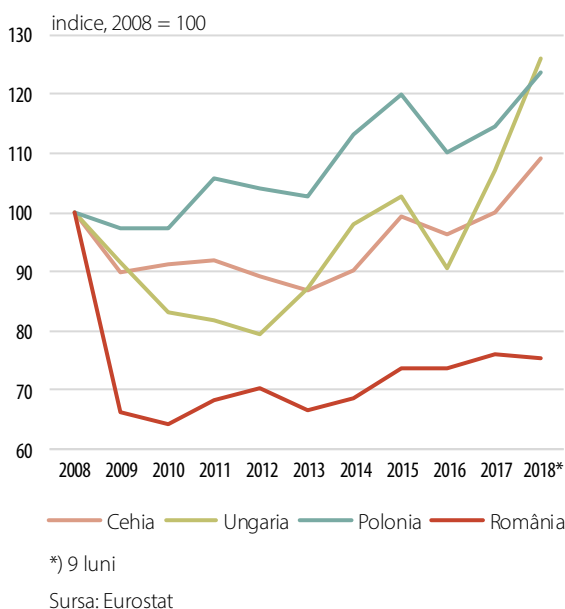


Caseta 1. Evoluția investițiilor în perioada recentă: câteva coordonate

În ultimii ani, investițiile din România au fost mai degrabă fragile, nivelul acestora continuând să se plaseze la ora actuală mult sub vârful atins în 2008, spre deosebire

Grafic A. Evoluția formării brute de capital fix



de celelalte economii emergente din regiune (Grafic A). Odată cu îmbunătățirea condițiilor de cerere, începând din anul 2014, segmentul construcțiilor de clădiri a consemnat o redresare, care nu a reușit însă decât să limiteze amplitudinea ecartului investițiilor în construcții față de nivelul maxim precriză, până la circa -10 la sută în anul 2017¹, dată fiind absența tracțiunii din partea construcțiilor ingineresti. Mai mult, nici anul 2018 nu pare a schimba această imagine, având în vedere că în primele 11 luni construcțiile noi și reparațiile capitale s-au restrâns cu peste 6 la sută în volum. Pe filiera echipamentelor, situația este și mai puțin favorabilă – nivelul investițiilor se plasa în anul 2017 cu circa o treime sub cel înregistrat în anul 2008 (diferența amplificându-se ulterior anului 2013), fiind foarte greu de crezut că avansul achizițiilor de utilaje din primele trei trimestre ale anului 2018 a

fost suficient pentru închiderea ecartului. Prezenta analiză își propune să ofere câteva coordonate cu privire la activitatea investițională derulată pe plan local în intervalul 2014-2017, folosind informații dezagregate aferente acumulării de capital.

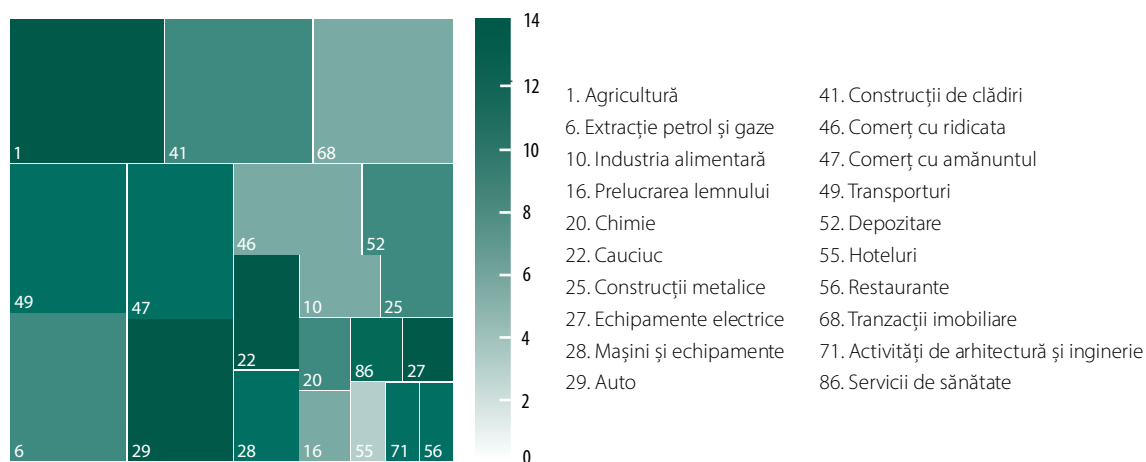
Profilul sectorial al investițiilor²

Efervescența din perioada 2014-2017 a construcțiilor de clădiri a indus creșteri proeminente ale immobilizărilor corporale în sectorul de profil, dar și în cel al tranzacțiilor imobiliare (cu repercusiuni și în planul întetirii activității investiționale din domeniul conax al industriei construcțiilor metalice). Susținerea celor două domenii pentru formarea brută de capital fix de la nivelul economiei a crescut gradual în intervalul menționat – acestea s-au numărat printre sectoarele cu cele mai ridicate investiții brute (Grafic B), cumulând în 2016-2017 circa un sfert din nivelul agregat.

¹ Conform datelor AMECO.

² Secțiunea utilizează date la nivel microeconomic privind acumularea de capital a firmelor, disponibile până în anul 2017, având drept sursă Ministerul Finanțelor Publice și care sunt agregate la nivel de diviziune CAEN. Sunt avute în vedere investițiile brute, determinate ca diferență între valoarea activelor de tipul immobilizărilor corporale de la finalul anului și cea de la începutul anului, respectiv investițiile nete, care exclud mai departe amortizările și ajustările de valoare. Nivelul de detaliere a datelor nu a permis luarea în considerare a evoluției immobilizărilor necorporale relevante din perspectiva activității investiționale, existând posibilitatea unei subestimări a importanței investițiilor din unele sectoare (de exemplu, cel de IT&C).

Grafic B. Investițiile brute în perioada 2014-2017 – sectoarele cele mai relevante



Notă: Sectoarele nominalizate acoperă circa 80 la sută din totalul investițiilor brute din economie. În grafic, ponderea fiecărui sector (care corespunde dimensiunii dreptunghiului asociat) a fost normalizată pe baza ponderii cumulate a sectoarelor considerate. Intensitatea colorării are la bază rata investițiilor brute, nuanțele mai închise corespund unor valori mai ridicate.

Sursa: MFP, calcule BNR

Sectorul agricol a beneficiat la rândul său de investiții robuste (antrenate de absorbția fondurilor europene, dar și de prezența pe plan local a unor importanți operatori internaționali, care au urmărit să își amelioreze capacitatea logistică), reprezentând în medie, în perioada 2014-2017, circa 9 la sută din formarea brută de capital fix a economiei. În plus, parcursul investițiilor a fost în general mai puțin fluctuant ulterior declanșării crizei economice, relevând sensibilitatea mai scăzută a activității investiționale în agricultură la factorul ciclic.

Totodată, investiții substanțiale s-au realizat și în ramuri industriale care s-au evidențiat pozitiv în perioada postcriză pe multiple paliere (producție, exporturi și/sau angajări), precum industria mijloacelor de transport, cea a echipamentelor electrice, ramura de mașini și echipamente și cea a cauciucului și maselor plastice. Acumularea de capital a început să se amplifice gradual începând din 2014, astfel încât la finele anului 2017 acestor domenii le revenea o pondere de circa 15 la sută din investițiile brute totale. Parcursul este legat de ameliorarea contextului extern (creșterea economică medie a zonei euro în perioada 2014-2017 s-a plasat la 2 la sută pe an, față de 0,6 la sută în perioada 2010-2013), având în vedere orientarea către exporturi a acestor activități.

Acumularea de capital în alte domenii industriale a fost în general mai temperată în ultimii ani (în contextul unor rate³ mai degrabă reduse ale investițiilor) sau cu impact mai restrâns la nivel agregat. Astfel, în sectorul chimic, ulterior unui elan investițional în 2014-2015, susținut de operațiunile de re tehnologizare derulate de un important operator, demersurile în această direcție s-au estompat, inclusiv pe fondul absenței unui imbold din partea evoluției cotațiilor la nivel internațional. Influența celui din urmă factor pare a se fi extins și în cazul sectorului extractiv, reducerea apetitului investițional începând cu anul 2015 având loc odată cu declinul cotației Brent, în timp ce în cazul sectorului de producție și furnizare a energiei

³ Rata investițiilor este definită raportând valoarea investițiilor la valoarea inițială a capitalului.

electrice deteriorarea acumulării de capital fix a început chiar mai devreme, în contextul modificărilor legislative operate în domeniu.

Dincolo de aceste influențe, este surprinzătoare lipsa de efervescență a investițiilor în unele ramuri industriale care ar trebui să fie mai sensitive la redresarea condițiilor de cerere și la îmbunătățirea încrederii în economie. Un exemplu important este reprezentat de industria alimentară, care cumulează circa 10 la sută din producția industrială a României. În pofida spațiului creat de stimulii fiscali semnificativi (inclusiv măsura adresată direct segmentului, de extindere a cotei reduse a TVA pentru toate alimentele din luna iunie 2015), aceasta a înregistrat un avans modest al ratei investițiilor (de 1-2 puncte procentuale), până la circa 5 la sută în medie pe an în perioada 2016-2017 în cazul investițiilor brute, respectiv 1,4 la sută în cazul celor nete. Situația contrastează cu cea din comerțul cu amănuntul, activitate caracterizată în manieră similară de condiții favorabile de cerere, unde rata investițiilor brute aproape s-a triplat, de la 4 la sută în anul 2014 la 11 la sută în anul 2017 (în timp ce rata investițiilor nete s-a majorat gradual de la 3 la sută în 2014 până la 7 la sută în anul 2017). De altfel, întregul sector comercial⁴ a ajuns să cumuleze în anul 2017 aproximativ 16 la sută din investițiile autohtone. Explicarea acestor diferențe presupune implicit investigarea altor potențiali determinanți ai investițiilor, demers a cărui concretizare se bazează pe realizarea unor estimări econometrice folosind date la nivel de firmă.

Factori de influență a investițiilor: analiză microeconomică

Considerații teoretice

Fără îndoială, evoluția investițiilor unui operator economic depinde și de poziția sa financiară – este posibil ca oportunitățile de a investi să apară, dar firma să nu le poată urma pentru că nu dispune de resurse interne, iar accesul la finanțare externă să fie îngrădit, eventual de datoriile acumulate anterior. Bineînțeles, este posibil ca acestea din urmă să fi avut un rol benefic la momentul contractării lor, făcând chiar posibilă derularea unor investiții. Totuși, în prezent, ele se transformă într-un factor restrictiv, oglindindu-se într-o diminuare a disponibilităților interne, prin cheltuielile cu dobânzile, precum și într-o reducere a capacității firmei de a atrage noi împrumuturi, pe seama creșterii costurilor de finanțare ca urmare a asocierii unui risc mai ridicat de nerambursare. Cu toate că ar fi plauzibil ca îndatorarea să reprezinte într-adevăr o constrângere numai în cazul unor niveluri mai ridicate⁵, Gebauer *et al.* (2017) pun în evidență faptul că, în perioada postcriză, un avans al îndatorării a avut un efect inhibitor asupra investițiilor nu doar atunci când efectul de levier a fost excesiv, ci și pentru valori mai mici (chiar dacă amplitudinea influenței este diminuată). În același timp, menținerea mai îndelungată a efectului de levier la un nivel mai redus creează spațiul financiar care permite amplificarea ulterioară a cheltuielilor de capital ale firmei (Ferrando *et al.*, 2014). Unele studii (de exemplu Beck *et al.*, 2005 sau Ferrando și Mulier, 2015) au rafinat suplimentar dezbaterile referitoare la efectele constrângerilor financiare cu ajutorul

⁴ Diviziunile CAEN 45 (comerț auto), 46 (comerț cu ridicata) și 47 (comerț cu amănuntul).

⁵ Unele lucrări de specialitate au evidențiat faptul că, pe lângă nivelul îndatorării, și structura acesteia contează – de exemplu, Kalemli-Özcan *et al.* (2018) observă, în context postcriză, un impact negativ al ponderii datoriilor pe termen scurt asupra investițiilor – dar și caracteristicile băncii cu care firma este în legătură.

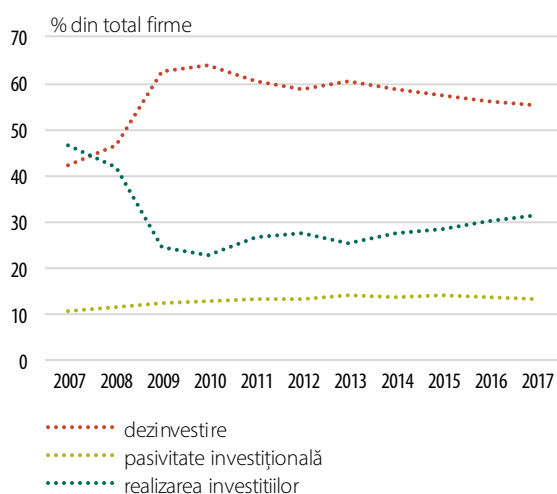
unor sondaje care oferă informații mai detaliate cu privire la relația dintre firme și bănci. Astfel, pot fi observate diferite forme de manifestare a accesului deficitar la finanțare din surse externe: cereri de creditare respinse, acordarea unor sume mai mici decât cele solicitate sau chiar așa-numiții „debitori descurajați” (*discouraged borrowers*) – firme care, cu toate că au nevoie de un împrumut, nici măcar nu întreprind demersuri pentru contractarea acestuia, deoarece consideră că solicitarea le va fi oricum respinsă. În unele cazuri, aceste fricțiuni pot determina o reorientare către creditul comercial (Petersen și Rajan, 1997; Casey și O’Toole, 2014).

O situație financiară favorabilă, dublată de condiții propice din perspectiva cererii, poate fi însă insuficientă pentru demararea unei investiții, dacă firma acționează într-un cadru guvernat de incertitudini sporite cu privire la evoluțiile viitoare (Fuss și Vermeulen, 2004; Bloom, 2009); ajustarea cu o primă de risc mai mare a estimărilor pentru veniturile generate de proiect poate împinge valoarea sa actualizată netă, element decisiv în evaluarea unei investiții, în teritoriul negativ. De asemenea, vârsta firmelor sau dimensiunea lor (evaluată de obicei în funcție de numărul salariaților) apar frecvent în literatura de specialitate printre potențialii determinanți ai comportamentului investițional.

Exercițiu empiric

În cadrul prezentei analize, modelarea legăturii dintre investiții și factorii lor de influență are în vedere faptul că acumularea de capital este în sine un proces cu o derulare foarte neuniformă. Practic, investițiile firmelor sunt adesea caracterizate de perioade cu variații modeste, urmate pe alocuri de salturi importante (*investment spikes*), aspect preluat mai rar în modelele teoretice macroeconomice, în cadrul cărora traiectoriile sunt mai puțin volatile și mai persistente (ca urmare, traiectoria

Grafic C. Distribuția firmelor în funcție de regimul investițional*



*) investiții nete

Sursa: MFP, calcule BNR

răspunsului investițiilor la un șoc are o formă de cocoșă). De altfel, studii derulate pe baza unor date la nivel microeconomic au relevat faptul că evoluția investițiilor pe ansamblul întregii economii poate fi explicată suficient de fidel cu ajutorul frecvenței cu care apar salturile acumulării de capital (Nilsen și Schiantarelli, 2003; Gourio și Kashyap, 2007). În acest context, este indicată utilizarea unor metode econometrice care evaluează probabilitatea de apariție a acestor salturi (Grazzi *et al.*, 2016). Pornind de la aceste considerații, informațiile cu privire la variația stocului de imobilizări corporale ale firmelor de pe plan local au fost prelucrate în sensul construirii unei variabile discrete cu trei valori posibile, semnalând tot atâtea regimuri (stări) ale acumulării de capital: dezinvestire, pasivitate investițională și, respectiv, realizarea de investiții⁶ (Grafic C).

⁶ Pentru construirea variabilei discrete, variația stocului de imobilizări corporale a fost comparată cu nivelul de ± 5 la sută, selectarea unui prag de amplitudine mai redusă putând conduce la interpretarea unor operațiuni regulate de mentenanță drept investiții.

Mai departe, această variabilă a fost utilizată în cadrul unui model de tip *ordered probit*, care permite evaluarea factorilor ce conduc la migrarea unei firme de la o stare la alta. Generic, modelul poate fi scris astfel:

$$\Delta K_{i,j,t}^* = \beta X_{i,t} + \theta Z_{i,t} + \phi Q_{j,t} + \alpha_j + \iota_t + \epsilon_{i,t}$$

Variabila latentă $\Delta K_{i,j,t}^*$ reprezintă investițiile firmei i , din sectorul j , la momentul t , reflectând regimul său investițional (respectiv dezinvestire, pasivitate investițională sau realizarea de investiții), după cum a fost descris anterior.

Vectorul $X_{i,t}$ cuprinde caracteristici ale operatorilor economici precum vârsta și dimensiunea (au fost definite 4 clase de firme în funcție de numărul de angajați, operându-se cu limite de 10, 50 și, respectiv, 250 de salariați). De asemenea, printre variabilele explicative figurează și relevanța exporturilor (diferențându-se între firme care nu exportă, exportatori pentru care raportul dintre vânzările externe și cifra de afaceri este mai mic decât o treime, cuprins între o treime și două treimi, respectiv mai mare decât două treimi), fiind plauzibil ca expunerea la oportunități externe să afecteze politica investițională. De asemenea, în estimare se ține seama și de tipul operatorului după forma de proprietate, în majoritatea cazurilor fiind vorba de societăți cu răspundere limitată sau pe acțiuni.

Vectorul $Z_{i,t}$ grupează indicatori ai poziției financiare a operatorului economic – „levierul” firmei (calculat ca raport între datoriile totale și activele totale), dinamica cifrei de afaceri, rata rentabilității (profitul brut raportat la cifra de afaceri), dar și dinamica costurilor cu forța de muncă, întrucât o creștere a acestora (sau, în general, a cheltuielilor operaționale) poate acționa asupra planurilor de eficientizare a activității și, implicit, asupra investițiilor cu acest scop.

Vectorul $Q_{j,t}$ cuprinde trei variabile evaluate la nivel sectorial (de diviziune CAEN), mai precis (i) așteptările privind evoluțiile în următoarele 3 luni, potrivit sondajului CE-DG ECFIN realizat în rândul operatorilor economici⁷, (ii) o măsură a incertitudinii, calculată pe baza volatilității acțiunilor firmelor listate la Bursa de Valori București (s-a pornit de la variațiile zilnice ale prețurilor acțiunilor, valoarea la nivel de sector și an fiind calculată ca medie aritmetică a deviației standard lunare pentru toate firmele care operează într-un sector⁸), respectiv (iii) stocul de investiții străine directe, a căror extindere poate genera un avans al investițiilor, variabila preluând eventualele efecte de contagiune (*spillovers*) apărute ca urmare a prezenței firmelor cu capital străin.

În sfârșit, α_j reprezintă efecte fixe specifice fiecărui sector, rolul acestora fiind de a prelua șocurile specifice domeniului de activitate, ι_t sunt efecte fixe asociate

⁷ În sondaj sunt incluse firmele care activează în industria prelucrătoare, construcții, comerț cu amănuntul și servicii, fiind utilizați indicatorii care se referă la evoluția producției, a comenzilor și, respectiv, a cererii (în ultimele două cazuri). Valorile pentru celelalte sectoare au fost approximate utilizând media ce corespunde activităților conexe.

⁸ În cazul sectoarelor fără firme listate au fost utilizate valori determinate în funcție de cele corespunzătoare domeniilor conexe. Eșantionul este format din 376 de firme, fiind excluse cele care nu au sediu social în România. Sursa datelor este Bursa de Valori București, informațiile fiind preluate din aplicația Bloomberg.

fiecărui an din eșantionul de estimare, iar $\epsilon_{i,t}$ este termenul neobservabil (de eroare), a cărui varianță poate să difere între firme.

Indicatorii la nivel microeconomic au drept sursă Ministerul Finanțelor Publice, Registrul Comerțului (date referitoare la anul de înființare a firmei) și INS (date referitoare la fluxurile comerciale externe)⁹. Eșantionul cuprinde operatori economici cu capital majoritar privat, fiind excluse firmele care activează în sectorul minier, cel energetic (în ambele cazuri stocul de capital prezintă variații ample ce nu pot fi explicate prin prisma variabilelor incluse în model) și cel financiar (intermedieri financiare și asigurări). Pentru a identifica regimurile de investire au fost păstrate doar firmele cu cel puțin trei ani consecutivi de raportări. De asemenea, au fost eliminate valorile extreme (2 la sută din observațiile rămase), localizate simetric în cozile distribuției fiecărei variabile la nivel de sector și an.

Toate aceste ajustări au potențialul de a distorsiona reprezentativitatea rezultatelor estimării, alături de caracterul în general neomogen al corectitudinii raportărilor (firmele mai mari tind să aibă raportări mai exacte, în timp ce, pentru firmele mici, frecvența relativă a greșelilor de raportare este mai ridicată). Combaterea acestei probleme a implicat reponderarea corespunzătoare a variabilelor definite la nivel de firmă, pe baza comparației dintre eșantionul utilizat și informațiile din ancheta structurală anuală realizată de INS în rândul firmelor.

După cum era de așteptat, rezultatele estimării (Tabel A) evidențiază importanța anticipațiilor companiilor privind evoluția cererii în demararea procesului investițional – dacă o firmă prevede condiții mai favorabile în următoarea perioadă, probabilitatea acesteia de a se plasa în regimul de acumulare a capitalului se majorează cu 4,3 puncte procentuale în cazul investițiilor brute (2,5 puncte procentuale pentru cele nete). În schimb, o creștere a incertitudinii din economie estompează avântul investițiilor, intervenind neliniarități relevante în funcție de dimensiunea și vârsta firmei – un mediu economic mai volatil afectează cu precădere firmele mici și medii, acestea având o probabilitate mai mare cu circa 0,5 puncte procentuale de a trece în regimuri inferioare de investiții, la o majorare cu o deviație standard a volatilității sectoriale (Grafic D). În cazul firmelor de dimensiuni mari, efectul incertitudinii este mai restrâns, o posibilă explicație fiind dată de faptul că acestea au capacitatea de a formula anticipații mai precise în pofida unei plaje ample de variație a așteptărilor. Totodată, un efect limitat al volatilității se distinge și pentru microfirme. În același timp, investițiile firmelor tinere par mai expuse la amplificarea incertitudinii, în timp ce pentru operatorii cu cel puțin 13 ani de activitate efectul are chiar semn contrar – probabil, aceștia, ca urmare a experienței acumulate, sunt mai capabili să fructifice oportunitățile de investiții apărute într-un mediu incert.

⁹ Datele utilizate în estimare acoperă perioada 2005-2017.

Tabel A. Rezultatele estimărilor

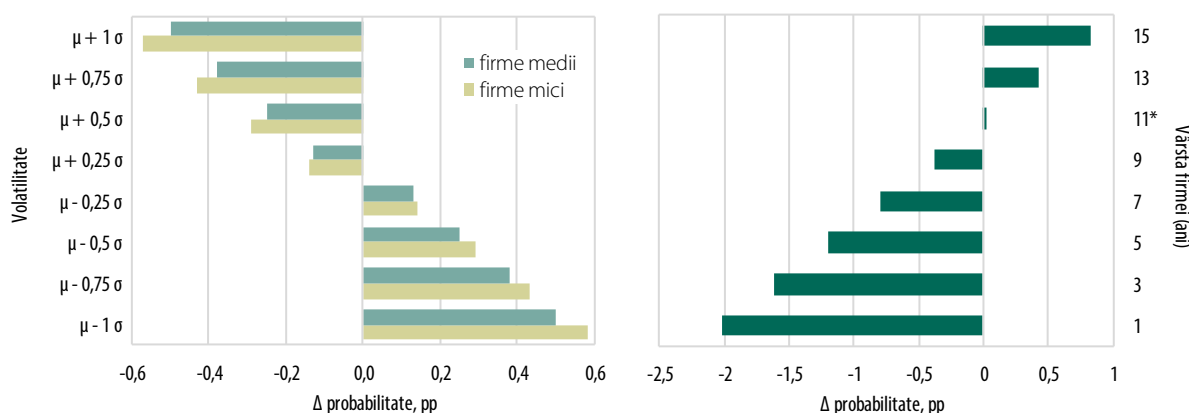
	Investiții brute				Investiții nete			
	Coeficienți	Efecte marginale			Coeficienți	Efecte marginale		
		Dezinvestire	Pasivitate investițională	Realizarea investițiilor		Dezinvestire	Pasivitate investițională	Realizarea investițiilor
Vârsta firmei	-0,0197*** (0,00033)	0,0033*** (0,00003)	0,0026*** (0,00003)	-0,0059*** (0,00006)	-0,0057*** (0,00038)	0,0010*** (0,00007)	-0,0001*** (0,00001)	-0,0009*** (0,00006)
Vârsta firmei × Incertitudine	0,1222*** (0,00968)				0,0060*** (0,00067)			
Vârsta firmei × Levier	0,0005*** (0,00005)				0,0008*** (0,00008)			
Firme mici	0,3311*** (0,00603)	-0,0613*** (0,0005)	-0,0618*** (0,00065)	0,1231*** (0,00111)	0,4226*** (0,00592)	-0,1548*** (0,0011)	0,0141*** (0,00009)	0,1407*** (0,00105)
Firme medii	0,5494*** (0,01401)	-0,0914*** (0,00099)	-0,1223*** (0,00243)	0,2137*** (0,00339)	0,5997*** (0,01260)	-0,2255*** (0,00296)	0,0134*** (0,00016)	0,2121*** (0,00307)
Firme mari	0,7608*** (0,03363)	-0,1078*** (0,00182)	-0,1724*** (0,00643)	0,2801*** (0,00822)	0,6923*** (0,02889)	-0,2636*** (0,00718)	0,0109*** (0,00062)	0,2527*** (0,00779)
Firme mici × Incertitudine	-0,0202** (0,01001)				-0,0604*** (0,00976)			
Firme medii × Incertitudine	-0,0021 (0,01962)				-0,0518*** (0,01764)			
Firme mari × Incertitudine	-0,0825* (0,04388)				-0,0339 (0,03604)			
Firme mici × Levier	-0,0218*** (0,00239)				-0,0117*** (0,00266)			
Firme medii × Levier	-0,0929*** (0,01237)				-0,0764*** (0,01164)			
Firme mari × Levier	-0,0883*** (0,02808)				-0,0627** (0,02684)			
Levier	-0,0148*** (0,00119)	0,0038*** (0,00021)	0,0031*** (0,00018)	-0,0069*** (0,00039)	-0,0257*** (0,00117)	0,0094*** (0,00034)	-0,0012*** (0,00004)	-0,0082*** (0,0003)
Incertitudine	-0,0813*** (0,00781)	0,0034*** (0,00102)	0,0027*** (0,00082)	-0,0062*** (0,00185)	-0,0497*** (0,00860)	0,0037* (0,00209)	-0,0005* (0,00026)	-0,0032* (0,00183)
Investiții străine directe	0,0106*** (0,00200)	-0,0022*** (0,00042)	-0,0018*** (0,00034)	0,0040*** (0,00075)	0,0187*** (0,00218)	-0,0074*** (0,00086)	0,0009*** (0,0001)	0,0064*** (0,00075)
Așteptările privind cererea	0,1149*** (0,01308)	-0,0240*** (0,00272)	-0,0192*** (0,0022)	0,0432*** (0,00493)	0,0726*** (0,01344)	-0,0286*** (0,00529)	0,0035*** (0,00065)	0,025*** (0,00464)
Intensitate mică a exporturilor	0,0461*** (0,00651)	-0,0094*** (0,00129)	-0,0081*** (0,00119)	0,0175*** (0,00248)	0,0875*** (0,00580)	-0,0346*** (0,00231)	0,0038*** (0,00022)	0,0308*** (0,00208)
Intensitate medie a exporturilor	0,0118 (0,01440)	-0,0025 (0,00297)	-0,0020 (0,00246)	0,0045 (0,00544)	0,0375*** (0,01286)	-0,0148*** (0,00509)	0,0018*** (0,00057)	0,0131*** (0,00452)
Intensitate mare a exporturilor	0,0624*** (0,00976)	-0,0126*** (0,0019)	-0,0111*** (0,00184)	0,0237*** (0,00374)	0,0522*** (0,00908)	-0,0206*** (0,0036)	0,0024*** (0,00039)	0,0182*** (0,00321)
Δ Costuri cu forța de muncă	0,0349*** (0,00084)	-0,0073*** (0,00018)	-0,0058*** (0,00014)	0,0131*** (0,00032)	0,0264*** (0,00075)	-0,0104*** (0,0003)	0,0013*** (0,00004)	0,0091*** (0,00026)
Δ Cifra de afaceri	0,0603*** (0,00074)	-0,0126*** (0,00015)	-0,0101*** (0,00013)	0,0227*** (0,00028)	0,0586*** (0,00070)	-0,0231*** (0,00028)	0,0028*** (0,00004)	0,0202*** (0,00024)
Rentabilitate internă	0,0004 (0,00031)	-0,0001 (0,00006)	0,0000 (0,00005)	0,0001 (0,00012)	0,0002 (0,00029)	-0,0001 (0,00011)	0,0000 (0,00001)	0,0001 (0,0001)
Constanta 1	-1,1819*** (0,03886)				0,1328*** (0,03651)			
Constanta 2	0,2975*** (0,03885)				0,5069*** (0,03651)			
Observații	1 890 592				1 784 632			
Pseudo R ²	0,0292				0,0309			

Notă: Cu excepția variabilelor indicator, toate celelalte au fost introduse în model cu un lag, pentru a evita probleme de endogenitate.
În paranteze sunt raportate erorile standard robuste.

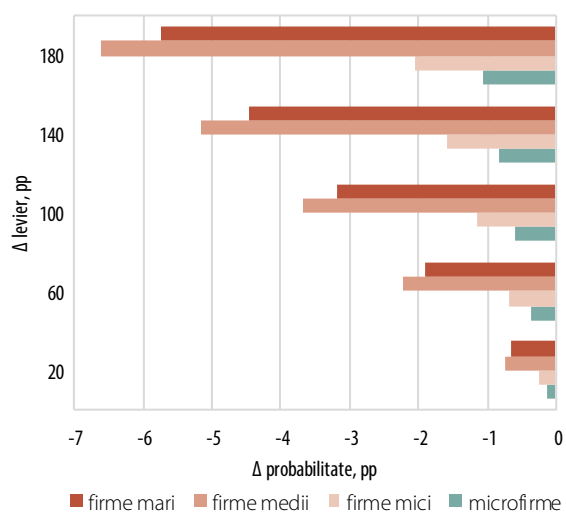
*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Sursa: MFP, ONRC, INS, BVB, CE-DG ECFIN, calcule și estimări BNR

Grafic D. Sensitivitatea la incertitudine a probabilității de a investi, în funcție de dimensiunea și vârsta firmei



Grafic E. Sensitivitatea la levier a probabilității de a investi, în funcție de dimensiunea firmei



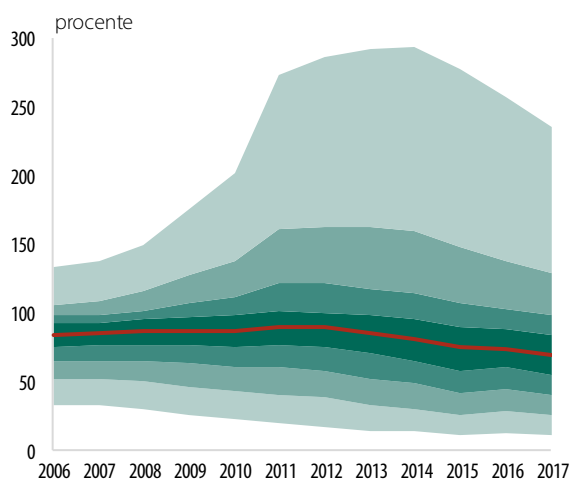
Sursa: MFP, ONRC, INS, BVB, CE-DG ECFIN, calcule și estimări BNR

În consonanță cu rezultatele din literatura de specialitate, estimările relevă un impact semnificativ al datoriei asupra deciziei de a realiza investiții – o majorare cu un punct procentual a levierului diminuează probabilitatea firmei de a se situa în regimul de realizare a investițiilor cu circa 0,7 puncte procentuale în cazul investițiilor brute și cu 0,8 puncte procentuale al celor nete. Totodată, datoriile afectează în mod diferit firmele (Grafic E), cele medii și mari fiind mai vulnerabile în cazul unei majorări a acestora. Astfel, presupunând o creștere a levierului cu 20 de puncte procentuale, probabilitatea ca o firmă mare să rămână în regimul de realizare a investițiilor este cu 0,6 puncte procentuale mai mică, față de o scădere cu doar 0,1 puncte procentuale în cazul microîntreprinderilor, posibil pentru că acestea tind să-și suplimenteze fondurile necesare pentru investiții din surse informale. Din

această perspectivă, contextul pare a se fi ameliorat în perioada postcriză (Grafic F) – în 2017 mediana levierului este cu circa 18 puncte procentuale mai mică față de valoarea corespunzătoare a anului 2008, remarcându-se totuși o intensificare a eterogenității la nivelul firmelor.

Estimările indică în același timp că, odată cu înaintarea în vârstă a firmelor, activitatea investițională se diminuează – majorarea cu un an a vârstei micșorează probabilitatea de a investi cu circa 0,6 puncte procentuale pentru acumulările brute de capital și cu 0,1 puncte procentuale în cazul celor nete. Totodată, șansa de a realiza investiții (nete) se extinde în funcție de dimensiunea firmei (cele mari au o probabilitate cu circa 25 puncte procentuale mai ridicată comparativ cu firmele micro), iar angajarea

Grafic F. Distribuția levierului



Notă: În grafic sunt reprezentate decilele distribuției firmelor în funcție de levierul acestora (pentru sectoarele utilizate în estimare); linia roșie reprezintă mediana.

Sursa: MFP, calcule BNR

în operațiuni comerciale cu exteriorul favorizează acumulările de capital (probabilitate în medie cu circa 2 puncte procentuale mai mare).

Demersul empiric confirmă și relevanța investițiilor străine directe (ISD) pentru investițiile la nivel de sector. De pildă, discrepanța dintre acumulările de capital ale industriei alimentare și cele ale comerțului cu amănuntul apare în contextul unor volume superioare de ISD în cel din urmă sector, astfel încât, în anul 2017, ponderea stocului lor în stocul brut de capital era de circa 42 la sută în *retail*, față de 23 la sută în industria alimentară. În acest sens, tendința firească, până la un punct, ca o situație favorabilă a cererii să atragă capital străin mai degrabă către sectoare *nontradable*, precum cel de *retail*, neconcurate din exterior, ceea ce amplifică beneficiile asociate conjuncturii respective,

s-a suprapus competitivității precare a sectorului alimentar¹⁰, care a descurajat crearea unor capacități de producție pe plan local. Chiar dacă producția alimentară s-a aflat pe radarul investitorilor străini în ultimii ani, mulți dintre aceștia au preferat să capteze beneficiile care au decurs din avansul de cerere doar prin exporturi către economia autohtonă.

Poziția competitivă slăbită a industriei alimentare, oglindită în eroziunea cotei producătorilor locali pe piața internă, s-a repercutat și asupra situației financiare a companiilor românești de profil, ale căror venituri s-au extins mai lent comparativ cu cele ale comercianților, oferind o coordonată suplimentară pentru explicarea evoluției mai temperate a acumulării de capital în ramura industrială amintită.

Rezultatele exercițiului empiric oferă totodată posibilitatea conturării unei perspective asupra motivelor care explică diferența dintre performanța României și cea a celorlalte economii emergente din regiune pe filiera formării brute de capital fix, având drept reper în analiză¹¹ factorii de influență identificați cu prilejul estimării econometrice. Astfel, investițiile autohtone nu par a fi dezavantajate de profitabilitatea firmelor, care este comparabilă, în linii mari, cu cea specifică celorlalte state din grupul urmărit. De exemplu, în 2015 profitabilitatea raportată la valoarea activelor era de aproape 8 la sută în România (valoare corespunzătoare mediane distribuției), în timp ce în Ungaria, Cehia și Polonia aceasta era ușor mai redusă (după ce, în anul precedent, Cehia și Ungaria au avut rate de profitabilitate superioare). În schimb, dimensiunea firmelor (în funcție de personal) pare a avea avantajul ușor investițiile din Cehia și din Polonia – în 2015, firma plasată la mediana distribuției pe baza numărului de salariați avea 42 de angajați în Cehia și 44 în

¹⁰ Indusă de trendul ascendent al costurilor unitare cu forța de muncă, lipsa îmbunătățirilor la nivelul infrastructurii, penuria personalului cu calificare adecvată etc. – pentru detalii se poate consulta caseta „Surse ale deficitului comercial cu produse alimentare” din *Raportul asupra inflației*, ediția februarie 2018.

¹¹ Analiza utilizează baza de date realizată în cadrul rețelei de cercetare a competitivității CompNet (6-th vintage). Pentru a putea include în discuție toate cele patru state, au fost luate în considerare informațiile referitoare la firme cu peste 20 de salariați, datele acoperind cel mult anul 2015. Comparația care se referă la ISD are drept sursă Eurostat.

Polonia, față de 38 de angajați în România, respectiv 37 în Ungaria (diferențele amplificându-se pentru decile superioare), fiind mai probabil ca firmele mai mari să se angreneze într-un proces investițional. Economia autohtonă este poziționată mai puțin favorabil și din perspectiva îndatorării firmelor, care, în pofida tendinței descrescătoare observate, se plasează în general peste valorile din celelalte trei state (cea ce sugerează în același timp un nivel prea redus al capitalului propriu), dar și din perspectiva investițiilor străine directe, Cehia, Polonia sau Ungaria profilându-se drept destinații mai atractive.

Concluzii

Redresarea condițiilor de cerere începând din anul 2014 a adus cu sine o îmbunătățire din perspectiva investițiilor, acestea continuând să se plaseze totuși sub nivelul anului 2008. Printre sectoarele cu un parcurs favorabil al activității investiționale s-au numărat cele asociate construcțiilor, segmentul agricol, ramurile industriale cu evoluții notabile pe tot parcursul perioadei preciză (în speță, producția auto și ramurile conexe), dar și sectorul comercial, în timp ce alte domenii au înregistrat performanțe mai puțin convingătoare, un exemplu notabil fiind cel al industriei alimentare.

Estimările empirice au relevat influența pozitivă pe care fluxurile de investiții străine directe și așteptările privind cererea o au asupra acumulării de capital, evidențiind în același timp rolul inhibitor ce revine incertitudinii, care afectează mai ales firmele mici și medii. De asemenea, o probabilitate mai ridicată de a demara proiecte investiționale corespunde operatorilor economici cu o situație financiară mai bună, nivelul îndatorării având un rol inhibitor, mai ales în cazul firmelor de talie medie și mare.

Diferențele în planul activității investiționale dintre sectorul alimentar și cel comercial, ambele beneficiare ale unui context favorabil al cererii în ultimii ani, ilustrează în ultimă instanță efectul poziției competitive precare a primului domeniu amintit. Eroziunea competitivității a acționat în defavoarea prezenței investitorilor străini și a unei accelerări mai ferme a dinamicii veniturilor, reflectate mai departe într-o activitate investițională mai puțin alertă decât ar fi fost de așteptat, care nu oferă fundamente solide pentru o redresare a sectorului în perioada următoare.

Poziționarea în general mai dezavantajoasă a economiei românești comparativ cu cele ale altor state emergente din regiune în domenii precum atragerea de investiții străine directe sau nivelul capitalului propriu în raport cu datoriile (determinanți ai acumulării de capital identificați în cadrul exercițiului empiric) contribuie la explicarea performanței sub așteptări a investițiilor autohtone în ultimii zece ani.

Referințe

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., Maksimovic, V. – „Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?“, *Journal of Finance* (60), 2005, pp. 137-177

Bloom, N. – „The Impact of Uncertainty Shocks“, *Econometrica* (77), 2009, pp. 623-685

Casey, E., O'Toole, C. – „Bank Lending Constraints, Trade Credit and Alternative Financing during the Financial Crisis: Evidence from European SMEs”, *Journal of Corporate Finance* (27), 2014, pp. 173-193

Ferrando, A., Marchica, M. T., Mura, R. – „Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 1630, 2014

Ferrando, A., Mulier, K. – „The Real Effects of Credit Constraints: Evidence from Discouraged Borrowers in the Euro Area”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 1842, 2015

Fuss, C., Vermeulen, P. – „Firms' Investment Decisions in Response to Demand and Price Uncertainty”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 347, 2004

Gebauer, S., Setzer, R., Westphal, A. – „Corporate Debt and Investment: A Firm Level Analysis for Stressed Euro Area Countries”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 2101, 2017

Gourio, F., Kashyap, A. – „Investment Spikes: New Facts and A General Equilibrium Exploration”, *Journal of Monetary Economics* (54), 2007, pp. 1-22

Grazzi, M., Jacoby, N., Treibich, T. – „Dynamics of Investment and Firm Performance: Comparative Evidence from Manufacturing Industries”, *Empirical Economics* (51), 2016, pp. 125-179

Kalemli-Özcan, Ş., Laeven, L., Moreno, D. – „Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis”, NBER *Working Paper* No. 24555, 2018

Nilsen, Ø., Schiantarelli, F. – „Zeros and Lumps in Investment: Empirical Evidence on Irreversibilities and Nonconvexities”, *The Review of Economics and Statistics* (85), 2003, pp. 1021-1037

Petersen, M., Rajan, R. – „Trade Credit: Theories and Evidence”, *Review of Financial Studies* (10), 1997, pp. 661-691