

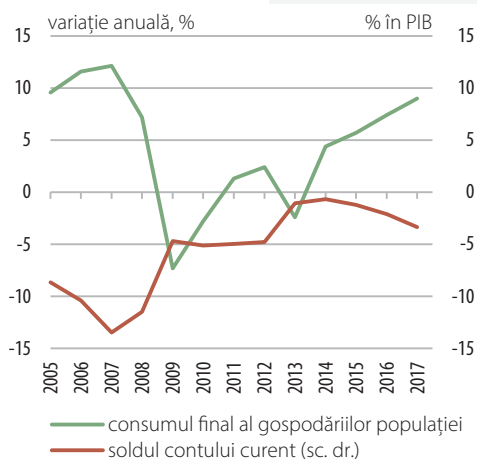
Caseta 2. Influențe ciclice și structurale în evoluția recentă a soldului contului curent

Ultimii ani au consemnat în România reluarea tendinței de adâncire a deficitului de cont curent, după ce, ulterior declanșării crizei economice, acesta cunoscuse un proces de reechilibrare, soldul său diminuându-se de la -13,5 la sută din PIB în anul 2007 până la -0,7 la sută în anul 2014. Întrăutășirea contului curent în perioada care

a urmat a fost antrenată de accelerarea semnificativă a cererii agregate (care a depășit nivelul potențial în cursul anului 2016¹), după un model care amintește de situația prevalentă înainte de recesiune și care evidențiază rolul ciclului economic în explicarea traiectoriei urmate de contul curent (Grafic A).

Caseta de față își propune o ilustrare succintă a modului în care factorii ciclici au acționat la nivelul câtorva categorii reprezentative ale balanței comerciale, fiind amintite totodată unele evoluții de ordin structural care s-au remarcat în ultimii ani, mai ales în sensul restrângerii dezechilibrului extern. Discuția este însoțită de o estimare empirică a măsurii în care cele două categorii de influențe se oglindesc în dinamica soldului contului curent, exercițiul fiind bazat pe metodologia *External Balance Assessment (EBA)* a FMI².

Grafic A
Cererea de consum și echilibrul extern

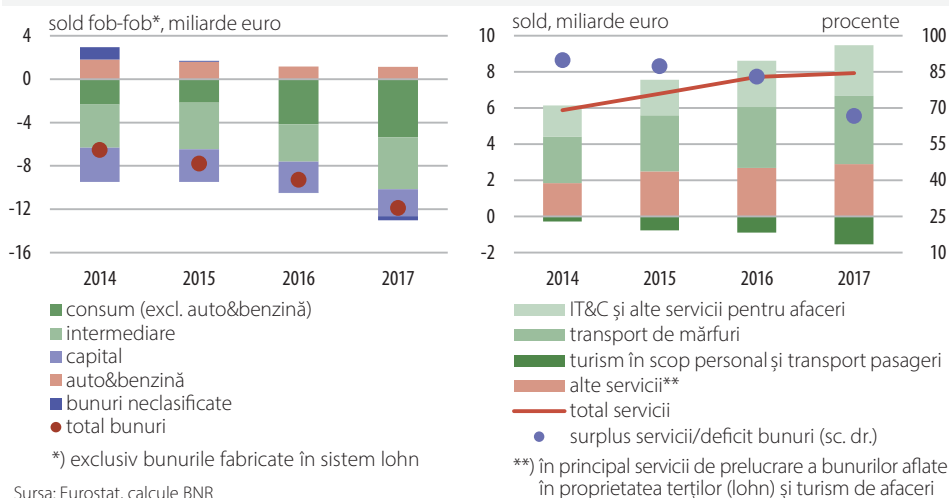


Sursa: INS, BNR

Evidențe analitice

Contextul ultimilor ani, marcat de tensionarea pieței muncii, precum și de adoptarea unor măsuri stimulative vizând creșterea veniturilor populației și reducerea taxării indirecte, a generat un răspuns viguros din partea cererii de consum, evoluție care nu a întârziat să își pună amprenta asupra balanței externe de bunuri și servicii (Grafic B).

Grafic B
Balanța bunurilor și serviciilor



Sursa: Eurostat, calcule BNR

¹ Apreciere formulată pe baza evaluării deviației PIB din cadrul prognozei macroeconomice aferente ediției din luna mai 2018 a *Raportului asupra inflației* al BNR.

² "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", *IMF Working Paper 272*, 2013.

Bineînțeles, contul curent nu este în exclusivitate tributar poziționării economiei într-o anumită fază a ciclului de afaceri. De altfel, o contribuție semnificativă la deteriorarea balanței de plăți a revenit în anul 2017 categoriei de bunuri energetice (exclusiv carburanți) – din totalul deficitului de bunuri, acestea îi corespunde circa 20 la sută –, modificarea raportului de schimb în urma creșterii cotațiilor țigăiului pe piețele internaționale jucând un rol important în acest sens. În același timp, echilibrul extern a continuat să fie erodat de achizițiile de bunuri intermediare produse de industria chimică (cărora le-a revenit, de asemenea, circa o cincime din totalul deficitului de bunuri în anul 2017), din considerente mai degrabă structurale, sectorul de profil resimțind închiderile de capacități derulate în perioada postcriză. Astfel, un impact vizibil revine dispariției de pe piață a unui important operator în urmă cu circa trei ani, dar și producției sub potențial a unui alt combinat de mari dimensiuni, aflat în stare de insolvență din anul 2013. Perspective mai favorabile ale activității acestuia din urmă au căpătat contur abia către finalul anului 2017, odată cu vânzarea unor pachete de active, existând semnale cu privire la derularea de investiții în perioada următoare.

Totuși, dincolo de aceste aspecte, pe tot parcursul intervalului 2014-2017, în care *gap*-ul PIB a evoluat pe o traiectorie crescătoare – mai întâi prin diminuarea valorilor negative, iar ulterior amplificându-și valorile pozitive –, bunurile de consum³ au reprezentat categoria cu profilarea cea mai evidentă în sensul amplificării soldului negativ al balanței bunurilor, ponderea deficitului asociat ajungând la 36 la sută în anul 2017.

În cadrul acestora se remarcă bunurile semidurabile (îmbrăcăminte, încălțăminte), grupă cu grad ridicat de senzitivitate la poziționarea ciclică a economiei, în condițiile în care participarea producătorilor locali la acomodarea consumului intern este minoritară, activitatea acestora fiind de mulți ani concentrată pe export (predominant sub formă de lohn sau, mai nou, producție integrată). Cel mai ilustrativ este însă cazul segmentului agroalimentar⁴, care a cunoscut pe parcursul ultimilor ani o adâncire a dezechilibrului comercial, până la 3,1 miliarde euro (peste 25 la sută din deficitul bunurilor în anul 2017). Expansiunea importurilor a fost favorizată și de factori exogeni, precum profilul climatic local inadecvat pentru cultura anumitor specii de fructe și legume sau reducerea prețurilor la produsele agroalimentare pe piața europeană, ca urmare a supraofertei generate de embargoul impus de Rusia asupra UE și a Turciei (începând din august 2014 și respectiv din ianuarie 2016). În același timp însă, competitivitatea industriei alimentare locale s-a deteriorat constant, reflectând ritmul alert de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă, dar mai ales deficiențele persistente manifestate de-a lungul întregului lanț de producție și desfacere, care limitează extinderea producției potențiale. Deficiențele amintite au drept punct de plecare fragmentarea excesivă a exploatațiilor agricole – obstacol major în calea acumulărilor de capital și, în consecință, a îmbunătățirii randamentelor și calității produselor – în timp ce, la nivelul verigilor superioare ale lanțului se remarcă lipsa de personal calificat, înzestrarea tehnologică inadecvată, dar și absența unei viziuni de afaceri

³ Inclusiv auto și carburanți.

⁴ Exclusiv animale vii, cereale și plante oleaginoase.

pe termen mai îndelungat⁵. În plus, în unele cazuri de preluare a procesatorilor locali de către firme străine, criteriul optimizării costurilor a înclinat în favoarea relocării producției pentru unele sortimente. Deloc surprinzător, dificultatea industriei locale de a acoperi cererea internă a fost însoțită de o prezență la export cvasinegligibilă, în contrast cu situația din alte state din regiune (Polonia, Ungaria). Creșterea importanței comerțului modern (cota de piață se plasează în prezent la aproximativ 60 la sută, superioară cu circa 10 puncte procentuale celei din anul 2013) a cântărit de asemenea în avansul importurilor de profil, mai ales în condițiile în care strategiile de marketing ale unora dintre operatori pun accentul pe produsele în regim de marcă proprie, de cele mai multe ori achiziționate din exterior.

Un alt exemplu relevant în ceea ce privește impactul produs asupra poziției externe de consolidarea puterii de cumpărare din ultimii ani este oferit de segmentul auto, dinamizarea cererii fiind însoțită și de o diversificare a preferințelor consumatorilor. În aceste condiții, modelele de fabricație locală au fost puternic concurate de mașinile străine, în special *second hand*, mai atractive din punct de vedere al raportului dotări/preț (cu un impuls suplimentar, din perspectiva prețului, începând din ianuarie 2017, odată cu eliminarea timbrului de mediu). Evoluția s-a materializat într-un trend descendent al surplusului comercial pe segmentul autovehiculelor (până la circa 1,2 și respectiv 1,1 miliarde euro în anii 2016 și respectiv 2017, comparativ cu 1,9 miliarde euro în anul 2014), atenuarea recentă a tendinței survenind mai mult pe seama unei redresări a vânzărilor pe piețe externe.

Dincolo de efectul negativ asupra balanței bunurilor, componenta ciclică este în bună măsură responsabilă, mai ales în anul 2017, și pentru scăderea capacității contului de servicii de a contrabalansa acest deficit, în condițiile în care, similar bunurilor de consum, oferta locală nu a reușit să acopere integral plusul de cerere observat îndeosebi pe segmentele de turism și transport aerian. Astfel, investițiile pentru extinderea și modernizarea spațiilor de cazare la nivel național, precum și adoptarea anumitor măsuri de impulsie a turismului intern s-au dovedit insuficiente pentru a compensa plusul de atractivitate al pachetelor turistice pentru străinătate (inclusiv din perspectiva raportului calitate/preț), fapt reflectat de creșterea numărului de turiști care au călătorit peste hotare. Aceste efecte au fost doar parțial contrabalansate de creșterea numărului de turiști străini, apropierea de potențial a pieței turistice autohtone fiind în continuare grevată de calitatea scăzută a infrastructurii de transport și a celei de cazare. Și în ceea ce privește segmentul transportului aerian, oportunitatea oferită de creșterea puterii de cumpărare a populației pe parcursul ultimilor ani a fost mai bine valorificată de companiile externe, aflate în plină expansiune (fiind vorba mai ales de operatori pe segmentul *low cost*).

Traectoria din ultimii ani a contului curent încorporează însă și anumite câștiguri de ordin structural, de natură a limita deteriorarea poziției externe și de a asigura totodată o potențială redresare a acesteia, odată cu scăderea în intensitate a factorilor cu efect tranzitoriu. Aceste progrese s-au oglindit

⁵ Detalii privind poziția competitivă modestă a sectorului alimentar pot fi regăsite în Caseta intitulată „Surse ale deficitului comercial cu produse alimentare”, inclusă în ediția din luna februarie 2018 a *Raportului asupra inflației* al BNR.

în evoluția productivității agregate, de-a lungul unor direcții precum:

(i) eficientizarea energetică – îndeosebi în industria metalurgică și în industria chimică, îmbunătățirea observată până în anul 2015, inclusiv prin închiderea sau restrângerea unor companii energofage, consolidându-se ulterior prin derularea de noi investiții destinate modernizării tehnologice; (ii) creșterea importanței unor sectoare precum *IT&C* sau (iii) integrarea în rețelele internaționale de producție (vizibilă mai ales în industria auto). Cea din urmă evoluție are la bază intensificarea prezenței pe plan local a operatorilor cu capital străin, în general firme de mari dimensiuni, ale căror operațiuni se extind pe teritoriul mai multor state. Aceste entități operează, în general, în condiții de eficiență sporită, asociată, pe de o parte, constrângerilor logistice mai reduse (de exemplu, aceste firme pot să exploreze mai facil piețele externe, în căutarea unor *input*-uri de producție cu raport calitate/preț cât mai bun), iar pe de altă parte, deținerii de *know-how* și de tehnici manageriale superioare. Mai mult, în măsura în care se consolidează relațiile dintre acești operatori și firmele cu capital local, efectele de antrenare au un impact pozitiv asupra productivității acestora din urmă.

Exercițiul empiric – detalii și rezultate

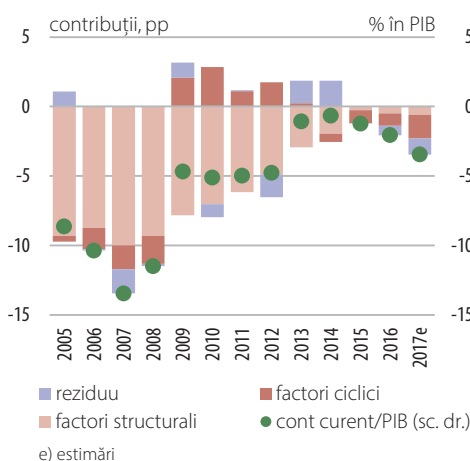
Evaluarea cantitativă a legăturii dintre echilibrul extern și factorii ciclici are la bază metodologia EBA, a cărei orientare îmbină perspectiva de finanțare a contului curent cu modul în care acesta este determinat de activitatea sectorului real. În aceste condiții, exercițiul empiric a constat în identificarea unor variabile explicative pentru contul curent al României, relevante fie prin prisma legăturii cu economia reală, fie din punct de vedere al relației economisire-investiții. Aceste variabile pot fi privite ca exercitând influențe temporare (de natură ciclică) sau persistente, în prima categorie figurând excesul de cerere din economia locală – exprimat, în conformitate cu abordarea EBA, relativ la media la nivel mondial –, precum și un indicator al aversiunii globale la risc. Pentru a surprinde influențele pe termen mai lung, modelul a încorporat indicatori utilizați în mod frecvent în ecuațiile de regresie a contului curent, și anume o măsură a productivității (aproximată în cazul de față prin intensitatea energetică – indicator pe care cercetări anterioare l-au

identificat ca jucând un rol important în ajustarea postcriză a deficitului extern), indicatori ai situației demografice și respectiv ai mediului instituțional, o variabilă care surprinde poziția finanțelor publice (exprimată în termeni structurali), precum și poziția investițională internațională netă. Cu toate că soldul contului curent este afectat și de cursul de schimb real, prin impactul acestuia din urmă asupra balanței comerciale, indicatorul nu a fost inclus în estimare deoarece metodologia utilizată nu permite identificarea cu exactitate a efectului pe care o modificare a cursului de schimb real îl are asupra balanței externe, cele două variabile răspunzând aceluiași factori.

Sintetizând influențele enumerate anterior, rezultatele exercițiului empiric relevă dominanța componentei ciclice în deteriorarea din ultimii ani a echilibrului extern, pe seama

Grafic C

Influențe ciclice și structurale asupra soldului contului curent



Sursa: FMI, BM, Eurostat, estimări BNR

amplificării excesului de cerere pe plan intern (peste ceea ce s-a consemnat la nivel global) – Grafic C. În același sens a acționat și creșterea apetitului investițional la nivel internațional, regăsită în amplificarea influxurilor de capital către economia României, ceea ce a permis practicarea unor deficite de cont curent mai mari. Modelul surprinde acest mecanism prin contribuția variabilei VIX⁶, care reprezintă un *proxy* pentru aversiunea la risc – perioadele caracterizate de piețe financiare calme (și implicit de valori mai reduse pentru VIX, cum sunt cele din ultimii ani) se remarcă, de obicei, prin intensificarea fluxurilor investiționale dinspre economiile dezvoltate către cele emergente, regăsite în creșterea deficitelor externe în acestea din urmă, în timp ce într-un mediu volatil aversiunea la risc sporită favorizează corecția dezechilibrelor (Tabel A).

Variabilă	medie	std.	t-stat	p-value
Deviația PIB*	-0,270	0,136	-1,980	0,047
VIX (-1)	0,234	0,065	3,620	0,000
PIIN (-1)	0,132	0,043	3,080	0,002
Dominanța populației vârstnice*	-5,081	0,607	-8,370	0,000
Intensitatea energetică*	-0,033	0,011	-2,850	0,004
Mediul instituțional* (-1)	-0,168	0,070	-2,390	0,017
Soldul bugetar ajustat ciclic*	0,483	0,247	1,960	0,050

*) exprimate relativ la o variabilă agregată pentru toate economiile din eșantion, schema de ponderare fiind construită pe baza PIB nominal exprimat în USD

Notă: Variabila dependentă este exprimată prin raportare la PIB. VIX este introdus ca deviație față de media pe termen lung. PIIN se referă la poziția investițională internațională netă a României raportată la PIB. Pentru adresarea eventualelor probleme de endogenitate, soldul bugetar ajustat ciclic a fost instrumentat utilizând procedura propusă de metodologia EBA. Estimările au fost realizate utilizând estimatorul Mean Group, care permite, în contextul datelor de tip panel, determinarea unor coeficienți specifici pentru fiecare țară. Datele utilizate sunt aferente perioadei 1996-2017.

Sursa: FMI, BM, Eurostat, estimări BNR

Tabel A
Factori de influență ai soldului
contului curent ca pondere în PIB

Referitor la influențele pe termen lung, dimensiunea poziției investiționale (exprimată ca procent în PIB) afectează contul curent prin intermediul categoriei de venituri primare, unde sunt înregistrate fluxurile cu dobânzile aferente plasamentelor și datoriei externe. O poziție investițională negativă (situație ce caracterizează România) exercită un efect de eroziune asupra contului curent, fapt confirmat de coeficientul pozitiv obținut pentru această variabilă.

În ceea ce privește celelalte variabile, exprimate ca diferențial față de media la nivel global, o reducere a intensității energetice semnalează o creștere a eficienței economiei autohtone, factor cu contribuție decisivă în ajustarea structurală a deficitului de cont curent din anul 2013, după cum indică rezultatele estimărilor econometrice, și care joacă în continuare un rol important în poziționarea economiei pe un palier mai productiv. Cu toate că randamentul energetic nu reprezintă unica fațetă a productivității agregate, introducerea concomitentă a mai multor măsuri de eficiență conduce la modele nesatisfăcătoare din punct de vedere statistic, evoluțiile lor fiind puternic corelate. Chiar dacă estimarea nu permite sesizarea tuturor influențelor asupra contului curent provenite de pe latura productivității, se poate aprecia că alte modificări structurale din economie, precum cele amintite anterior

⁶ Indicatorul VIX este determinat pe baza volatilității implicite a opțiunilor cu suport indicele S&P500, fiind calculat și publicat de *Chicago Board Options Exchange* (CBOE).

privind sectorul IT&C sau integrarea în lanțurile globale de valoare adăugată, susțin echilibrarea externă prin eficientizarea proceselor economice.

Referitor la calitatea mediului instituțional, acesta poate afecta echilibrul extern mai ales prin efectul asupra investițiilor – în acest sens, țările cu instituții „sănătoase”, caracterizate între altele prin garantarea dreptului la proprietate și corupție scăzută, oferă argumente încurajatoare investitorilor, inclusiv celor nerezidenți, astfel încât ameliorarea cadrului instituțional permite finanțarea unor deficite mai ridicate prin creșterea credibilității economiei respective la nivel internațional. O altă variabilă inclusă în estimare este reprezentată de raportul dintre populația vârstnică și cea aptă de muncă, aceasta influențând soldul contului curent prin efectul asupra economisirii agregate – o modificare a proporției amintite în favoarea grupei de vârstă peste 64 de ani este, în general, asociată cu reducerea nivelului economisirii. Într-o manieră similară acționează și deficitul bugetar structural (care figurează, de asemenea, printre variabilele explicative), adâncirea acestuia implicând deteriorarea economisirii publice, regăsită și la nivelul celei agregate, iar mai departe, diminuarea soldului contului curent.

În concluzie, recenta înrăutățire a contului curent este tributară preponderent factorilor de ordin ciclic, aspect relevat atât de evidențele analitice, cât și de exercițiul empiric, ceea ce sugerează că diminuarea excesului de cerere agregată din economie va antrena îmbunătățiri ale echilibrului extern. Nu trebuie pierdute însă din vedere lacunele structurale evidențiate, care se manifestă, după cum s-a văzut, în multiple domenii de activitate, acestea influențând în ultimă instanță nivelul până la care se poate derula o echilibrare a balanței externe provenită din moderarea deviației PIB. Mai mult, dat fiind că efectele acestor deficiențe se manifestă pe termen îndelungat, o reducere a excesului de cerere nu va conduce, probabil, la reversarea simetrică a dezechilibrului extern, ilustrativă în acest sens fiind situația sectorului bunurilor de consum, în cazul căruia neajunsurile de ordin structural au condus la eroziunea cotei de piață a producătorilor autohtoni pe parcursul ultimilor ani.