și prima componentă. Din (1.14) și (1.13), poate fi derivată următoarea relație dintre nivelul optim și prima componentă (*consumption smoothing component*):

$$C_t^s = \theta * C_t^* + \frac{\lambda \theta}{r}$$

Componenta contului curent care reflectă prima componentă a consumului, aferentă dorinței de a evita fluctuațiile acestuia, poate fi definită ca și:

$$CA_t^s = Y_t + r * B_t - C_t^s - I_t - G_t = Y_t + r * B_t - C_t^* - I_t - G_t - \frac{\theta \lambda}{r} \quad (1.15)$$

Înlocuind (14) în (15), se obține:

$$CA_t^s = Y_t + r * B_t - I_t - G_t - r * \left\{ B_t + \frac{1}{1+r} E_t \left[ \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j * (Y_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) \right] \right\}$$

Care poate fi transformat:

$$\begin{aligned} CA_t^s &= Y_t - I_t - G_t - \frac{r}{r+1} * E_t \left[ \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j * (Y_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) \right] \quad (1.16) \\ &= Z_t - \frac{r}{r+1} * \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j * E_t (Z_{t+j}) \end{aligned}$$

unde:  $Z=Y-I-G$  este valoarea adăugată brută (*net output*).

Rearanjând (1.16), se obține:

$$CA_t^s = - \sum_{j=1}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j * E_t (\Delta Z_{t+j}) \quad (1.17)$$

Ecuția (1.17) arată că acea componentă a contului curent care reflectă dorința agenților de a evita fluctuații în consum este în deficit atunci când valoarea prezentă actualizată a viitoarelor valori ale valorii adăugate brute este pozitivă și viceversa. Astfel, șocuri care nu au efect asupra primei diferențe a outputului net nu au nici un impact asupra acestei componente ale contului curent, pe când șocuri neașteptate temporare vor face din contul curent un tampon (*buffer*) pentru a evita fluctuațiile în consum.

Ecuția (1.17) este ecuația principală a acestui model. Ea arată că nivelul actual al deficitului de cont curent este doar un indicator al viitoarelor creșteri la nivelul outputului. **Astfel, o țară va avea contul curent în surplus numai dacă se așteaptă ca valoarea adăugată brută să scadă temporar în viitor**<sup>31</sup>.

Poate fi observat că modelul are o serie de implicații asupra politicilor adoptate privind deficitul de cont curent. Astfel, dacă mișcările contului curent sunt corelate cu cele prezise de componenta consumului prin care se dorește evitarea unor fluctuații, atunci contul curent nu este neapărat nesustenabil. În plus, decidenții în materie de politici economice nu trebuie să încerce implementarea de măsuri corective în mod continuu (de exemplu deprecierea monedei), deoarece deficitul nu este rezultatul unor probleme existente la nivelul sectorului real.

Dacă asumăm ipoteza nulă conform căreia ecuația (1.17) este validă, componenta contului curent care reflectă dorința agenților de a evita fluctuații în consum ar trebui să încorporeze întreaga informație a agentului asupra evoluțiilor viitoare ale valorii adăugate brute. Ca și *proxy* pentru estimarea variațiilor viitoare ale valorii adăugate brute se folosesc valori anterioare ale acestui indicator și ale componentei mai sus menționate.

Astfel, previziunile sunt bazate pe un VAR bivariat de ordinul 1, având ca variabile deviațiile valorii adăugate brute și ale componentei contului curent care reflectă dorința agenților de a evita

<sup>31</sup> Acesta este același rezultat cu cel obținut de Campbell (1987) studiind economisirile la nivelul populației, respectiv gospodăriile vor economisi când se așteaptă ca nivelul viitor al veniturilor să descrească. De fapt metodologia descrisă poate fi aplicată și pentru studierea problemei menționate, având ca variabile consumul gospodăriilor și venitul disponibil.

fluctuații în consum de la mediile necondiționate. În aceste condiții, previziunile schimbărilor în valoarea adăugată brută sunt date de:

$$E_t(\Delta Z_{t+j}) = (\mathbf{1} \ 0) * \begin{bmatrix} \rho_{11} & \rho_{12} \\ \rho_{21} & \rho_{22} \end{bmatrix}^j * \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t^a \end{bmatrix}$$

Substituind ecuația prezentată mai sus în (1.17) rezultă:

$$CA_t^s = -(\mathbf{1} \ 0) * \begin{bmatrix} 1 \\ 1+r \end{bmatrix} * \rho * \begin{bmatrix} I - \frac{1}{1+r} * \rho \end{bmatrix}^{-1} * \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t^a \end{bmatrix} = [\phi_{\Delta Z} \ \phi_{CA}] * \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t^a \end{bmatrix} \quad (1.18)$$

O primă implicație a modelului este că deficitul de cont curent previzionat ar trebui să fie egal cu cel realizat. Cu alte cuvinte, pentru verificarea acestui aspect ar trebui testată următoarea ipoteză:  $[\phi_{\Delta Z} \ \phi_{CA}] = [0 \ 1]$ .

Componenta actuală a contului curent poate fi descrisă de următoarea relație:

$$CA_t^a = Y_t + r * B_t - \theta * C_t - I_t - G_t - \frac{\theta \lambda}{r} = Z_t + r * B_t - \theta * C_t - \frac{\theta \lambda}{r} \quad (1.19)$$

Rămâne de arătat cum pot fi estimate  $\theta$  și  $\frac{\theta \lambda}{r}$  din cadrul datelor efective pentru a îndepărta componenta datorată dorinței de a avea un consum mai ridicat sau scăzut în prezent (*consumption tilting part*). Răspunsul este dat de ecuațiile (1.17) și (1.19): luând în considerare ipoteza nulă potrivit căreia componenta efectivă din cadrul contului curent ce reflectă motivul de liniarizare a consumului (*consumption smoothing*) este egală cu cea previzionată de model, dacă  $Z$  este  $I(1)$  (implicând că  $\Delta Z$  este  $I(0)$ ), atunci componenta efectivă este și ea  $I(0)$ . Astfel, în (1.19), partea stângă a ecuației este staționară. Dacă  $Z+r*B$  este  $I(1)$  și consumul privat este tot  $I(1)$ , parametrii pot fi obținuți din relația de cointegrare dintre cele două variabile.

Odată modelul estimat, pot fi efectuate o serie de teste:

- A. Potrivit ecuației (1.17), coeficienții valorilor anterioare ale contului curent asupra valorilor actuale ale outputului net ar trebui să fie negative, deoarece ar reflecta mișcări viitoare în outputul net.
- B. O altă implicație este aceea potrivit căreia  $[\phi_{\Delta Z} \ \phi_{CA}] = [0 \ 1]$ .
- C. În al treilea rând, varianța nivelului implicat și a celui efectiv ar trebui să fie egale.
- D. În al patrulea rând, ecuația (1.17) este validă dacă și numai dacă:  $E_{t-1}[CA_t^s - \Delta Z - (1+r)CA_{t-1}^s] = 0$ . Astfel, un model corect care asumă că cele două componente sunt egale (cea efectivă și cea previzionată), atunci  $R_t = CA_t^a - \Delta Z - (1+r)CA_{t-1}^a$  ar trebui să fie necorelat cu nicio valoare anterioară a  $\Delta Z$  și  $CA^a$ . Această serie poate fi construită și, de asemenea, pot fi realizate regresii cu valori anterioare.
- E. În plus, corelațiile între seriile rezultate pot fi comparate.

## 1.2. Datele, estimarea modelului și rezultate

Datele trimestriale referitoare la deficitul real de cont curent, PNB<sup>32</sup>, consumul guvernamental real și investițiile reale<sup>33</sup> sunt calculate folosind date ale BNR pentru perioada 1997:01-2005:03. Datele au fost transformate în variabile *per capita* și desezonalizate folosind procedura X12 aditivă. Datele reale sunt în prețuri din 1996. Valoarea adăugată brută (*net output*) a fost construită scăzând din PNB investițiile și consumul guvernamental. O rată a dobânzii medie de 4 la sută a fost folosită în calculele aferente.

Etapele estimării:

### a) Teste de staționaritate

Pentru C, Z, Z+r\*B, TB și CA au fost realizate teste de staționaritate. Rezultatele sunt prezentate în tabelul 1.2.1, din care poate fi observat că toate variabilele sunt nestaționare în nivel la 1 la sută, în timp ce diferențele lor sunt staționare la același nivel.

**Tabel 1.2.1. Teste de staționaritate**

	Nivel	Diferență
C	-1,75	-15*
Z	-2,43	-4,81*
Z+r*B	-2,42	-5,65*
TB	-0,89	-4,91*
CA	-2,16	-6,50*

\* Ipoteza nulă a existenței unei rădăcini unitare este respinsă la un nivel de 1 la sută în favoarea staționarității.

**Implicația 1: Nestaționaritatea CA implică, asumând corectitudinea modelului, că solvabilitatea intertemporală externă nu este satisfăcută<sup>34</sup>.**

### b) Estimarea lui $\theta$ și relația de cointegrare

Rezultatele apar în Tabelul 1.2.2. Prin prisma modelului dezvoltat anterior, existența unei relații de cointegrare între Z+r\*B și C este testată, diferența reprezentând componenta contului curent care reflectă dorința agentului de a avea un consum fără fluctuații majore (*consumption smoothing component*). Când o constantă este inclusă, ambele teste, respectiv *trace* și *maximum eigenvalue statistic*, indică existența unei relații de cointegrare la un nivel de 5 la sută, în timp ce nici o relație nu este constatată la 1 la sută. Oricum, când o constantă nu este inclusă, cointegrarea este prezentă doar la un nivel de 10 la sută. Hakio și Rush (1991) arată că solvabilitatea externă necesită existența unei relații de cointegrare între Z+r\*B și C.

<sup>32</sup> PNB real a fost determinat ca și sumă a PIB real și plățile de dobânzi pentru activele externe nete, ultimele definite ca fiind diferența între balanța contului curent și balanța comercială.

<sup>33</sup> Determinate ca și sumă a formării brute de capital fix și variația stocurilor.

<sup>34</sup> Această concluzie trebuie interpretată cu grijă având în vedere o serie de probleme care pot apărea datorită perioadei scurte analizate și a puterii scăzute a testelor de rădăcină unitară în acest caz.



**Tabel 1.2.2. Relația de cointegrare**

	Constantă inclusă	Fără constantă
Relația de cointegrare		
Constantă	23,94	
$\Theta$	0,60	0,87
(t-stat)	(10,69)	(46,08)
ADF t-stat (constantă)	-3,57	-1,72

Valori critice la 5 la sută cu/fără constantă: 3,43, respectiv -3,29.

Parametrul  $\theta$  ia valoarea de 0,60 dacă o constantă este inclusă în relația de cointegrare, în timp ce dacă o constantă nu este inclusă, valoarea este de 0,87. Estimatorii sunt semnificanți. Trebuie precizat că relația de cointegrare este staționară doar când o constantă este inclusă. Când constanta nu este inclusă, relația este nestaționară, confirmând rezultatul anterior care a arătat existența unei relații de cointegrare doar la nivelul de 10 la sută. Astfel, din relația de cointegrare, componenta de *consumption smoothing* a deficitului de cont curent este recuperată.

**Implicația 2: Existența unei relații de cointegrare între  $Z+r*B$  și  $C$  (condiție necesară pentru solvabilitatea externă) este confirmată la 5 la sută, când o constantă este inclusă, și doar la 10 la sută când o constantă nu este inclusă.**

c) Estimarea VAR, componentele efective și estimate ale contului curent

Un VAR bivariat de ordinul 1<sup>35</sup> a fost estimat având ca și componente valoarea adăugată brută și componenta contului curent care reflectă dorința agentului de a avea un consum fără fluctuații majore (*consumption smoothing component*). Variabilele au fost exprimate ca abateri de la medie. Rezultatele sunt prezentate în tabelul alăturat pentru ambele cazuri: când o constantă este inclusă sau nu în relația de cointegrare.

**Tabel 1.2.3. Modelul VAR**

	Constantă inclusă		Fără constantă	
	$\Delta Z_t$	$ca_t^{SM}$	$\Delta Z_t$	$ca_t^{SM}$
$\Delta Z_{t-1}$	-0,70	0,61	-0,58	0,54
(t-stat)	(-3,59)	(3,35)	(-3,31)	(2,67)
$ca_{t-1}^{SM}$	-0,46	0,65	-0,23	0,85
(t-stat)	(-2,31)	(3,52)	(-2,00)	(6,2)

**Implicația 3: După cum poate fi observat, coeficienții valorilor anterioare ale contului curent în ecuația care descrie evoluția valorii adăugate brute sunt negativi, arătând astfel că valori negative prezente ale contului curent indică creșteri viitoare în valorii adăugate brute. În plus, toți coeficienții sunt semnificativi la niveluri ridicate.**

Pasul următor constă în regresia elementelor reziduale cu variabilele dependente, acestea fiind reprezentate de valorile anterioare ale componentei contului curent care reflectă dorința agentului de a avea un consum fără fluctuații majore (*consumption smoothing component*) și prima

<sup>35</sup> Așa cum a fost indicat de testele Akaike Information Criteria (AIC), Hannan-Quinn Criteria (HQ), Sequential Modified Likelihood Ratio Test (LR) și Schwarz Criteria (SC).

diferență a valorii adăugate brute. Modelul prezice că toți coeficienții trebuie să fie nesemnificativi. După cum poate fi observat din tabelul 1.2.4, doar coeficienții aferenți valorilor anterioare ale componentei contului curent sunt nesemnificativi.

**Tabel 1.2.4. Regresia reziduurilor din relația de cointegrare**

	Constantă inclusă	Fără constantă
$\Delta Z_{t-1}$	1,32	1,14
(t-stat)	(3,99)	(3,53)
$ca_{t-1}^{SM}$	0,08	0,06
(t-stat)	(0,25)	(0,30)

În continuare, vectorul  $[\phi_{\Delta Z} \ \phi_{CA}]$  estimat poate fi investigat. Dacă România își variază perfect optim consumul folosind contul curent ca și un tampon împotriva șocurilor neașteptate temporare în valoarea adăugată brută, ipoteza nulă  $[\phi_{\Delta Z} \ \phi_{CA}] = [0 \ 1]$  nu ar putea fi respinsă. După cum poate fi observat din tabelul 1.2.5, ambii coeficienți sunt pozitivi, dar diferiți de 0, respectiv 1. Acest aspect implică un anumit grad de neoptimalitate în alocarea consumului conform prezentului model.

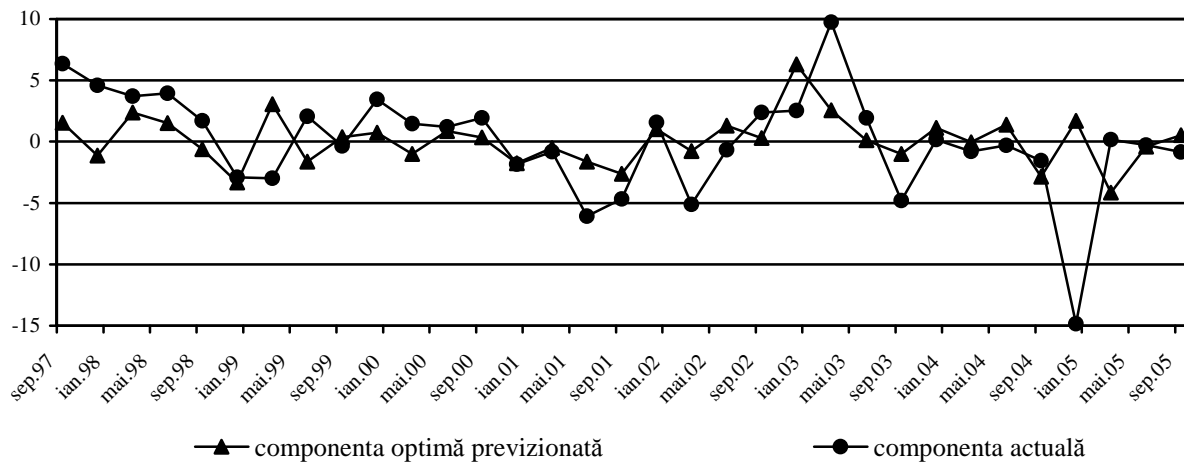
**Tabel 1.2.5. Testarea ipotezei  $[\phi_{\Delta Z} \ \phi_{CA}] = [0 \ 1]$ .**

	Constantă inclusă	Fără constantă
$\Phi(\Delta Z)$	0,58	0,46
$\Phi(ca)$	0,50	0,32
Raportul varianțelor	2,09	3,06
(F test pentru egalitate)	(4)	(9,37)
Corelație	0,36	0,55

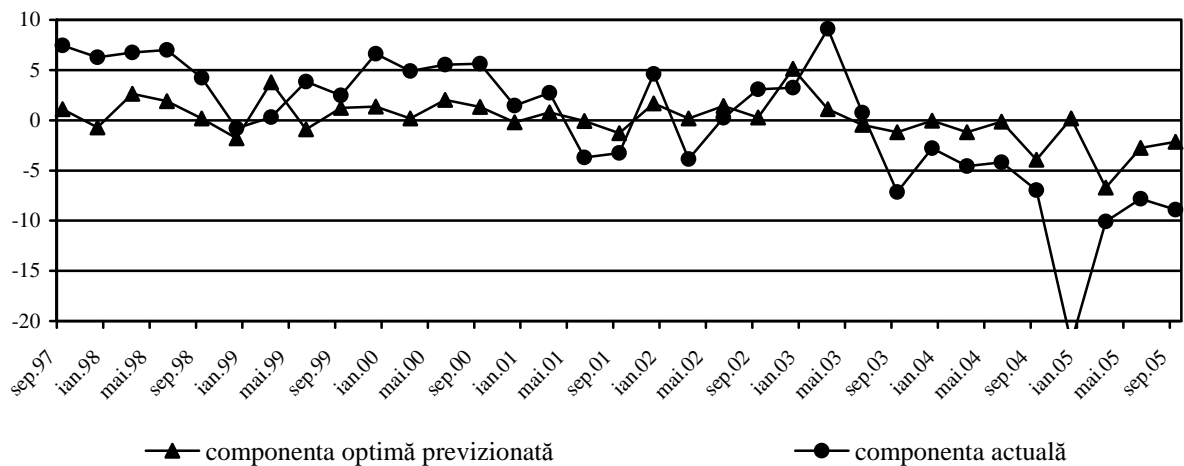
**Implicația 4: Valoarea vectorului  $[\phi_{\Delta Z} \ \phi_{CA}]$  este diferită de vectorul  $[0 \ 1]$ . Conform modelului, rezultă astfel o alocare a consumului pe principii neoptimale.**

Raportul varianțelor între componenta efectivă și cea previzionată este mai mare și statistic diferită de 1, sugerând o volatilitate excesivă a fluxurilor de capital și o utilizare neadecvată a acestora pentru consum. Corelația dintre cele două componente este relativ ridicată, dar oricum este departe de valoarea de 1, asumată de ipoteza nulă.

**Graficul 1.2.1:** Componenta contului curent care reflectă dorința agentului de a avea un consum fără fluctuații majore (*per capita*) – valoare actuală versus valoare previzionată (deviație de la medie, desezonalizată) – constantă inclusă: 1997:03-2005:03



**Graficul 1.2.2:** Componenta contului curent care reflectă dorința agentului de a avea un consum fără fluctuații majore (*per capita*) – valoare actuală versus valoare previzionată (deviație de la medie, desezonalizată) – fără constantă



**Implicația 5:** Volatilitatea componentei efective este mai ridicată decât a celei previzionate, corelația este pozitivă dar diferită de 1. Totuși, după cum se poate observa și în cele două grafice (și în special în primul), cele două componente prezintă o evoluție asemănătoare, dar începând din cel de-al patrulea trimestru al anului 2004 evoluția este „în oglindă”.

## MODELUL 2: Determinarea nivelului sustenabil al deficitului de cont curent pentru o economie deschisă pe baza unui model cu cost de ajustare a investițiilor

### 2.1. Descrierea modelului

Modelul constă în analizarea șocurilor exogene de productivitate asupra investițiilor și asupra contului curent într-un model de optimizare intertemporală dezvoltat de Glick și Rogoff (1992). Deși modelul analizează separat efectele unui șoc al productivității globale și ale unuia specific unei țări, doar șocurile specifice se consideră a avea un efect semnificativ asupra contului curent, ceea ce este valabil în general pentru țările emergente (WEO 2005)<sup>36</sup>. Pe baza acestei ipoteze, în acest studiu am considerat că productivitatea este în totalitate determinată de factori specifici țării (nu este corelată cu productivitatea globală).

Ca și în cazul primului model, se consideră cazul unei economii deschise, de dimensiuni mici. Consumatorii se pot împrumuta la rata dobânzii fără risc (considerată fixă) și urmăresc maximizarea utilității<sup>37</sup> în condițiile constrângerii bugetare prezentate în relația (2.1).<sup>38</sup>

$$B_{t+1} - B_t = rB_t + Y_t - C_t - I_t \quad (2.1)$$

unde  $B$  reprezintă stocul de active externe nete,  $r$  rata dobânzii internaționale,  $Y$  o măsură a producției naționale (PIB real),  $C$  consumul intern,  $I$  volumul investițiilor<sup>39</sup>. Finanțarea deficitului de cont curent se realizează pe baza acumulării de active externe nete:  $\Delta B_{t+1} = CA_t$

Oferta agregată urmează o funcție de tip Cobb Douglas și include costul ajustării de capital<sup>40</sup>:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha \left[ 1 - \frac{\theta}{2} \left( \frac{I_t^2}{K_t} \right) \right] \quad (2.2)$$

unde  $A$  reprezintă productivitatea totală a factorilor,  $K$  stocul de capital fizic. Stocul de capital se definește prin relația<sup>41</sup>:

$$K_t = K_{t-1}(1 - \delta) + I_t \quad (2.3)$$

Firma reprezentativă alege acel flux de investiții care maximizează valoarea actualizată (la rata dobânzii fără risc) a profiturilor viitoare. Liniarizarea condițiilor de ordinul întâi care rezultă din optimizare generează următoarele relații:

<sup>36</sup> Pe baza unei analize factoriale pe un grup de 46 de țări (21 dezvoltate, 25 emergente; dintre care 5 producătoare de petrol) care acoperă 90 la sută din PIB mondial, factorii specifici explică 83 la sută din evoluția deficitului de cont curent în cazul țărilor emergente, comparativ cu țările dezvoltate pentru care factorii specifici contribuie doar cu 43 la sută.

<sup>37</sup> Forma funcției de utilitate este aceeași cu cea utilizată la primul model, în relația (1.1)

<sup>38</sup> Consumul, investițiile, produsul agregat, stocul de active externe nete sunt înregistrate la începutul perioadei, în timp ce rata dobânzii este plătită la sfârșitul perioadei.

<sup>39</sup> Pentru simplificarea modelului, sectorul public nu a fost introdus.

<sup>40</sup> Se presupune că oferta de muncă a agentului reprezentativ este inelastică.

<sup>41</sup> În derivarea teoretică se presupune că rata de depreciere este zero. Pentru detalii, vezi Glick și Rogoff (1992).

$$I_t \cong \beta_1 I_{t-1} + \eta \sum_{s=1}^{\infty} \lambda^s (E_t A_{t+s} - E_{t-1} A_{t+s-1}) \quad (2.4)$$

unde  $0 < \beta_1 < 1$ ,  $\eta > 0$  și  $0 < \lambda < 1$  și

$$Y_t = \alpha_I I_t + \alpha_K K_t + \alpha_A A_t \quad (2.5)$$

unde  $\alpha_I < 0$  datorită costului ajustării stocului de capital;  $\alpha_K, \alpha_A > 0$  (Glick, Rogoff; 1992)

Productivitatea urmează un proces de tip autoregresiv:

$$A_t = \rho A_{t-1} + \varepsilon_t, \quad \text{cu } 0 \leq \rho \leq 1 \quad (2.6)$$

În condițiile unui șoc permanent al productivității ( $\rho=1$ ), utilizând relația (2.4)<sup>42</sup>, investițiile devin:

$$\Delta I_t = (\beta_1 - 1)I_{t-1} + \beta_2 \Delta A_t \quad (2.7)$$

unde  $\beta_1 - 1 < 0$  și  $\beta_2 = \eta[\lambda/(1-\lambda)] > 0$ ; Semnele coeficienților rezultă din ipotezele privind fluxul investițional. Derivând ecuațiile consumului și ale produsului agregat în funcție de productivitatea factorilor și înlocuind în relația (2.1) obținem relația pentru deficitul de cont curent<sup>43</sup>:

$$\Delta CA_t = \gamma_1 I_{t-1} + \gamma_2 \Delta A_t + r CA_{t-1} \quad (2.8)$$

unde  $\gamma_1 \cong (\beta_1 - 1)(\alpha_I - 1) + \alpha_K > 0$  și  $\gamma_2 \cong \beta_2[(\alpha_I - 1)(1 - \beta_1) - \alpha_K]/(1 + r - \beta_1) < 0$ <sup>44</sup>.

Astfel definit modelul, este de așteptat ca un șoc *permanent* al productivității specifice unei țări să aibă un efect mai mare asupra deficitului de cont curent decât asupra investițiilor ca urmare a decalajului de timp necesar ajustării capitalului, precum și a modificării așteptărilor privind creșterea venitului permanent față de venitul curent (economii scad, consumul crește). Aceasta este echivalent cu  $|\gamma_2| > \beta_2$ , condiție care este verificată dacă costul ajustării investiției marginale este mai mare decât valoarea actualizată a rentabilității capitalului<sup>45</sup>, respectiv  $(\alpha_I - 1) + \alpha_K / r > 0$ .

Elementul productivității factorilor a fost calculat pe baza relației:

$$\ln Y_t = \ln A_t + \varepsilon \ln K_t + (1 - \varepsilon)L_t \quad (2.9)$$

unde stocul de capital a fost calculat utilizând relația (3.3) cu impunerea unei condiții inițiale.

<sup>42</sup> Pentru mai multe detalii vezi Glick și Rogoff (1992).

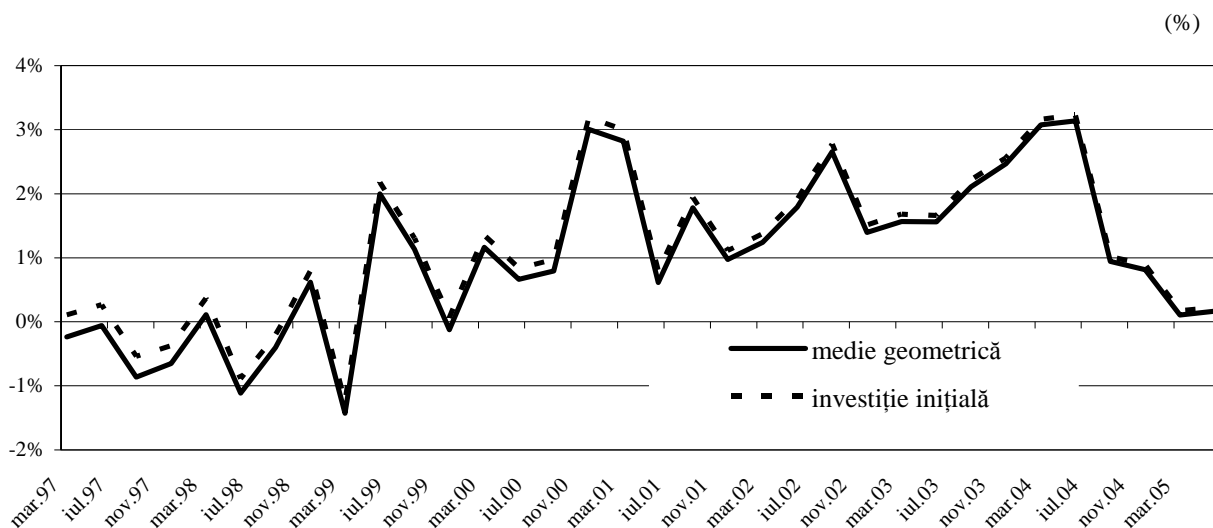
<sup>43</sup> Idem 15.

<sup>44</sup> Semnele coeficienților rezultă cu ușurință din relațiile:  $\beta_1 - 1 < 0$ ,  $\alpha_I < 0$  și  $\alpha_K > 0$  pentru  $\gamma_1 > 0$ ; ceea ce presupune că  $\alpha_K > (\alpha_I - 1)(1 - \beta_1)$  adică exact  $\gamma_2 < 0$ .

<sup>45</sup> Aceeași condiție rezultă și din faptul că efectul productivității asupra consumului este pozitiv ca urmare a ajustării așteptărilor privind creșterea venitului permanent.

Am folosit două metode diferite în definirea acestuia: metoda mediei geometrice (stocul de capital la un moment în timp este media geometrică între stocul de capital final și cel inițial) și a doua metodă în care stocul inițial este derivat din condiția de echilibru (investiția este egală cu deprecierea capitalului). Rezultatele nu diferă semnificativ între cele două metode, factorul total al productivității factorilor este prezentat în graficul 2.1.1. În continuare am utilizat a doua metodă, aceasta fiind și metoda folosită de Glick și Rogoff (1992).

**Graficul 2.1.1. Rata de creștere a productivității factorilor**



## 2.2. Estimarea modelului și rezultate

Modelul a fost estimat pentru perioada ianuarie 1997-martie 2005. Testele de staționaritate pentru variabilele cont curent, investiții, productivitatea factorilor sunt prezentate în tabelul 2.2.1. Variabilele sunt în prețuri constante cu bază martie 1997, desezonalizate folosind metoda Tramo/Seats.

**Tabelul 2.2.1. Teste de staționaritate (testul Augmented Dickey-Fuller):**

	Nivel	Diferență
CA	-2,74	-6,13*
Inv	-2,22	-5,19*
A	-2,78	-3,64**

\* ipoteza nulă de existență a rădăcinii unitare este respinsă la 1 la sută

\*\* ipoteza nulă este respinsă la 5 la sută

Estimările modelului sunt redate în Tabelul 2.2.2 (valorile sunt estimate prin metoda Newey-West). În ecuația deficitului de cont curent am introdus o variabilă *dummy* ca urmare a modificării semnificative a deficitului de cont curent în ultimele două trimestre ale anului 2004.

Rezultatele obținute sunt diferite de ce ne-am fi așteptat conform modelului, dar apropiate de cele obținute de alte studii (FMI, 2003).

**Tabelul 2.2.2. Ecuatiile investițiilor și ale deficitului de cont curent**

$\Delta CA$	INV(-1)	$\Delta A$	CA(-1)	DUMMY dec. 2004	R2/R2 AJUSTAT
	-0,219	0,127	-0,743	-261,22	0,43/0,38
t-stat	(-5,38)	(0,70)	(-4,73)	(-4,73)	
$\Delta INV$	INV(-1)	$\Delta A$			R2/R2AJUSTAT
	-0,008	0,281			0,34/0,32
t-stat	(-0,81)	(4,69)			

O primă observație este aceea că semnele coeficienților în ecuația deficitului de cont curent sunt contrare celor prognozate. Impunerea *ex ante* în ecuația deficitului de cont curent a coeficientului valorii anterioare a acestuia în limite normale (o rată netă a dobânzii de 4 puncte procentuale) produce coeficienți apropiați de valorile așteptate (de exemplu coeficientul productivității devine -0,332), dar gradul de explicare a modelului scade drastic. O posibilă explicație ar fi aceea că datele utilizate sunt trimestriale, iar ajustarea consumului se face mult mai lent. În plus, modelul nu surprinde efectul consumului guvernamental.

O corelație puternic negativă între investiții și contul curent poate fi explicată prin existența unei piețe de capital deschise. Am estimat forma redusă a ecuației contului curent, coeficientul investițiilor este de -0,85, ceea ce arată că peste trei sferturi din investiții sunt finanțate din fluxurile externe de capital<sup>46</sup>.

**Concluzie: Performanța modelului este scăzută, dar o corelație puternic negativă între investiții și contul curent este verificată.**

<sup>46</sup> Acest rezultat este contrar *puzzle*-ului Feldstein Horioka, conform căruia există o corelație pozitivă și apropiată de 1 între investiții și economisiri, ceea ce implică un grad redus de corelație, apropiat de zero, între investiții și deficitul de cont curent (și implicit o mobilitate redusă a capitalurilor la nivel internațional, un *home-bias* în investiții).

## MODELUL 3: Persistența deficitului de cont curent, impactul deficitului fiscal

### 3.1. Descrierea modelului

Modelul teoretic utilizat este similar cu cel prezentat de Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004)<sup>47</sup> și Zanghieri (2004). Acest model pornește de la două observații empirice: persistența nivelurilor deficitelor de cont curent și existența unui impact din partea politicii fiscale, respectiv a deficitului fiscal, care în varianta clasică, adică cea care afirmă validitatea echivalenței Ricardiene, este compensat de mișcări contrare la nivelul balanței dintre economisiri și investiții la nivelul sectorului privat.

Astfel, modelul standard<sup>48</sup> este modificat prin introducerea a două tipuri de agenți: un tip care prezintă constrângeri de lichiditate și care își consumă întregul venit în fiecare perioadă și o a doua categorie caracterizată printr-un comportament optimal care însă manifestă *habit formation persistence* (agenții optimizează utilitatea intratemporală în funcție de modificarea consumului curent față de un anumit procent ( $\gamma$ ) din consumul anterior). O presupunere a acestui model, ca de altfel a tuturor celorlalte prezentate, este că nu există fricțiuni pe piața internațională și fiecare țară poate să se împrumute la o rată a dobânzii constantă, fără primă de risc.

*Determinarea nivelurilor optime ale deficitului de cont curent se bazează pe ideea că schimbări permanente în contul curent nu se materializează imediat, ci în prezența habit formation, care au un impact gradual asupra contului curent. Nivelul structural al deficitului de cont curent este acela care „nu are influențe ciclice [...] și care poate fi considerat normal dintr-un punct de vedere intertemporal” (Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004). În acest sens, și numai în acesta, respectivele deficite pot fi considerate ca unele care prezintă un grad de persistență. De altfel, acest fapt determină utilizarea coeficienților pe termen lung estimați pentru determinarea pozițiilor externe.*

Expresia derivată pentru deficitul de cont curent este următoarea:

$$CA_t = (1 - \lambda)\gamma CA_{t-1} + \lambda(T_t + r * B_t^G - G_t) + \frac{\gamma(1 - \lambda)}{1 + r} * \Delta NO_t + (1 - \lambda) * (1 - \frac{\gamma}{1 + r})(NO_t - E_t \overline{NO}_t)$$

unde:

CA – deficitul contului curent

T – veniturile bugetare

$B_t^G$  – activele nete bugetare

$G_t$  – cheltuielile bugetare

NO – Valoarea adăugată brută (*net output* NO=Y-I-G)

$E_t \overline{NO}_t$  - valoarea așteptată a valorii permanente<sup>49</sup>

<sup>47</sup> Mulțumim autorilor pentru comentariile utile referitoare la estimarea modelului.

<sup>48</sup> Echivalent cu ecuațiile 1.1-1.7.

<sup>49</sup> Valoarea permanentă pentru o variabilă este dată de:  $\overline{X}_t = \frac{r}{1 + r} * \sum_{s=t}^{\infty} \frac{X_s}{(1 + r)^{s-t}}$



$\lambda$  reprezintă proporția de consumatori pentru care echivalența Ricardiană nu este satisfăcută, iar  $\gamma$  este gradul de *habit persistence*.

Se poate observa că dacă cei doi parametri sunt egali cu zero, ecuația mai sus prezentată devine:  $CA_t = NO_t - E_t NO_t$ , care este identică cu ecuația 16 din primul model și reflectă faptul că dacă echivalența Ricardiană este validă și nu există *habit persistence*, deficitul de cont curent reflectă doar deviații ale valorii adăugate brute de la valoarea permanentă.

În varianta în care cei doi parametri sunt diferiți de zero, deficitul de cont curent depinde de:

- valoarea anterioară a deficitului de cont curent
- deficitul bugetar, datorită existenței agenților cu constrângeri de lichiditate
- prima diferență a valorii adăugate brute ca urmare a *habit persistence*
- deviația valorii adăugate brute de la valoarea permanentă.

### 3.2. Datele folosite și estimarea (replicarea) modelului

În estimarea modelului am ales metodologia realizată de Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004) în detrimentul celei utilizate de Zanghieri (2004), cu unele diferențe, de altfel menționate pe parcurs.

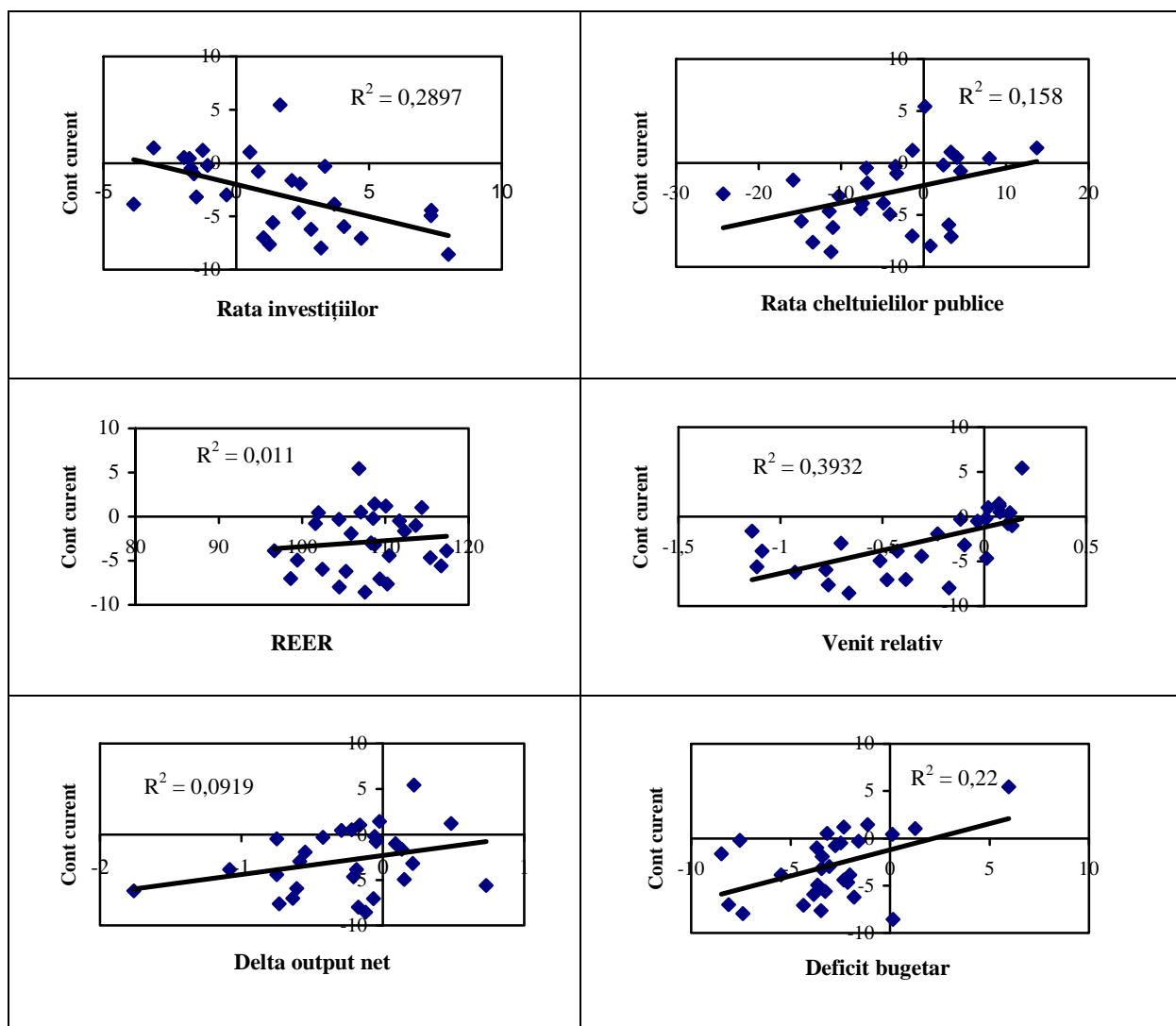
Au fost selectate inițial 21 de țări OECD (aceleași ca și în lucrarea originală-acestea vor fi denumite în continuare în lucrare *OECD*) dar pe intervalul 1983-2005 față de 1980-2002 utilizat de autorii mai sus menționați. În urma analizelor, respectiv estimarea modelului pentru întregul grup de țări și reprezentarea grafică a valorilor medii pentru fiecare țară, s-a observat că rezultatele sunt sensibile la includerea în eșantion a SUA, Marea Britanie, Japonia, Olanda, Noua Zeelandă și Elveția care prezintă de altfel un comportament atipic la nivelul anumitor variabile. Astfel, respectivele țări, împreună cu Belgia pentru care nu s-au obținut date complete, au fost eliminate din eșantion. În plus, am considerat și cele 10 țări care au intrat în UE în 2004, plus Bulgaria, România, Croația și Turcia (ultimele două neincluse în materialul original), folosind date anuale din 1994-2005, față de 1995-2002 în lucrarea originală (acest grup de țări va fi denumit în lucrare *CEECs*). Alegerea țărilor *OECD* a fost realizată pentru a se constitui într-un standard și având în vedere intervalul relativ scurt pentru care datele sunt prezente pentru celelalte țări, pentru a ajuta la eliminarea unor probleme econometrice care pot apărea din utilizarea unor serii de timp de scurtă durată. Sursa principală de date a fost reprezentată de Bloomberg, cu excepția deficitului de cont curent pentru România pentru care au fost folosite date interne.

Variabilele considerate și semnul așteptat conform modelului sunt:

- (Deficitul de cont curent/PIB)\*100-valoare anterioară-*semn așteptat-pozitiv*.
- Balanța fiscală: (deficitul guvernamental/PIB)\*100- *semn așteptat-pozitiv (deficit fiscal mai mare, deficit de cont curent mai mare)*
- Venitul relativ calculat ca și:  $100 \cdot \ln(\text{\textit{țara}}_{it} / \text{medie OECD}_{it})$  pentru țările OECD respectiv  $\ln(\text{\textit{țara}}_{it} / \text{medie întregul eșantion}_{it})$  pentru grupul CEECs, variabila primară fiind: PIB *per capita* (\$ la PPP), iar diferența dintre cele 2 modalități de calcul fiind explicată de procesul de convergență. Semn așteptat-pozitiv (venit *per capita* sub medie asociat cu deficit)

- Rata Investițiilor:  $\bar{\text{țara}}_{it} - \text{medie OECD}_{it}$  pentru întregul eșantion. Variabila primară: (Investiții – formarea brută a capitalului plus variația stocurilor/PIB)\*100. Semn așteptat-negativ (peste valoarea permanentă, media în cazul nostru, induce deficit)
- Rata cheltuielilor publice:  $\bar{\text{țara}}_{it} - \text{medie OECD}_{it}$  pentru întregul eșantion. Principala variabilă: (cheltuieli bugetare/PIB)\*100. Semn așteptat-negativ (peste valoarea permanentă, media în cazul nostru, induce deficit).
- $\Delta \text{Net output/PIB} = 100 * \Delta (\text{PIB} - \text{Investiții} - \text{Consum guvernamental}) / \text{PIB}$  – semn așteptat pozitiv.
- Cursul de schimb efectiv real (REER)<sup>50</sup>:  $100 * \ln(\text{REER } \bar{\text{țara}}_{it} / \text{media } \bar{\text{țara}}_i)$ . Variabila primară: REER (bazată pe CPI) – această variabilă este introdusă doar în specificarea alternativă. Semn așteptat-negativ (dacă este peste medie, deficit mai ridicat).

Graficul 3.2.1. Relații interțări având în vedere valorile medii la nivel de țară



Tabelul 1 din Anexă prezintă o serie de caracteristici ale acestor variabile pentru fiecare din țările din grupul CEECs. Următorul pas a constat în determinarea relațiilor interțări având în vedere valorile medii înregistrate la nivel de țară. Acest pas, deși prezintă o serie de lacune din punct de

<sup>50</sup> O creștere a REER reprezintă o apreciere în termeni reali a monedei naționale.

vedere statistic, are menirea de a oferi o primă imagine asupra relațiilor dintre fiecare variabilă și deficitul de cont curent și, respectiv, în ce măsură semnele așteptate au probabilitatea de a fi confirmate.

După cum poate fi observat din Graficul 3.2, relațiile derivate la nivel teoretic sunt confirmate de această primă analiză, cu excepția relațiilor dintre REER și rata cheltuielilor publice cu contul curent. Însă aceste relații sunt bazate pe corelațiile necondiționate și pe variația interțări. Pentru a stabili o relație bazată pe argumente econometrice solide, a fost realizată estimarea prin o serie de metode descrise mai jos.

### 3.2.1. Procedura econometrică: potențiale neajunsuri

În aplicarea unor metode econometrice valide, cu estimatori consistenți și nedeplasați (*unbiased*), apar o serie de probleme având în vedere natura datelor, respectiv un panel dinamic de date. O descriere pe larg a acestor probleme apare în Wooldridge (2001).

Dacă modelul este unul static, ceea ce implică neexistența valorilor anterioare ale contului curent ca și variabile explicative, prezența unor estimatori eficienți era obținută prin aplicarea unei proceduri bazate pe efecte fixe (*Fixed-effects, Least square dummy variable-LSDV* în continuare). Utilizarea respectivei proceduri pentru modelele dinamice aplicate pe o perioadă limitată și grupe de observații (țări în cazul de față) mari produce însă estimatori deplasați (*biased*) datorită corelației dintre erori și valoarea anterioară a deficitului de cont curent. În literatura de specialitate această deplasare (*bias*) este cunoscută ca și „*Nickell bias*” (Wooldridge, 2001). Pentru estimarea prin această metodă am folosit întregul set de date.

O procedură alternativă este cea cunoscută sub numele de *two-stage least squares* sau *instrumental variables* (*IV* în continuare) sau estimatorul Anderson-Hsiao (Wooldridge, 2001). Respectiva procedură presupune o primă diferențiere a ecuației dinamice ce urmează a fi estimată. Acest fapt induce doar micșorarea corelației dintre valoarea variabilei anterioare și erori, dar nu eliminarea ei. Astfel, următorul pas constă în instrumentarea primei diferențe a valorii anterioare, cu un instrument valid, în cazul de față cea de-a doua diferență. Estimatorul este valid asimptotic, ceea ce motivează alegerea întregului panel de date pentru estimare.

Cea de-a treia metodă de estimare este și cea mai uzitată la nivel academic pentru asemenea modele. Este bazată pe metoda generalizată a momentelor (*GMM* în continuare) și a fost dezvoltată de Arellano și Bond (în Wooldridge, 2001). Prima etapă este similară cu cea descrisă mai sus. În cea de-a doua etapă, câștigul în eficiență apare din folosirea posibilă a mai multor relații de ortogonalitate pentru derivarea estimatorilor. Deoarece este aplicată metodologia folosită de Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004) și, având în vedere că numărul de observații nu este extrem de ridicat, cea de-a doua valoare anterioară a variabilei deficit de cont curent este folosită ca și instrument, iar condiția de moment impusă este:

$$E_t(\Delta erori_{it} * cont\ curent_{i,t-2}) = 0$$

Trebuie menționat că pentru implementarea acestei proceduri, datele pentru perioada 1995-2005 au fost folosite pentru fiecare țară (28 de țări au rămas după eliminarea extremelor din cadrul grupului *OECD*).

Deși superioare din punct de vedere asimptotic, ultimele două metode pot prezenta abateri (*bias*) în eșantioane finite. Oricum, după cum sugerează și Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004),

interesul se concentrează pe coeficienții pe termen lung, deoarece ei sunt cei care influențează dinamica contului curent structural.

### 3.2.2. Rezultate

Rezultatele estimărilor potrivit celor trei metode mai sus menționate, precum și relațiile pe termen lung sunt prezentate în tabelele alăturate. Trebuie remarcat că deși la nivelul estimatorilor se înregistrează o serie de diferențe, la nivelul relațiilor pe termen lung implicate acestea sunt minore, cu excepția variabilei venit relativ, care prezintă coeficienții diferiți la un nivel semnificativ.

Prima estimare cuprinde variabilele menționate cu excepția *REER*. Se poate observa că pentru *LSDV*, coeficienții au semnul așteptat și sunt semnificativi la 5 la sută, cu excepția deficitului fiscal și a venitului relativ care sunt semnificativi doar la 10 la sută. În plus, efectele fixe largi sunt probă pentru o relativ slabă performanță. Estimatorul *IV* produce coeficienți cu semn așteptat, cu excepția celui aferent  $\Delta$  valoare adăugată brută. În plus, coeficientul aferent deficitului fiscal este nesemnificativ implicând un anumit grad de validitate a echivalenței Ricardiene. Ultima metodă, cea bazată pe *GMM*, produce estimatori cu semn așteptat, cu mențiunea că cel aferent deficitului fiscal este semnificativ doar la 10 la sută.

**Tabel 3.2.2.1. Model Dinamic – specificare de bază**

Panel nebalansat: 1983-2005 (cu excepția <i>GMM</i> )	LSDV	t-stat	IV	t-stat	GMM	t-stat
<i>Cont curent (t-1)</i>	0,572	16,260	0,351	12,050	0,433	9,090
<i>Deficit fiscal</i>	0,064	1,870	0,055	1,270	0,088	1,760
$\Delta$ valoare adăugată brută	0,355	6,660	-0,247	-6,130	0,319	5,480
<i>Venit relativ</i>	0,0258	1,650	0,0365	1,600	0,0364	1,640
<i>Rata investițiilor</i>	-0,466	-8,920	-0,832	-15,530	-0,532	-8,440
<i>Rata cheltuielilor publice</i>	-0,144	-380	-0,202	-4,940	-0,148	-2,780
<i>R2</i>	0,680		0,570			

În pasul următor am introdus ca și variabilă dependentă și *REER*, reestimând modelul. Se poate observa că performanța modelelor este sensibil îmbunătățită iar coeficientul estimat pentru respectiva variabilă este semnificativ și are semnul așteptat în toate cele trei variante. În rest, aceleași probleme apar la nivelul celor trei grupe de estimatori. În plus, coeficientul aferent valorii anterioare a contului curent este similar între specificări, dar între tipurile de estimare înregistrează cel mai ridicat nivel pentru *LSDV*, urmat de *GMM* și *IV*.

**Tabel 3.2.2.2. Specificare alternativă**

Panel nebalansat: 1983-2005 (cu excepția <i>GMM</i> )	LSDV	t-stat	IV	t-stat	GMM	t-stat
<i>Cont curent (t-1)</i>	0,558	16,080	0,345	11,720	0,431	9,040
<i>Deficit fiscal</i>	0,078	2,320	0,061	1,610	0,081	1,690
$\Delta$ valoare adăugată brută	0,357	6,830	-0,240	-5,930	0,315	5,430
<i>Venit relativ</i>	0,0426	2,680	0,0379	1,460	0,0424	1,970
<i>Rata investițiilor</i>	-0,452	-8,780	-0,830	-15,480	-0,532	-8,460
<i>Rata cheltuielilor publice</i>	-0,100	-2,950	-0,202	-4,930	-0,130	-2,450
<i>REER</i>	-0,041	-4,030	-0,023	-1,950	-0,025	-2,03
<i>R2</i>	0,70		0,59			

Având în vedere aceste aspecte, precum și cele teoretice discutate anterior, modelul preferat este reprezentat de cea de-a doua variantă; în acest caz, estimatorul *GMM* este considerat ca fiind cel

mai de încredere. Deși referirile și graficele prezentate indică cei trei estimatori din cea de-a doua specificație, estimatorul *GMM* este cel preferat.

### ***Impactul imediat***

Potrivit estimatorului *GMM*, 43 la sută din valoarea anterioară a deficitului de cont curent sunt reflectate în deficitul efectiv. Astfel, deficitul de cont curent nu răspunde instantaneu la schimbările din sectorul real. Dintr-o creștere a deficitului fiscal, 8,1 la sută este reflectată într-o majorare a deficitului de cont curent. În plus, impactul pe termen lung este aproape dublu. Trebuie însă avută în vedere semnificația acestui coeficient doar la un nivel de 10 la sută. Creșterea valorii adăugate brute este consumată în proporție de aproximativ 70 la sută, iar restul de 30 la sută sunt economisiți și reflectați în contul curent.

La nivelul coeficientului venitului relativ, o valoare a acestuia cu 20 la sută peste medie la un moment dat generează, *caeteris paribus*, o scădere a deficitului cu 0,77 puncte procentuale. Astfel, țările cu rate de creștere înalte și venit relativ scăzut vor înregistra deficite mai ridicate în procesul de convergență, împrumutându-se pe baza veniturilor viitoare.

Existența unei rate a investițiilor și a celei a cheltuielilor publice cu 1 punct procentual fiecare peste media respectivă va genera o creștere a deficitului cu 0,53, respectiv 0,13 puncte procentuale. Pentru țările din *CEECs*, nevoia de restructurare va genera deficite crescute.

Efectul *REER*, deși scăzut, este, după cum am menționat, semnificativ din punct de vedere statistic. Spre exemplu, o supraapreciere a *REER* cu 20 la sută față de medie<sup>51</sup> la un moment dat generează o accentuare imediată a deficitului de cont curent doar cu 0,5 puncte procentuale. Efectul pe termen lung însă este mai ridicat.

Toate aceste aspecte reprezintă *efecte imediate* asupra deficitului. În următoarele paragrafe va fi discutat impactul pe termen lung, iar deficitele structurale, așa cum sunt definite aici, derivate.

### ***Impactul pe termen lung și deficitele structurale***

În calcularea coeficienților pe termen lung, urmând metodologia folosită de Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004), impactul schimbărilor în valoarea adăugată brută nu a fost luat în considerare, datorită presupusei persistențe scăzute a acestuia. În schimb, având în vedere performanța slabă a estimatorilor *LSDV* și efectele fixe ridicate, acestea din urmă nu au fost incluse în calcularea pozițiilor pe termen lung, spre deosebire de autorii menționați anterior care includ respectivele efecte (în cazul lor reduce).

Și în acest caz, deși toate cele trei seturi de relații sunt prezentate atât în tabel, cât și grafic, ultima, cea bazată pe *GMM*, este cea favorită. Se poate observa că dacă pentru rata investițiilor și a cheltuielilor publice coeficienții sunt relativ omogeni în cele trei seturi de relații, pentru ceilalți indicatori se înregistrează diferențe ridicate între cele trei categorii.

---

<sup>51</sup> Un *proxi* de altfel nu prea bun pentru o rată de echilibru, dar având în vedere dificultatea estimării unei rate de echilibru mai ales pentru grupul de țări *CEECs*, acest *proxi* este justificabil.

**Tabel 3.2.2.3. Relații pe termen lung-model alternativ**

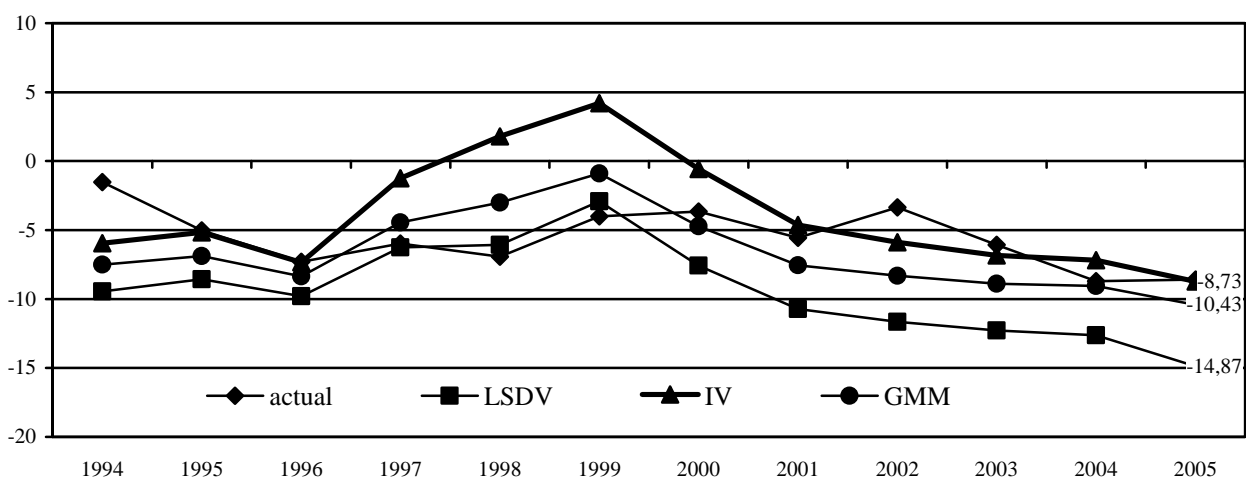
Panel nebalansat :1983-2005 (cu excepția GMM)	LSDV	IV	GMM
Deficit fiscal	0,177	0,092	0,142
Venit relativ	0,0966	0,0579	0,0744
Rata investițiilor	-1,022	-1,266	-0,935
Rata cheltuielilor publice	-0,227	-0,308	-0,228
REER	-0,093	-0,035	-0,044

Pe baza respectivelor relații, seriile cu deficitul implicat de cele trei variante expuse au fost derivate pentru fiecare țară. Graficul 1 din Anexă prezintă evoluția acestora pentru toate țările CEECs. Pentru o mare parte dintre acestea, evoluția curentă nu este diferită major de cea sugerată de impactul factorilor reali, mai ales pentru ultimele perioade, cu excepția unor țări precum Cipru și Malta.

*Astfel, o creștere cu 1 punct procentual a deficitului fiscal (de exemplu, de la -3 la -4 la sută) generează o creștere a deficitului de cont curent cu 0,14 puncte procentuale. Pe termen lung, existența unei rate a investițiilor/PIB peste media înregistrată pentru grupul de țări OECD va fi reflectată în proporție de 93,5 la sută în deficitul de cont curent, spre deosebire de rata cheltuielilor publice, a cărei variație va fi reflectată doar în proporție de 22,8 la sută în evoluția deficitului de cont curent. O supraapreciere la un moment dat a REER cu 20 la sută față de media pentru țara respectivă va fi reflectată într-o creștere cu aproximativ 1 punct procentual a deficitului, în timp ce un venit relativ aflat într-o perioadă la nivelul a 70 la sută din medie contribuie la creșterea cu aproximativ 2,6 puncte procentuale a nivelului înregistrat de deficitul de cont curent.*

Pentru România se poate observa că estimatorul LSDV prezintă o evoluție diferită, sugerând un nivel structural al deficitului extern mult mai ridicat cel puțin pentru ultima perioadă. Însă, după cum am menționat, acest estimator este deplasat datorită caracterului dinamic al modelului.

**Graficul 3.2.2. Deficitele estimate și deficitul efectiv pentru România**



La nivelul variabilelor considerate, pentru majoritatea anilor analizați, **România** prezintă:

- Un deficit fiscal moderat, astfel încât impactul acestuia asupra deficitului de cont curent este minor;

- Un venit relativ mult sub media pentru întreg eșantionul (la nivelul anului 2005, PIB *per capita* – în dolari SUA la paritatea puterii de cumpărare (PPP) – era estimat ca fiind 8 540 dolari, în timp ce media pentru întreg eșantionul pentru același an era de 24 121 dolari) – această variabilă contribuind decisiv la formarea deficitului de cont curent;
- O rată a investițiilor/PIB peste media grupului *OECD*, acest fapt contribuind și el la accentuarea deficitului de cont curent;
- O rată a cheltuielilor publice sub media *OECD*, aceasta contribuind în sensul reducerii deficitului;
- Cursul de schimb real efectiv în 2005, supraapreciat din 2000 față de media pentru 1994-2005, contribuie la creșterea deficitului cu aproximativ 1,5 puncte procentuale.

***Concluzie: Estimatorul preferat, respectiv GMM, și evoluția reală a deficitului extern, indică că România, la nivelul anului 2004, a avut un deficit de cont curent efectiv egal cu cel structural, iar în 2005, deficitul efectiv se situa puțin sub cel sugerat prin înlăturarea influențelor ciclice. Aceste aspecte, împreună cu un venit relativ scăzut, sugerează că, dintr-o perspectivă intertemporală, este perfect rațional ca aceste deficite să existe. În plus, având în vedere că respectivele deficite reflectă probleme structurale existente la nivelul economiei românești, este foarte probabil ca acestea să persiste pe parcursul procesului de convergență, urmând o traiectorie descendentă odată cu reducerea discrepăței dintre venituri și satisfacerea surplusului de investiții necesare pentru restructurarea economiei. În plus, persistența pe termen scurt a deficitului este susținută și de faptul că, potrivit estimării efectuate, 43 la sută din valoarea anterioară a deficitului de cont curent se reflectă în deficitul actual.***

## MODELUL 4: Derivarea nivelului deficitului de cont curent care menține ponderea datoriei externe în PIB constantă

### 4.1. Descrierea modelului

Cel de-al doilea model este relativ mai simplu, dar se bazează pe o serie de presupuneri relativ puternice. Principala lucrare în care acesta este dezvoltat este Zanghieri (2004)<sup>52</sup>. Modelul pornește de la constrângerea bugetară dinamică, respectiv ecuația (1.3) din primul model.

Utilizând relația (1.3), respectiv:

$B_{t+1} - B_t = Y_t + r * B_t - C_t - I_t - G_t$ , împărțind cu  $Y_t$  și rearanjând se obține:

$$\begin{aligned} b_{t+1}(1+g)(1+\varepsilon) - b_t &= q_t + r * b_t \\ (b_{t+1} - b_t)(1+g)(1+\varepsilon) &= (q_t + (r - g - \varepsilon - g * \varepsilon) * b_t) \\ (b_{t+1} - b_t) &= \frac{(q_t + (r - g - \varepsilon - g * \varepsilon) * b_t)}{(1+g)(1+\varepsilon)} \quad (4.1) \end{aligned}$$

unde:

- b – datoria externă ca procent din PIB
- r – rata reală a dobânzii
- g – rata de creștere a PIB real
- $\varepsilon$  – rata de apreciere reală a monedei
- q – balanța comercială ca procent din PIB

Următorul pas constă în determinarea aceluși nivel al deficitului balanței comerciale care este compatibil cu menținerea unei ponderi constante a datoriei externe în PIB. Astfel în „*steady state*”,  $b_{t+1} = b_t = \dots = b$  și relația (4.1) devine:

$$\begin{aligned} 0 &= \frac{(q_t + (r - g - \varepsilon - g * \varepsilon) * b)}{(1+g)(1+\varepsilon)} \Rightarrow \\ q_t &= -(r - g - \varepsilon - g * \varepsilon) * b \quad (4.2) \end{aligned}$$

Doisy și Herve (2003) și Zanghieri (2004) modifică relația (4.2), pentru a lua în considerare că o parte din deficitul extern al respectivelor țări este finanțat prin instrumente care nu creează datorie<sup>53</sup>, precum fluxurile de investiții străine directe. Astfel, dacă investițiile străine directe sunt luate în calcul, nivelul sustenabil al contului curent ca procent din PIB care este compatibil cu menținerea unei ponderi constante a datoriei externe în PIB, poate fi scris ca:

$$\overline{ca} = -b * (r - \varepsilon - g - \varepsilon * g) - fdi ,$$

unde:

- fdi – ponderea fluxului de investiții străine nete în PIB.

<sup>52</sup> Alte lucrări: Milesi-Ferretti G. M., Razin (1996).

<sup>53</sup> Chiar dacă stocul de investiții străine directe nu afectează direct datoria, eventuale influențe există, spre exemplu prin fluxurile de profituri repatriate, a căror volatilitate poate afecta negativ balanța externă.



## 4.2. Valori utilizate și nivelul rezultat

Valorile de bază asumate au fost:

$b = 35\%$  consistent cu trendul actual al datoriei externe

$r = 2,5\%$  (ajustată la România) pentru toate scenariile,

iar pentru fiecare scenariu:

### Scenariul 1

$g = 6,26\%$  – sursa: programul economic de preaderare (PEP)

$e = -4\%$  – calculată din PEP ca diferență între aprecierea nominală și inflația domestică (medii anuale 2006-2008) și inflația externă (asumată ca fiind 2 la sută)

$fdi = 3,7\%$  – medie 2006-2008 (PEP)

### Scenariul 2:

$g = 5,3\%$  – Consensus Forecasts Global Outlook: 2005-2015 (medie 2006-2008)

$e = -7,7\%$  – valoare PEP ajustată cu un efect Balassa-Samuelson de 3,5 la sută<sup>54</sup>

$fdi = 4,7\%$  – medie 2006-2008 PEP, plus un efect al fondurilor structurale UE (1 la sută)

**Scenariul 3:** valori pentru investițiile străine directe și creșterea economică consistente cu evoluțiile recente.

Rezultatele sunt sensibile la valorile asumate. Astfel, scenariile care presupun o scădere simultană a investițiilor străine directe și a creșterii economice generează valori ale deficitului mai mici sau sensibil egale decât în scenariile de bază.

**Tabel 4.2.1. Valori medii 2006-2008**

Scenariul 1	Scenariul 2	Scenariul 3
$b = 35\%$	$b = 35\%$	$b = 35\%$
$r = 2,5\%$	$r = 2,5\%$	$r = 2,5\%$
$g = 6,26\%$	$g = 5,3\%$	$g = 6\%$
$e = -4\%$	$E = -7,7\%$	$e = -4\%$
$Fdi = 3,7\%$	$Fdi = 4,7\%$	$Fdi = 7\%$
<b>CA = -3,87%</b>	<b>CA = -6,55 %</b>	<b>CA = -7,26%</b>
Scenariu alternativ <sup>55</sup> :	Scenariu alternativ:	
$g = 4\%$	$g = 4\%$	
$Fdi = 3\%$	$Fdi = 3\%$	
<b>CA = -3,93%</b>	<b>CA = -5,27%</b>	

**Concluzie:** Rezultatele prezentate indică pentru 2006-2008 o valoare a deficitului cuprinsă între -3,87 la sută și -7,26 la sută în funcție de presupunerile efectuate cu privire la rata creșterii economice, gradul de apreciere reală a monedei și fluxul de investiții străine directe. Trebuie reamintit că acest nivel reprezintă deficitul de cont curent care este sustenabil prin menținerea constantă a ponderii datoriei externe în PIB.

<sup>54</sup> Această valoare este sugerată de cercetarea realizată de Halpern și Wyplosz (2001).

<sup>55</sup> Toate celelalte valori rămân la valorile menționate anterior.

## CONCLUZII

Lucrarea de față a încercat, printr-o abordare exclusiv tehnică, să ofere o serie de răspunsuri la dezbaterile privind evoluțiile recente ale deficitului de cont curent al României, prin analiza a patru modele. Rezultatele obținute indică în general sustenabilitatea, dar și persistența atât pe termen scurt, cât și mediu, a deficitului de cont curent al României.

Primul model este modelul clasic al contului curent bazat pe optimizarea intertemporală de către agenți a consumului în dorința lor de a evita fluctuații majore ale acestuia pe parcursul vieții. Principala implicație a modelului este că o țară va înregistra în prezent un deficit de cont curent în măsura în care sunt așteptate creșteri ale producției (valoarea adăugată brută) în viitor. Spre exemplu, dacă comportamentul deficitului de cont curent este similar cu cel optim prevăzut de model, deficitul de cont curent al României ar putea fi determinat tocmai de către așteptările consumatorilor de a avea niveluri viitoare ale veniturilor în creștere. Astfel, deficitul este sustenabil în măsura în care reflectă așteptările raționale ale agenților, iar în acest caz intervenția autorităților prin diverse măsuri nu este justificată. Pentru România, modelul nu oferă o concluzie clară privind sustenabilitatea deficitului, fiind confirmate implicații care susțin atât sustenabilitatea, cât și nesustenabilitatea acestuia, în condițiile în care performanța modelului este relativ bună.

Cel de-al doilea model confirmă sustenabilitatea deficitului actual de cont curent, dar gradul de performanță al modelului este scăzut. Potrivit acestuia, un șoc permanent al productivității specifice unei țări ar trebui să aibă un efect mai mare asupra deficitului de cont curent decât creșterea investițiilor ca urmare a decalajului de timp necesar ajustării capitalului și a modificării așteptărilor privind creșterea venitului permanent față de venitul curent (economii scad, consumul crește). Oricum, efectul productivității asupra deficitului de cont curent este slab semnificativ statistic și de semn contrar celui așteptat, fiind totodată și mult mai mic decât efectul asupra investițiilor. Totuși, o relație inversă între contul curent și rata investițiilor este confirmată, fapt regăsit și în cadrul celui de-al treilea model. Nivelul deficitului de cont curent estimat pentru perioada martie 2004-martie 2005 este de -8,4 la sută.

Cel de-al treilea model, de altfel cel mai complex, pornește de la două observații empirice, respectiv persistența nivelurilor deficitelor de cont curent și existența unui impact din partea politicii fiscale, respectiv a deficitului fiscal, care în varianta clasică, respectiv validitatea echivalenței Ricardiene, este compensat de mișcări contrare la nivelul balanței dintre economii și investiții a sectorului privat. Astfel, modelul standard<sup>56</sup> este modificat prin introducerea *habit persistence* și prepunerea că echivalența Ricardiană nu se manifestă.

Ecuția estimată este una dinamică, iar variabilele, așa cum sunt definite în cadrul lucrării și care explică *variațiile pe termen lung* în deficitul de cont curent, sunt: venitul relativ, rata investițiilor, rata cheltuielilor publice, cursul de schimb real efectiv și deficitul fiscal<sup>57</sup>. În plus, estimările sunt efectuate pentru un panel de 28 de țări, pentru a crește acuratețea estimărilor econometrice, care pentru primele două modele în special, datorită seriilor scurte de date, pot fi afectate negativ.

Estimările efectuate relevă că România, la nivelul anului 2004, a avut un deficit de cont curent efectiv egal cu cel structural, iar în 2005, deficitul efectiv se situa puțin peste cel indicat prin înlăturarea influențelor ciclice. Acest aspect, împreună cu implicațiile unui venit relativ scăzut,

<sup>56</sup> Aproximativ echivalent cu ecuațiile 1.1-1.7 pentru primul model.

<sup>57</sup> Impactul acestuia este relativ minor, iar coeficientul estimate este semnificativ doar la 10 la sută în unele dintre cazuri.

sugerează că, dintr-o perspectivă intertemporală, este perfect rațional ca aceste deficite să existe și sunt în consecință sustenabile. În plus, având în vedere că deficitele reflectă probleme structurale existente la nivelul economiei românești, este foarte probabil ca acestea să persiste pe parcursul procesului de convergență, urmând o traiectorie descendentă odată cu reducerea discrepantei dintre venituri și satisfacerea surplusului de investiții necesare pentru restructurarea economiei. În plus, persistența pe termen scurt este susținută și de faptul că, potrivit estimării efectuate, 43 la sută din valoarea anterioară a deficitului de cont curent se reflectă în deficitul înregistrat efectiv.

Sustenabilitatea *ex ante* este implicită la nivelul celei de-a patra abordări, în sensul că modelul urmărește determinarea aceluși deficit de cont curent care este consistent cu menținerea unei ponderi constante a datoriei externe în PIB. Oricum, nivelurile rezultate sunt inferioare deficitului de cont curent existent în realitate, ceea ce implică faptul că manifestarea *continuă* a unor deficite peste nivelurile calculate va fi reflectată într-o creștere continuă a datoriei externe cu impact negativ asupra sustenabilității deficitului de cont curent. Presupunerea asumată sunt puternice, iar rezultatele sunt sensibile la valorile avute în vedere. Astfel, scenariile care presupun o scădere simultană a investițiilor străine directe și a creșterii economice generează valori ale deficitului apropiate sau mai mici decât în scenariile de bază, corelate cu menținerea constantă a raportului datorie externă/PIB. Valorile medii calculate pentru perioada 2006-2008 sunt: -3,87 la sută, respectiv -6,55 la sută și -7,26 la sută pentru cele trei scenarii de bază, iar cele două scenarii alternative indică deficite de -3,93 la sută și -5,27 la sută.

Trebuie menționat că o astfel de analiză econometrică, prin apelarea la o serie de modele, presupune asumarea supozițiilor existente în cadrul acestora, unele dintre ele reprezentând o simplificare a realității<sup>58</sup>. De aici rezultă nevoia unei analize alternative, calitative, care va completa lucrarea de față<sup>59</sup>. Avantajele acestei abordări constau însă în posibilitatea de a oferi o serie de rezultate numerice clare, lucru de altfel greu de surprins printr-o analiză calitativă.

Deși o concluzie unitară pe baza a patru modele diferite este dificil de a fi realizată, rezultatele indică în general sustenabilitatea, dar și persistența atât pe termen scurt, cât și mediu, ale deficitului de cont curent al României.

---

<sup>58</sup> De exemplu, posibilitatea de împrumutare la nivel internațional la o rată reală a dobânzii constantă și fără primă de risc.

<sup>59</sup> Copaciu, M.; Racaru, I. (2006) – „Echilibrul extern al României: o abordare calitativă”.

Medii ale variabilelor folosite pentru grupul de țări CEECs<sup>60</sup> (1994-2005\*)

	Cont curent (% din PIB)			Investiții (% din PIB)	Deficit bugetar (% din PIB)	Cheltuieli publice (% din PIB)	PIB <i>per capita</i> (\$ la PPP)
	medie	min <sup>61</sup>	max	medie	medie	medie	Medie
Bulgaria	-3,86	-14,90	10,09	17,34	-2,03	41,09	6 427,23
Croația	-5,95	-13,92	3,80	25,26	-3,83	51,56	8 810,19
Cehia	-42	-6,75	-2,00	28,55	-2,33	40,89	13 957,56
Estonia	-8,55	-12,75	-20	29,20	0,15	37,26	10 100,51
Ungaria	-7,07	-9,76	-3,75	25,91	-35	51,83	11 907,20
Letonia	-6,20	-12,34	5,54	24,03	-1,82	37,52	7 784,78
Lituania	-7,63	-11,70	-2,22	22,46	-3,47	35,09	9 088,32
Polonia	-2,97	-7,59	1,03	20,84	-3,07	222	9 492,05
România	-5,55	-8,7	-1,51	22,59	-3,25	33,70	6 250,56
Slovacia	-4,95	-10,04	34	28,53	-3,65	444	11 487,97
Slovenia	-0,31	-3,24	4,00	24,54	-1,58	45,08	17 052,93
Turcia	-1,63	-5,90	2,33	23,30	-8,48	32,68	60 719
Malta	-7,97	-13,60	0,29	240	-7,40	49,30	159 815
Cipru	-3,19	-6,10	3,10	19,71	-3,44	38,23	17 228,53

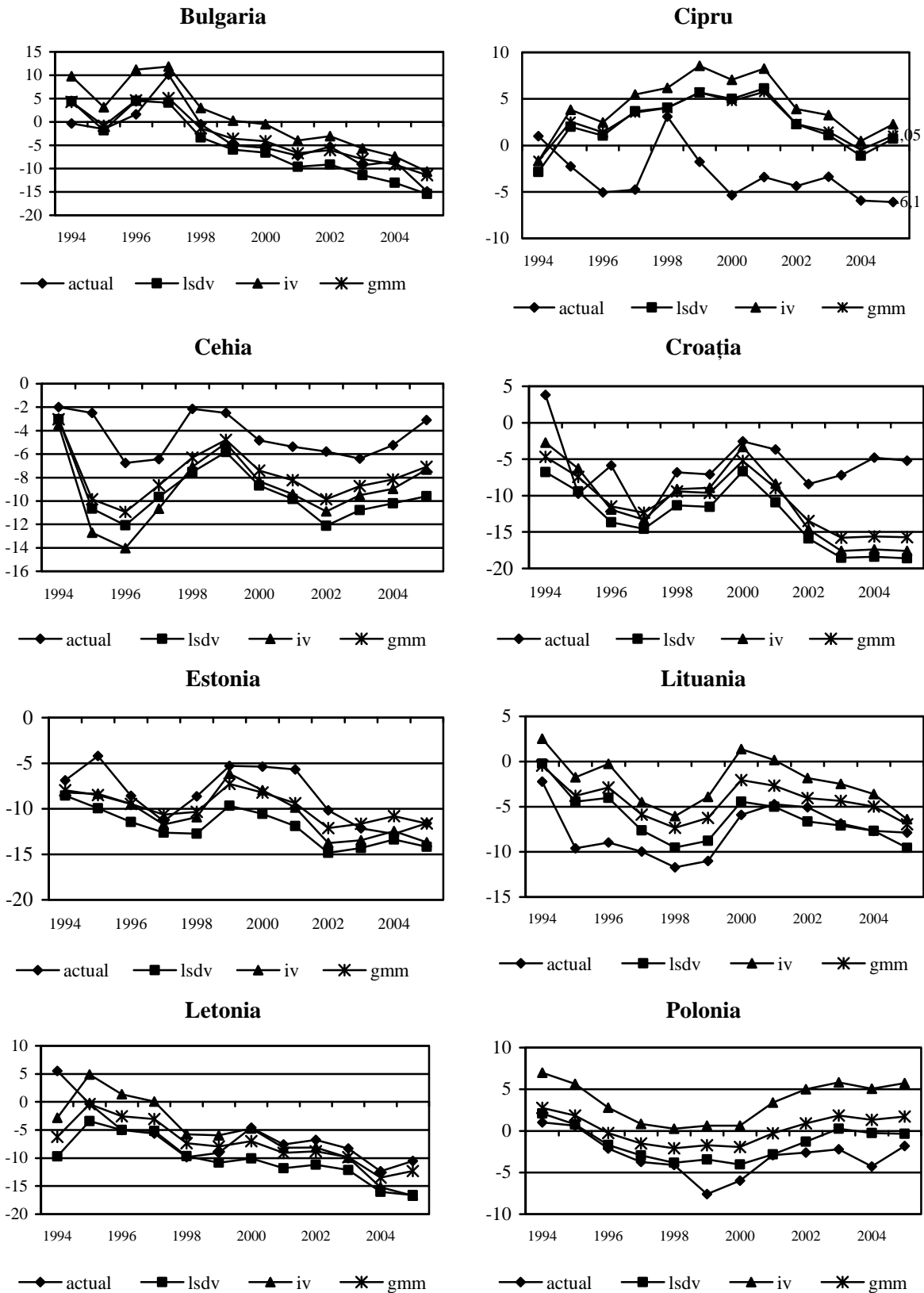
\* valori preliminare pentru 2005

Sursa: Bloomberg (conform EIU) și BNR

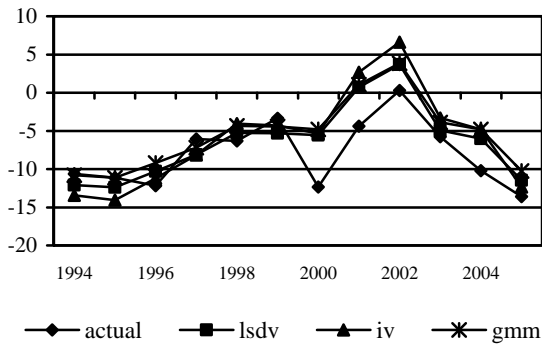
<sup>60</sup> UE 10, România, Bulgaria, Turcia și Croația.

<sup>61</sup> Minimul reprezintă de fapt valoarea maximă înregistrată de deficitul de cont curent.

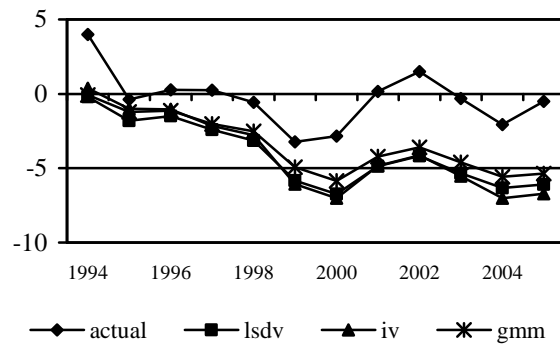
**Graficul 1. Deficitele de cont curent actual și cele estimate pentru grupul de țări CEECs (1994-2005)**



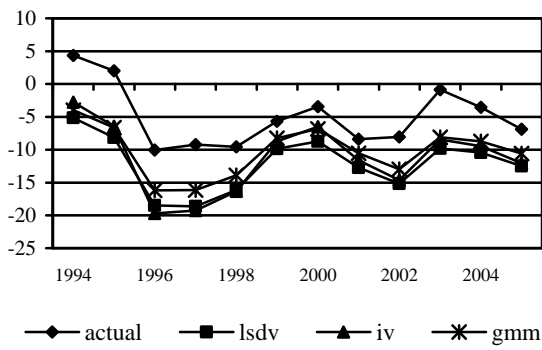
**Malta**



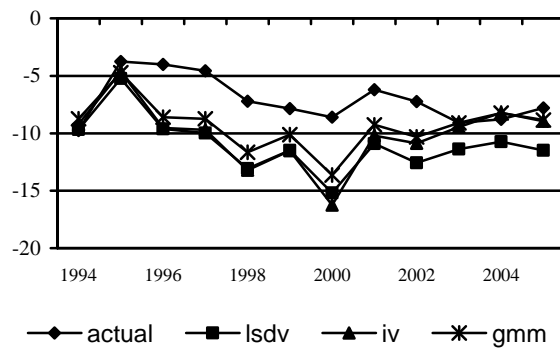
**Slovenia**



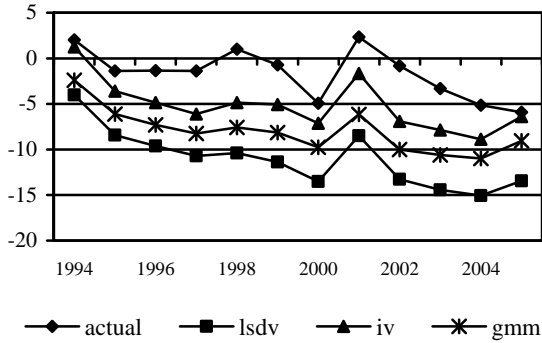
**Slovacia**



**Ungaria**



**Turcia**



## **BIBLIOGRAFIE**

- Bussiere, Frazscher și Muller (2004)** *Current Account Dynamics in OECD and EU Acceding Countries- An Intertemporal Approach*, ECB Working Paper 311
- Campbell, John (1987)** *Does saving anticipate declining labour income? An alternative of the permanent income hypothesis*, *Econometrica*, 55
- Comisia Națională de Prognoză (2005)** *Programul economic de preaderare, Ediția 2005*, [www.cnp.ro](http://www.cnp.ro)
- Copaciu, M. și Racaru, I. (2006)** *Echilibrul extern al României – o abordare calitativă*, BNR, în curs de apariție
- Doisy H., Herve K. (2003)** *“Les Implications des déficits courants des PECO”*, *Economie Internationale*, no. 95
- Fondul Monetar Internațional (2003)** *Republic of Estonia: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Country Report
- Glick, R. și Rogoff, K. (1992)** *Global versus country specific productivity shocks and the current account*, NBER Working Paper nr. 4140
- Gosh, A.R. și Ostry, J.D. (1995)** *The Current Account in the Developing Countries: A Perspective from the Consumption Smoothing Approach*, *The World Bank Economic Review*, Vol. 9
- „Hakio, S. și Rush, M. (1991)** *Is the Budget Deficit Too Large?*, *Economic Inquiry*, 429-445.
- Halpern, L. și Wyplosz, C. (2001)** *Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection*, UNECE 2001/1 Chapter 6 pages 227-239, [www.unece.org/ead/ead\\_h.htm](http://www.unece.org/ead/ead_h.htm) – occasional papers
- Milesi-Ferrretti G. M., Razin, A. (1996)** *Sustainability of Persistent Current Account Deficits*, NBER Working Paper, nr. 5467
- Obstfeld, M., Rogoff, K. (1996)** *Foundation of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge M.A.
- Otto, G. (1992)** *Testing a Present Value Model of the Current Account: Evidence from U.S. and Canadian Time Series*, *Journal of International Money and Finance*, No. 11
- Wooldridge, J.M (2001)** *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press
- Zanghieri, P. (2004)** *Current Account Dynamics in new EU members: Sustainability and Policy Issues*, CEPII Working Paper, 2004