

**„Aspecte ale procesului de economisire în România”**

**Analiza contului curent  
din perspectiva diferenței  
dintre economii și investiții**

**Mugur Isărescu  
Guvernator  
Banca Națională a României**

**București, 9 septembrie 2009**

# Întrebări

---

- Ar fi putut evita România deteriorarea contului curent între 2004 și 2008?
- Este criza financiară internațională factorul cheie în reducerea deficitului de cont curent?
- Erau previzibile reducerea deficitului contului curent, a PIB și a inflației și deprecierea monedei naționale? Am fost pregătiți pentru evoluțiile din T4 2008 și din anul 2009?
- Către ce nivel se îndreaptă pe termen mediu deficitul de cont curent?

- Ar fi putut evita România deteriorarea contului curent între 2004 și 2008?

Creșterea deficitului de cont curent este dificil de evitat dacă avem în vedere ciclicitatea intrărilor de capitaluri...

# I. Două tipuri de ajustări la nivelul balanței de plăți

---

- **Ajustările cvasiindividuale:** intrări relativ mari de capitaluri la nivelul unei țări pentru o perioadă determinată de timp, urmate de reducerea acestora
- **Ajustările internaționale:** intrări mari și sincrone de capitaluri într-un număr mare de țări, urmate de o diminuare relativă a acestora la nivelul întregului grup

# I. România: parte a unui ciclu sincron

---

- Intrările masive și sincrone de capital sunt ciclice. Cicluri recente:
  - ✓ 1975-1982, după care a avut loc criza datoriilor
  - ✓ 1990-1993, urmat de o restructurare a datoriilor economiilor emergente
  - ✓ 2002-2008, încheiat odată cu acutizarea crizei financiare începute în iulie 2007; vizibil în România între 2004 și 2008

# I. Factorii ultimului ciclu sincron

---

- Lichiditate abundentă pe piețele internaționale
  - Randamente scăzute în cadrul economiilor dezvoltate
- } au acționat și ca factori ai crizei financiare
- Perspective economice pozitive (și implicit randamente așteptate mai ridicate) în cazul economiilor emergente

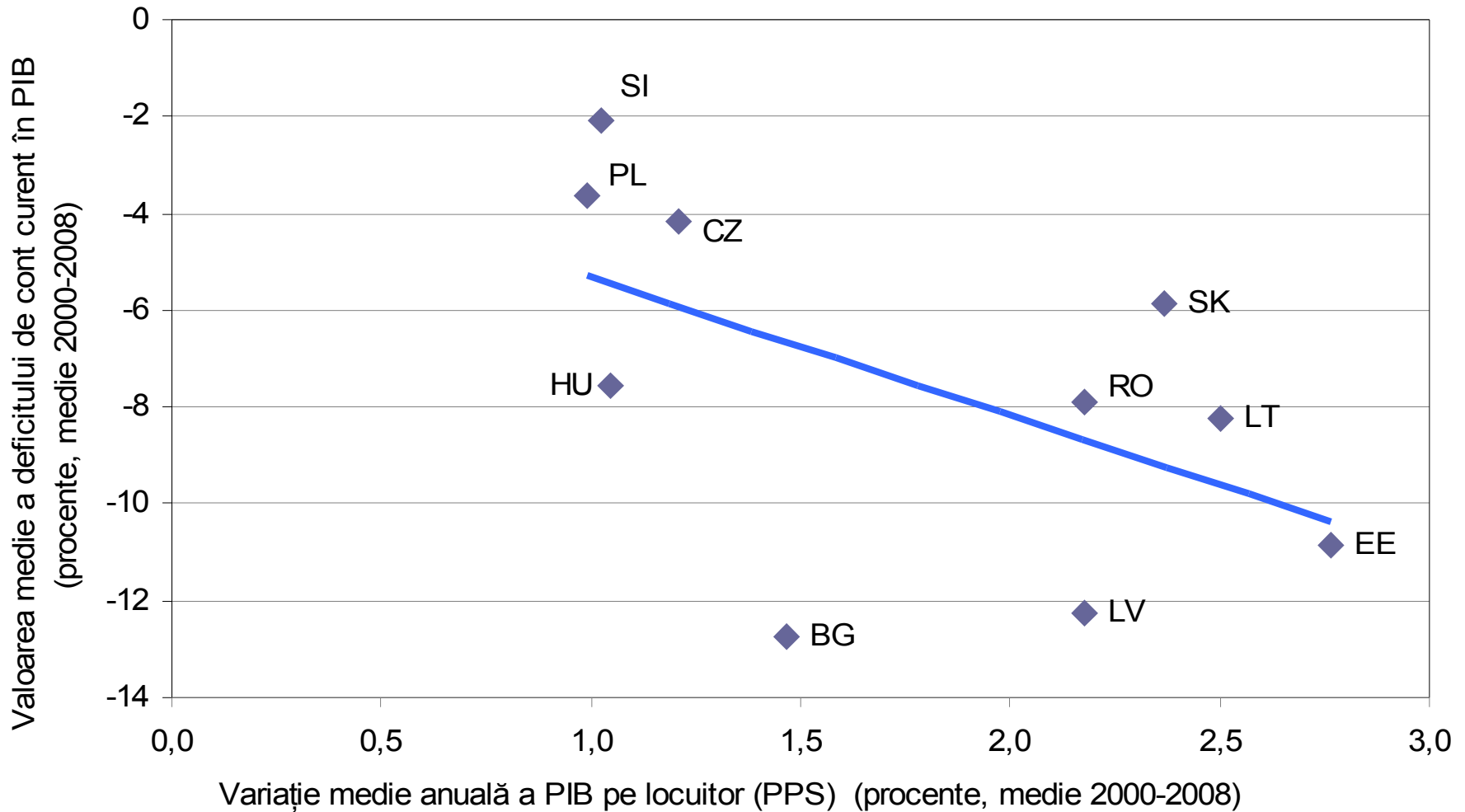
# I. Implicații pozitive

---

- Adâncirea deficitului de cont curent a reflectat și derularea procesului de convergență cu UE
- Pentru a se dezvolta, România are nevoie de atragerea de economii din exterior
- Competitivitatea externă nu s-a deteriorat

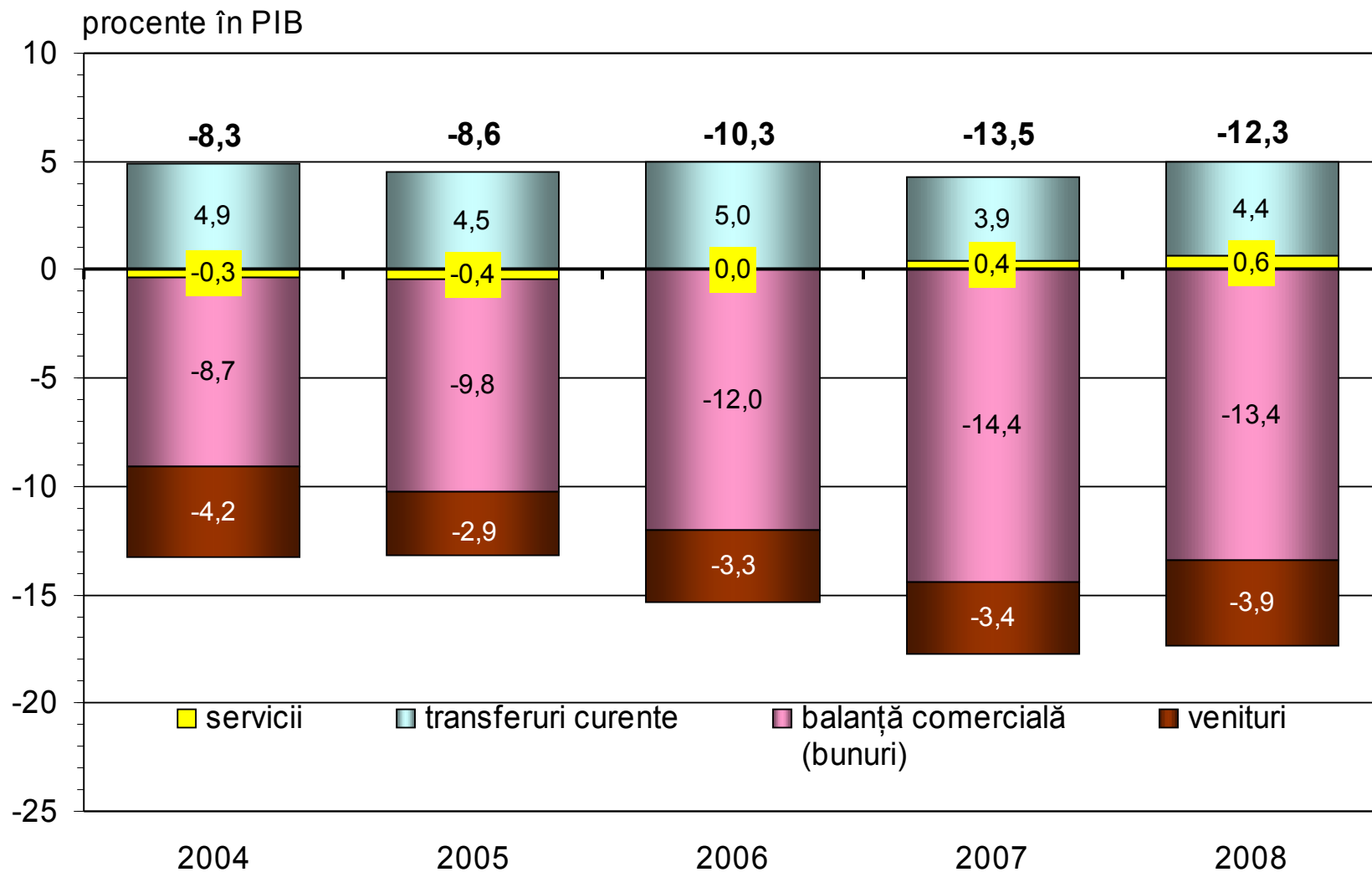


# Adâncirea deficitului de cont curent odată cu accelerarea procesului de convergență cu UE



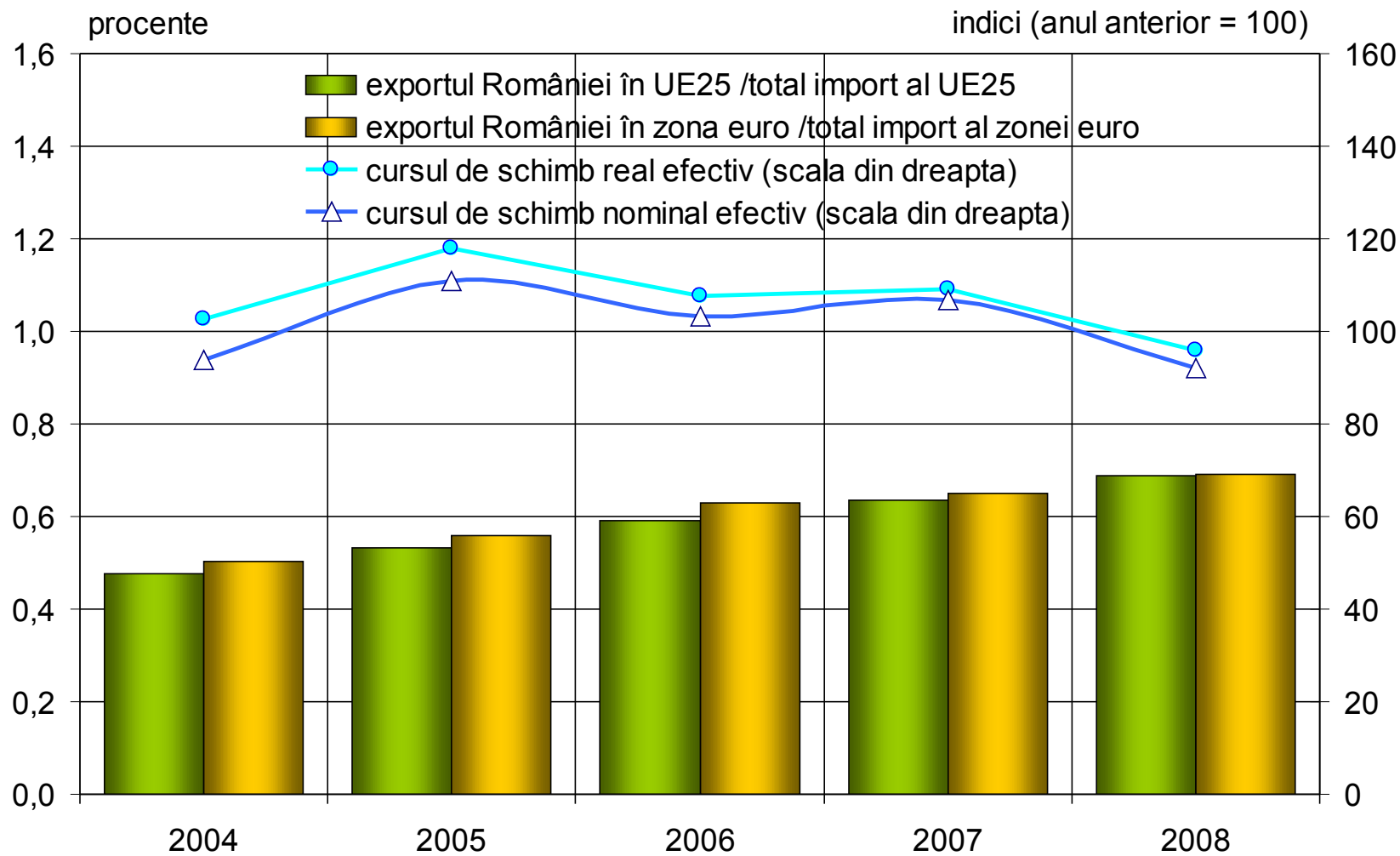
Sursa: Eurostat

## Transferurile curente contribuie semnificativ la diminuarea deficitului extern



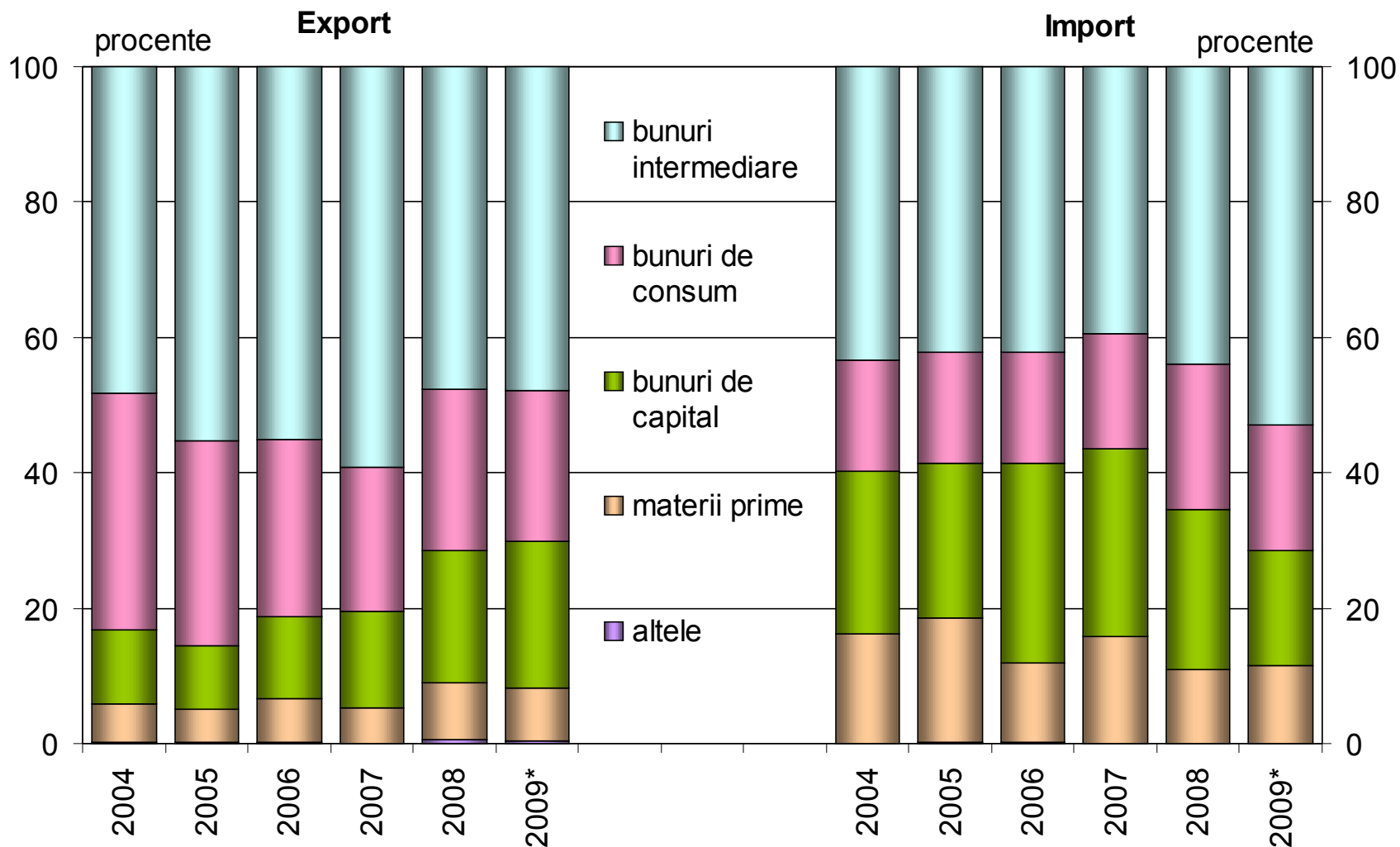
Sursa: Banca Națională a României

## Capacitatea de export s-a menținut, în pofida aprecierii reale efective a monedei naționale



Sursa: FMI - Statistici Financiare Internaționale, Eurostat, Institutul Național de Statistică

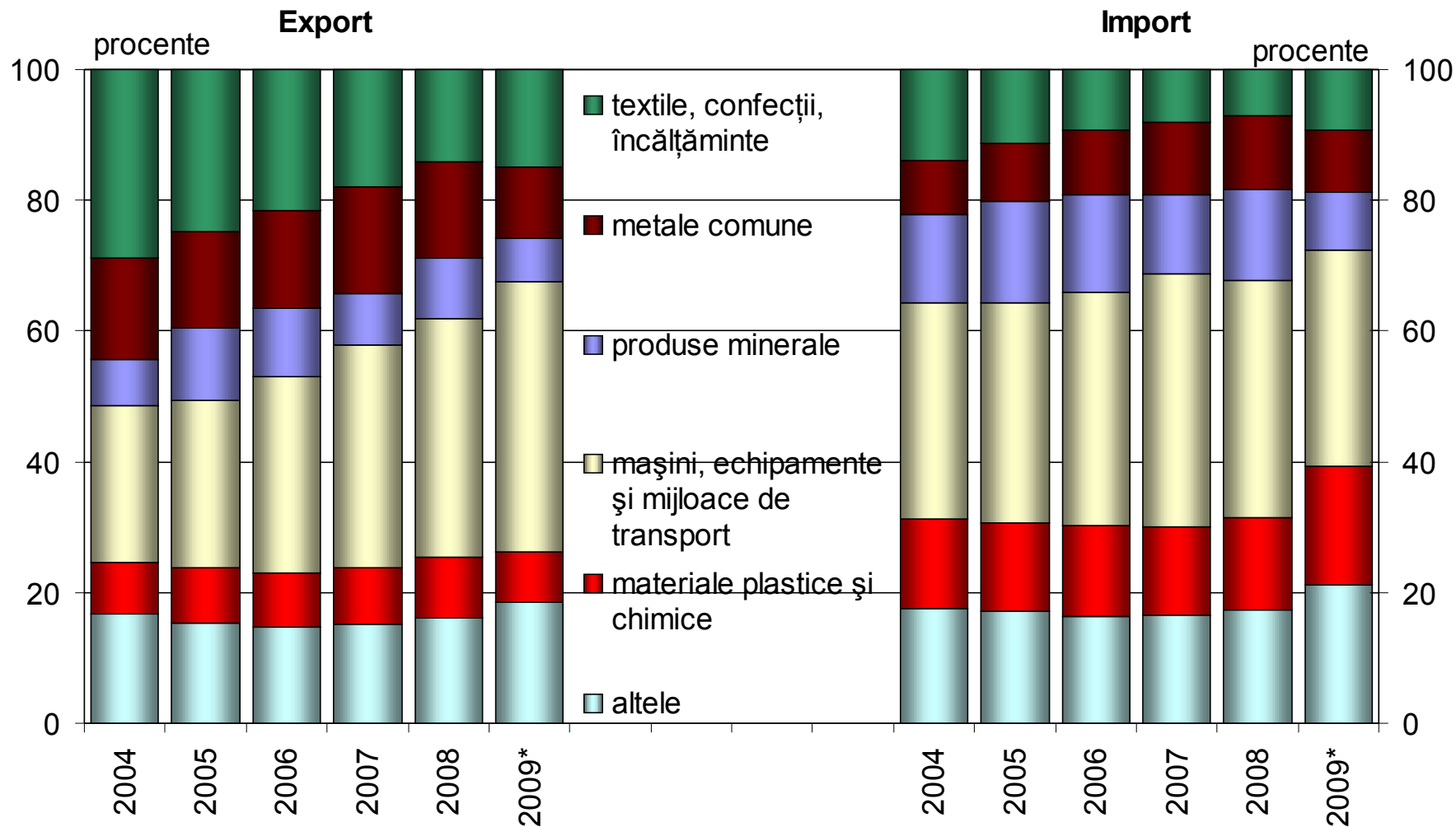
## Capacitatea de ajustare în favoarea bunurilor cu valoare adăugată ridicată a crescut (1)



Sursa: Institutul Național de Statistică

\*) ian.-mai

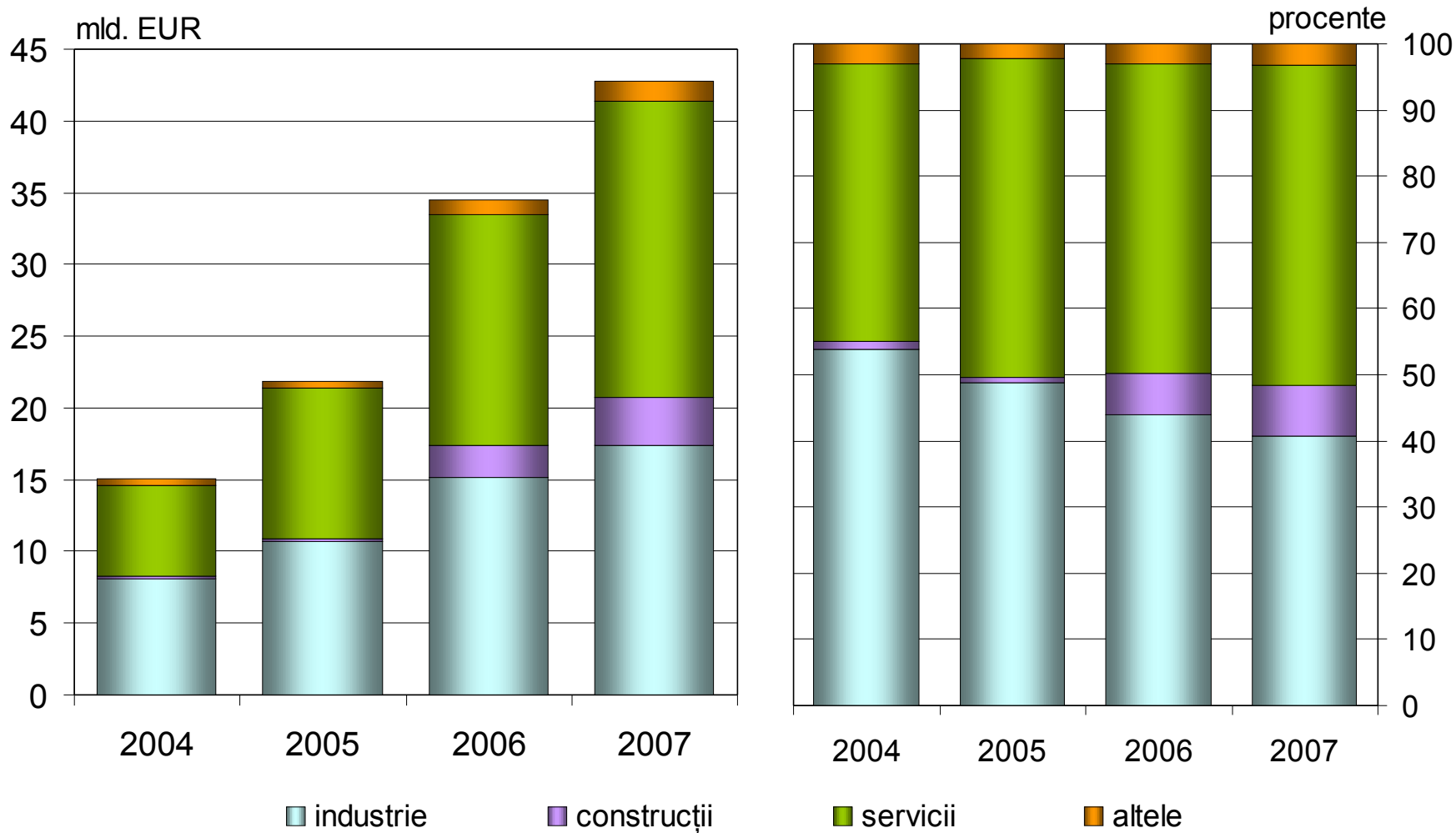
## Capacitatea de ajustare în favoarea bunurilor cu valoare adăugată ridicată a crescut (2)



Sursa: Institutul Național de Statistică

\*) ian.- mai

## Capacitatea de a atrage investiții străine directe s-a îmbunătățit



Sursa: Banca Națională a României

...Dar deteriorarea deficitului de cont curent putea fi atenuată dacă anumite tendințe nesustenabile apărute în sectorul privat erau compensate prin:

- ✓ O conduită prudentă a politicii veniturilor în sectorul public
- ✓ Ajustarea corespunzătoare a deficitelor bugetului public

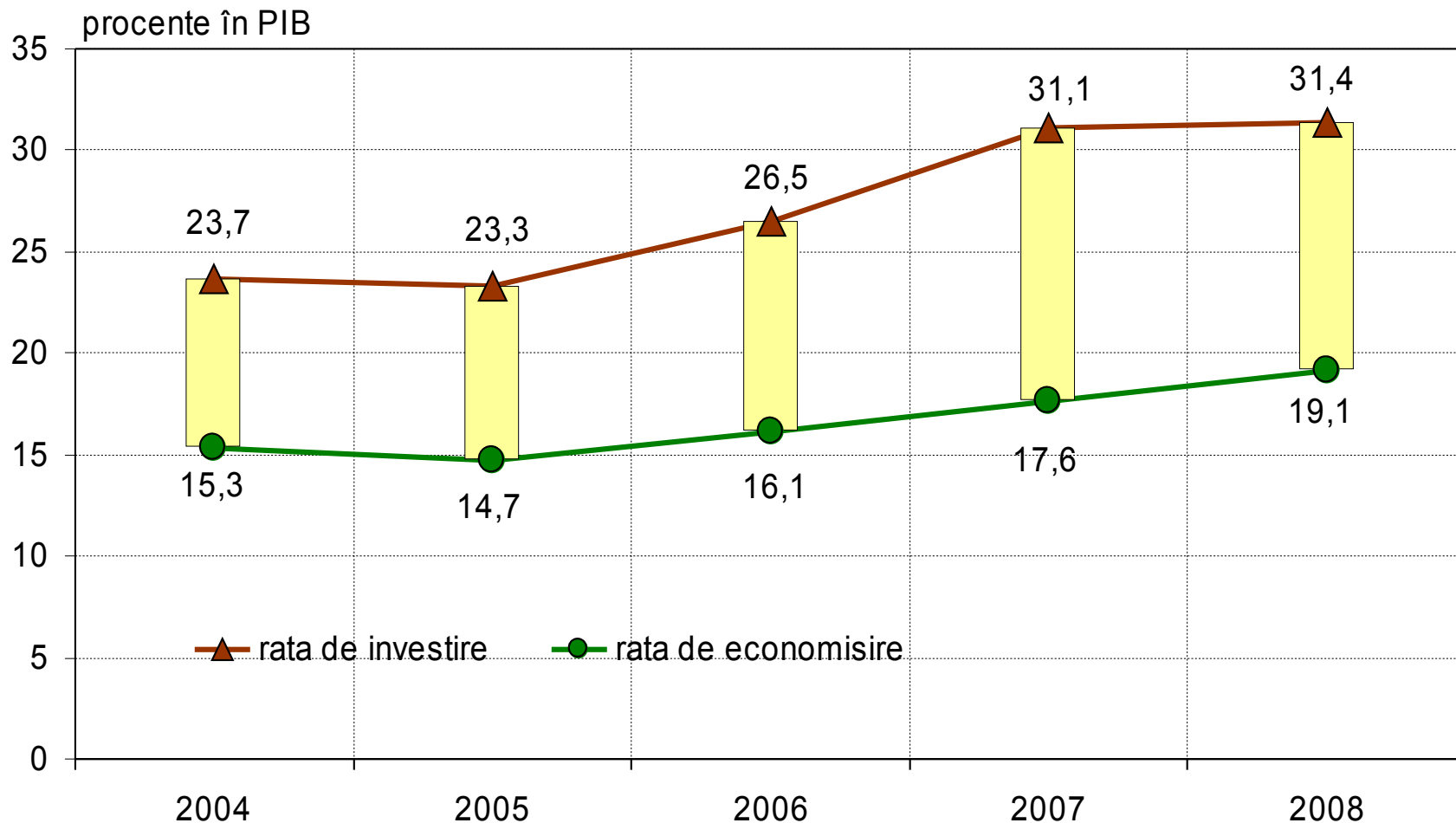
- **Apariția tendințelor nesustenabile în sectorul privat**

---

- Creșterea salariilor reale într-un ritm superior câștigurilor de productivitate
- Evoluția puternic ascendentă a creditului acordat sectorului privat
- Înclinația companiilor și a gospodăriilor de a economisi mai puțin, favorizată de:
  - ✓ Tendința de a percepe sporurile de venit ca permanente
  - ✓ Optimismul privind evoluția veniturilor viitoare (în principal în cazul persoanelor cu vârsta sub 50 de ani)

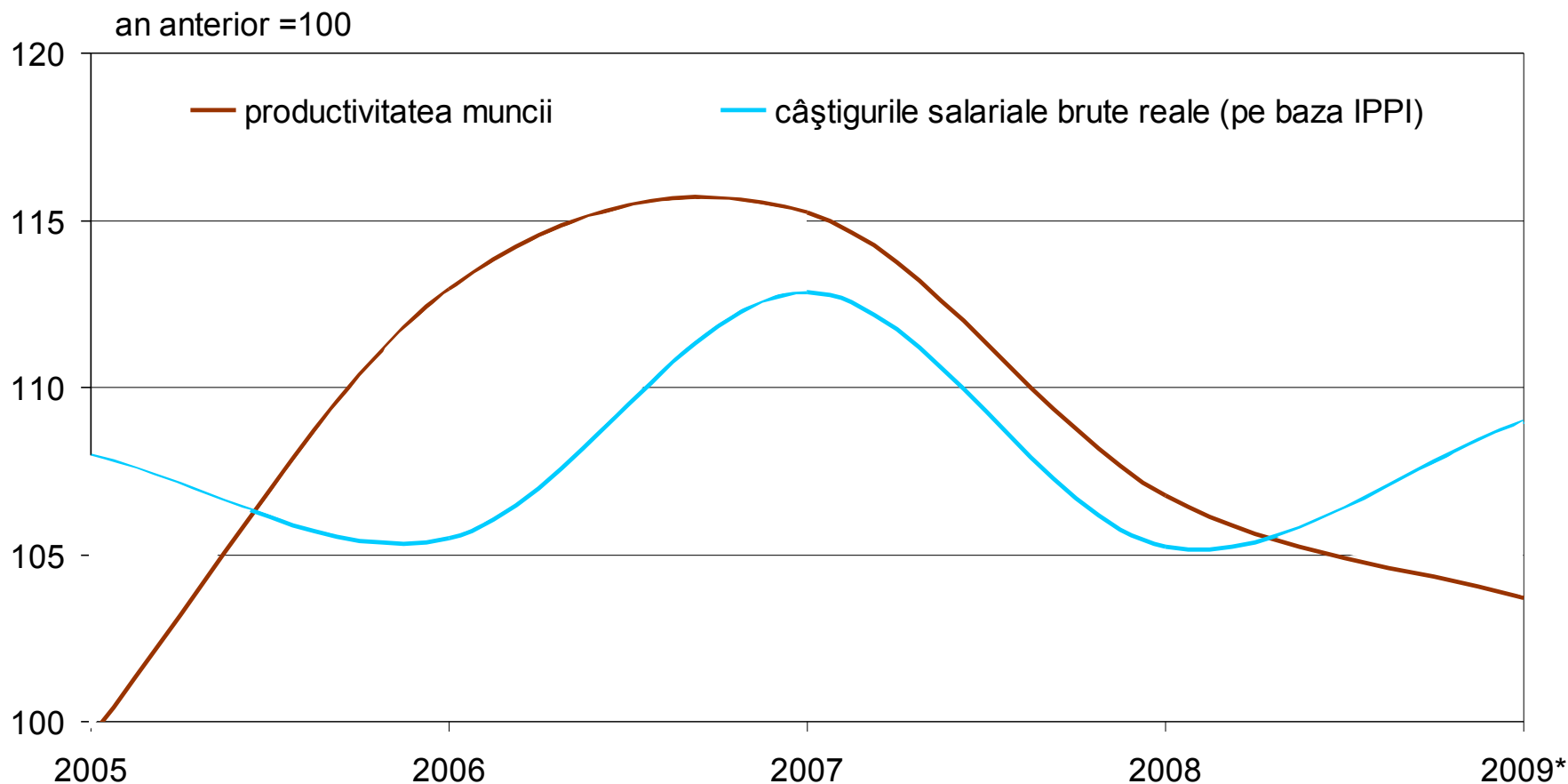


## Rata de economisire și rata de investire în economie



Sursa: Institutul Național de Statistică, calcule Banca Națională a României

## Câștigurile salariale reale și productivitatea muncii în industrie

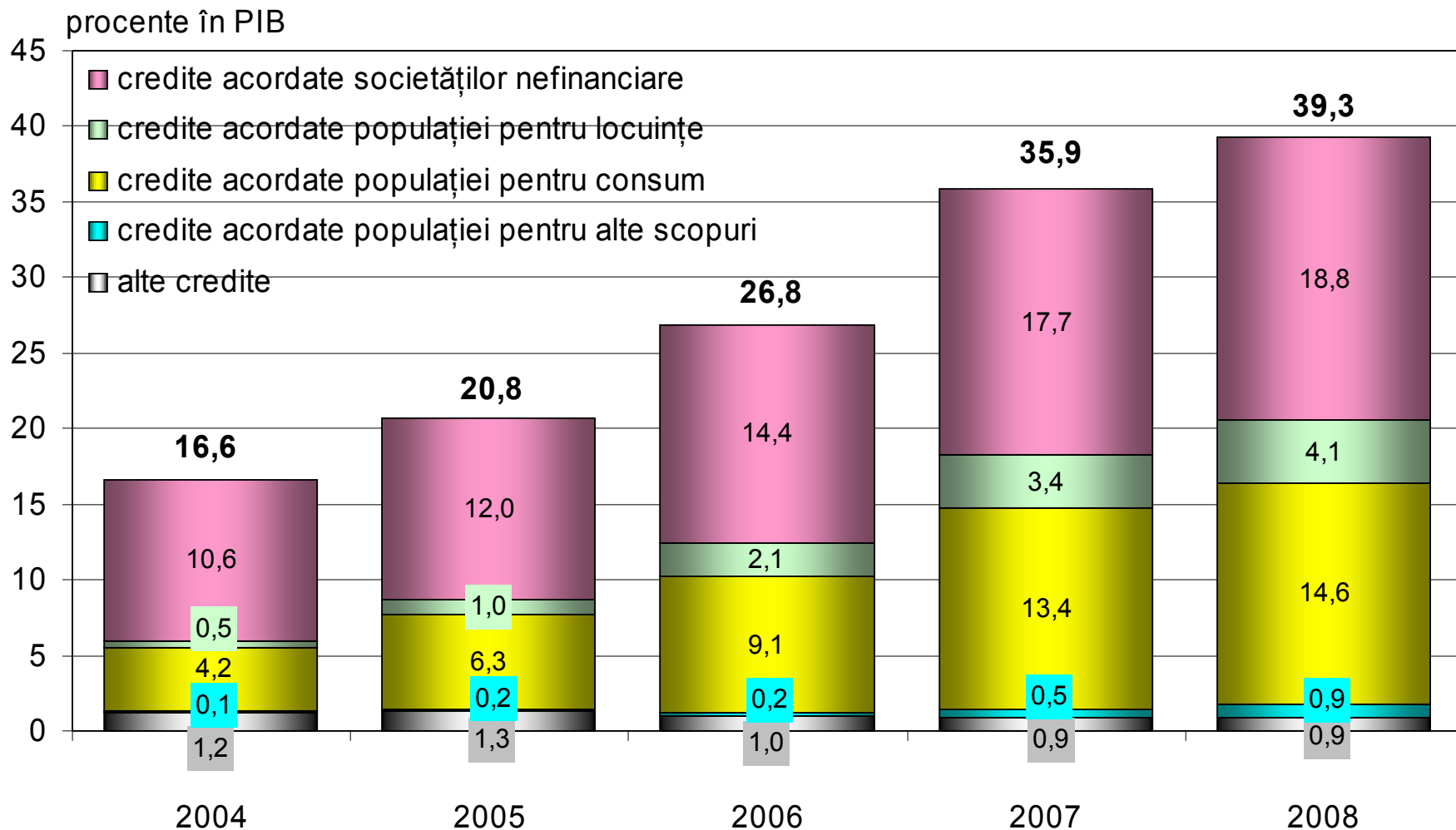


Notă: Date recalulate conform CAEN Rev.2 ca urmare a schimbării anului de bază (2005 în loc de 2000) și a sistemului de ponderare

\*) ian.-iun.

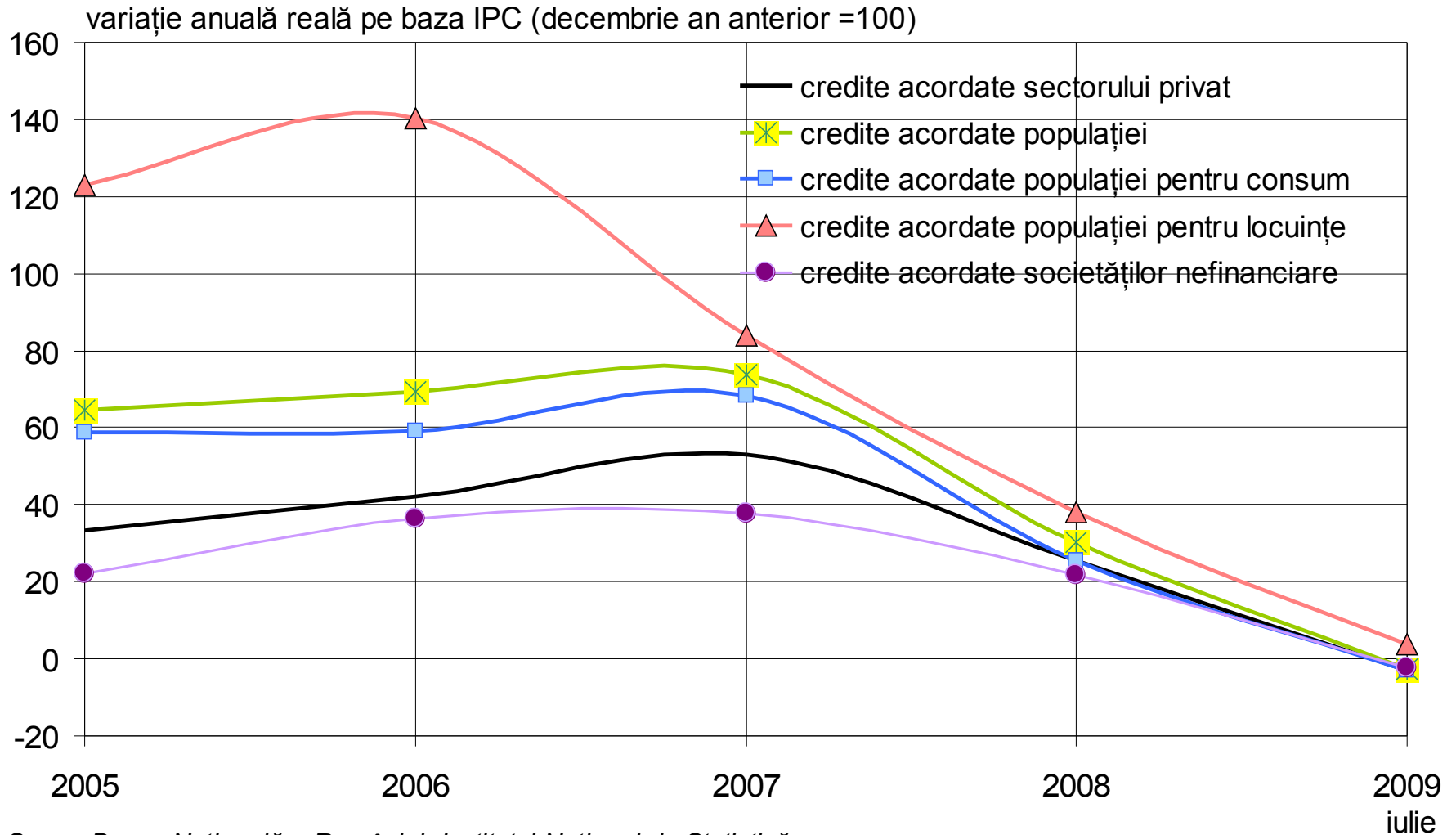
Sursa: Institutul Național de Statistică; calcule Banca Națională a României

## Creditul acordat sectorului privat



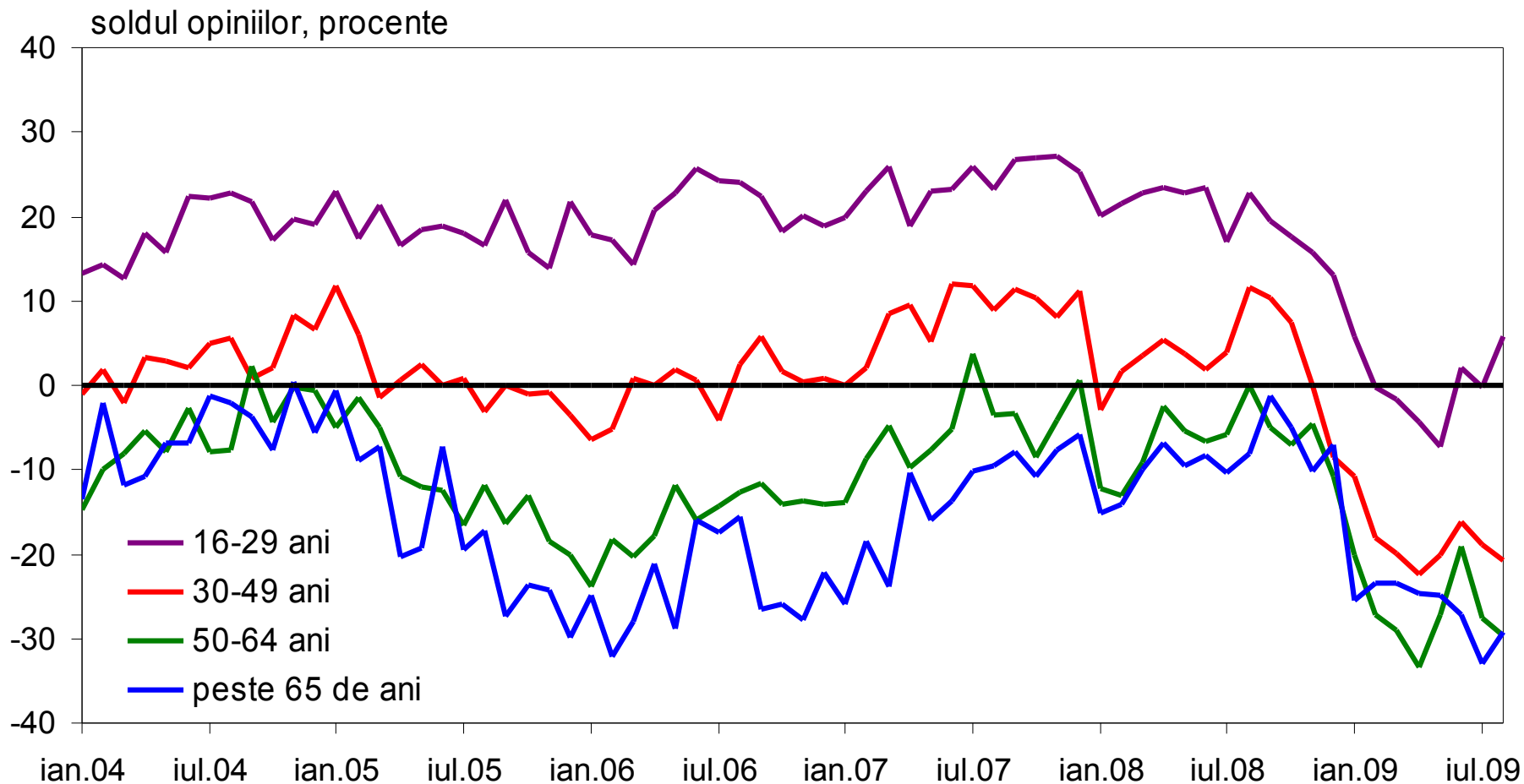
Sursa: Banca Națională a României; Institutul Național de Statistică

# Creditul acordat sectorului privat



Sursa: Banca Națională a României, Institutul Național de Statistică

## Așteptările privind situația financiară în următoarele 12 luni



(+) îmbunătățire, (-) înrăutățire

Sursa: CE - DG ECFIN

- Este criza financiară internațională factorul cheie în reducerea deficitului de cont curent?

## II. Ajustarea contului curent și criza financiară

---

- Ideea că ajustarea a fost generată de criză este larg răspândită și este corectă din perspectiva intrărilor sincrone de capital
- Criza a fost declanșator și accelerator al ajustărilor

## II. Criza – factor declanșator

---

- Începând cu a doua jumătate a anului 2007:
  - ✓ Reducerea substanțială a lichidității la nivel internațional
  - ✓ O aversiune la risc crescândă a investitorilor străini în privința plasamentelor în economiile emergente
  - ✓ Problemele înregistrate în cadrul economiilor gazdă



## II. Ajustarea ar fi avut loc și dacă nu apărea criza

---

- Unele evoluții deveniseră nesustenabile
- Sursele ajustărilor ar fi fost aceleași:
  - ✓ Reducerea finanțărilor externe
  - ✓ Diminuarea încrederii
  - ✓ Scăderea cererii externe pentru exporturile mai scumpe

## II. Criza – accelerator al ajustărilor

---

- Datorită crizei, următoarele ajustări au avut loc **mai devreme și mai rapid**:
  - ✓ Reducerea finanțărilor externe pentru România
  - ✓ Diminuarea încrederii în capacitatea României de a efectua ajustări, date fiind dezechilibrele externe
  - ✓ Scăderea cererii externe pentru exporturi românești

- Erau previzibile reducerea deficitului contului curent, a PIB și a inflației și deprecierea monedei naționale?

Am fost pregătiți pentru evoluțiile  
din T4 2008 și din anul 2009?

### III. Am anticipat ce urma? (1)

---

- Pot exista conexiuni între intrări sincrone mari de capitaluri și crize ale datoriilor suverane, ale cursurilor de schimb, inflației și ale sistemului bancar
- Pentru țările cu venituri mici sau medii, probabilitățile condiționate de existența intrărilor sincrone ca o criză să apară sunt substanțial mai mari decât probabilitățile necondiționate (Reinhart și Reinhart, 2008)
- Cu alte cuvinte, numărul crizelor este mai mare în jurul episoadelor de intrări masive de capitaluri

### III. Am anticipat ce urma? (2)

---

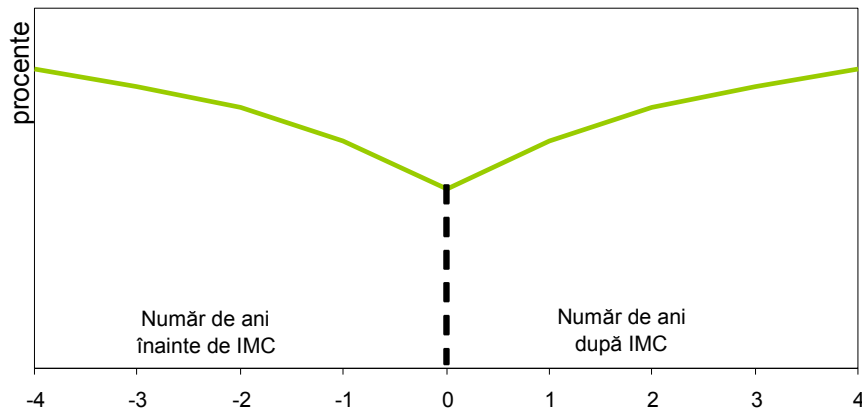
- DA, știam impactul ajustărilor asupra traiectoriei PIB, a cursului de schimb, a deficitului de cont curent și a inflației
- NU am știut magnitudinea ajustărilor
- Criza a făcut diferența dintre *soft landing* și *hard landing*

# III. Traectoria variabilelor

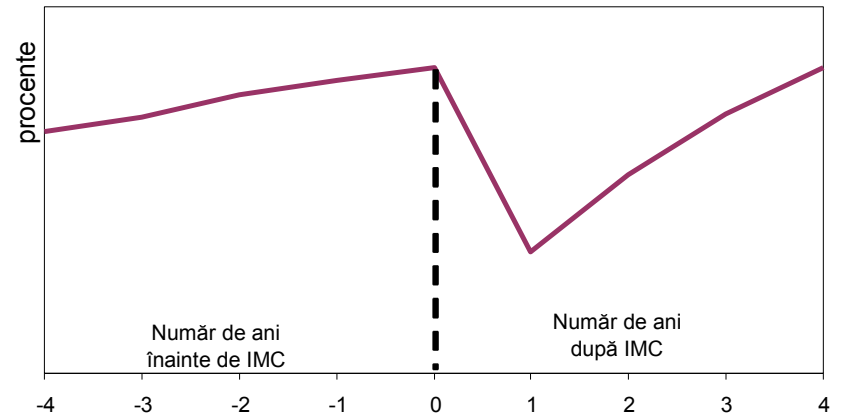
---

- Tiparul evoluției principalelor variabile macroeconomice în cazul reducerii fluxurilor de capital (Reinhart și Reinhart, 2008; Algieri și Bracke, 2007):
  - ✓ *Scădere a PIB*, rapiditatea reluării creșterii depinzând de destinația și modul de gestionare a capitalurilor în perioada intrării acestora
  - ✓ *Depreciere reală a monedei naționale*, mai întâi datorită deprecierei nominale și ulterior inflației în scădere
  - ✓ *Puseu inflaționist pe termen scurt*, datorat deprecierei nominale a monedei naționale, urmat de scăderea inflației, determinată de încetinirea activității economice și de așteptările pesimiste privind evoluția acesteia; politica monetară face ca acest tipar să nu fie cert
  - ✓ *Reducerea deficitului de cont curent*

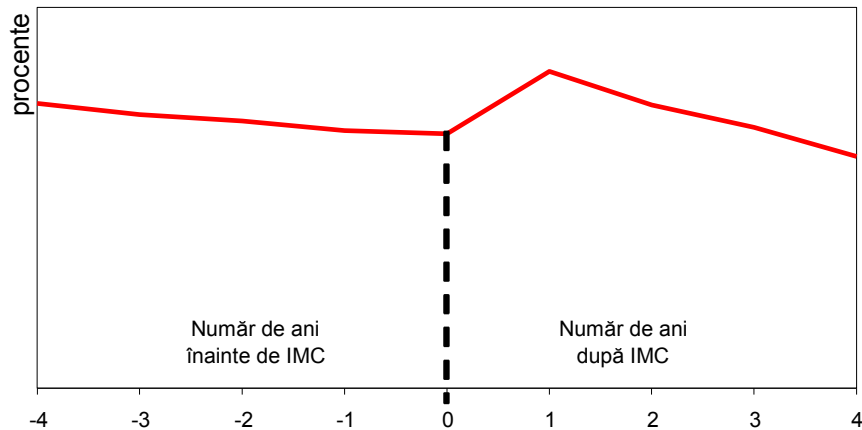
**Deficitul contului curent  
(% în PIB)**



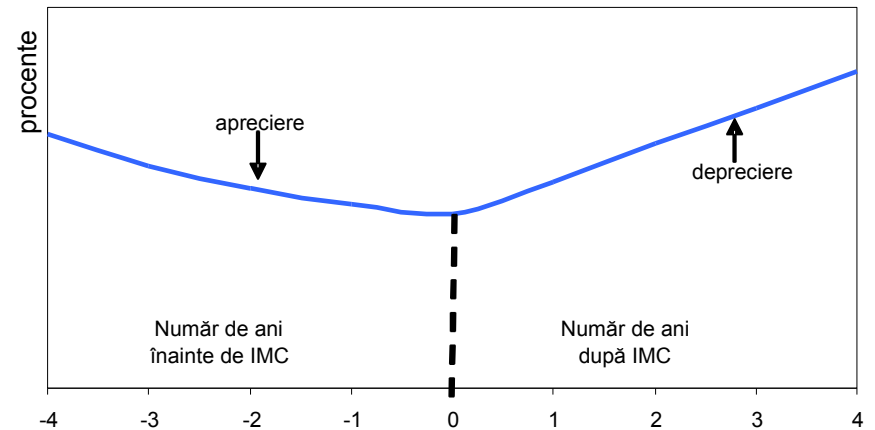
**PIB real  
(variație anuală)**



**Rata inflației  
(dec./dec.)**



**Cursul de schimb real  
(variație anuală)**



Sursa: Stilizări după rezultatele prezentate în literatura de specialitate.

Pentru cele mai recente verificări empirice s-a utilizat Reinhart și Reinhart (2008).

IMC: intrări mari de capital

## III. Răspunsul autorităților (1)

---

- Acord cu instituțiile financiare internaționale merit să:
  - ✓ Diminueze magnitudinea evoluțiilor menționate și anticipate
  - ✓ Refacă credibilitatea privind solvabilitatea externă
  - ✓ Asigure o consistență dinamică a mixului de politici macroeconomice
  - ✓ Reprezinte baza programului autorităților pentru diminuarea efectelor crizei



## III. Răspunsul autorităților (2)

---

- Condiționat de caracterul lax al politicii fiscale și a veniturilor în perioada de expansiune a economiei
- Deteriorarea simultană a condițiilor externe (declinul cererii externe; dependența investițiilor de surse externe de finanțare)
- Investiții publice insuficiente pentru a compensa diminuarea investițiilor private
- Efort redus de atragere a finanțărilor de la UE

- Către ce nivel se îndreaptă pe termen mediu deficitul de cont curent?

# IV. Creșterea economică – depindem de alte economii

---

- Ipoteza decuplării ciclurilor de afaceri ale țărilor emergente de cele ale economiilor dezvoltate
  - ✓ Evidența empirică prezintă rezultate mixte
    - Kose, Otrok, Prasad (2008) – corelație în creștere în cadrul grupelor de țări (emergente și dezvoltate), dar o decuplare a ciclurilor de afaceri între cele două grupe de țări
    - Rose (2009) – nu există o reducere a gradului de sincronizare a ciclurilor economice
    - Walti (2009) – grad mai ridicat de sincronizare a ciclurilor de afaceri ale economiilor emergente cu cele ale economiilor dezvoltate, începând cu a doua parte a anilor '90
  
- Criza infirmă ipoteza decuplării
  - ✓ Efecte complexe resimțite în multe țări
  - ✓ Rol major al canalelor încrederii și financiar
  
- Consecință implicită: majorarea rolului variabilelor externe în reluarea creșterii

## IV. Creșterea economică: evoluții externe recente

---

- Semne ale revigorării economice în cadrul UE (principalul partener comercial)
  - ✓ Sunt permanente sau reflectă doar efectul direct și temporar al stimulilor fiscali?
  - ✓ Necesitatea unei retrageri treptate a stimulilor odată cu revenirea evoluțiilor pozitive la nivelul sectorului privat
- Stabilizare a aversiunii la risc a investitorilor străini față de țările din centrul și estul Europei (*CDS spreads*)

## IV. Creșterea economică: cum va evolua contul curent? (1)

---

- Care este nivelul sustenabil al deficitului de cont curent?
  - ✓ Nu există o cifră magică
  - ✓ Nivelul care asigură stabilizarea ponderii datoriei publice în PIB și intrarea la timp în ERM II
  - ✓ Niveluri mai mari ale deficitului de cont curent nu sunt îngrijorătoare dacă reflectă atragerea de fonduri structurale, investiții străine directe, împrumuturi pe termen lung

## IV. Creșterea economică: cum va evolua contul curent? (2)

---

- Când economisirea externă care sprijină procesul de convergență schimbă comportamentele private interne în ceea ce privește economisirea, guvernul trebuie să economisească mai mult. O astfel de ajustare nu a avut loc între 2004 și 2008
- Deficitul contului curent: 13,5% din PIB în 2007 și 12,3 % din PIB în 2008
- Deficitul bugetului consolidat: 2,3% din PIB în 2007 și 5,3% din PIB în 2008

## IV. Creșterea economică: cum va evolua contul curent? (3)

---

- Ajustare majoră a deficitului extern al sectorului privat în 2009
- **Deziderat:** reluarea investițiilor la nivelul sectorului privat pentru asigurarea derulării procesului de convergență
- **Condiție necesară:** mix de politici coerente, credibile și consistente dinamic, pentru a permite lărgirea orizontului decizional