

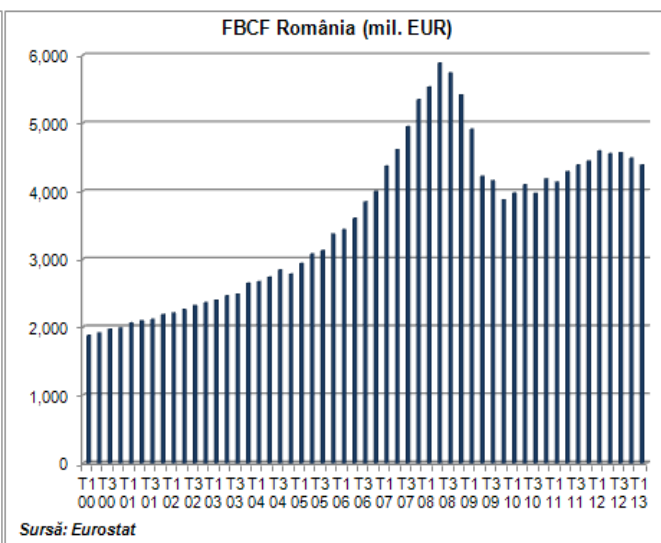
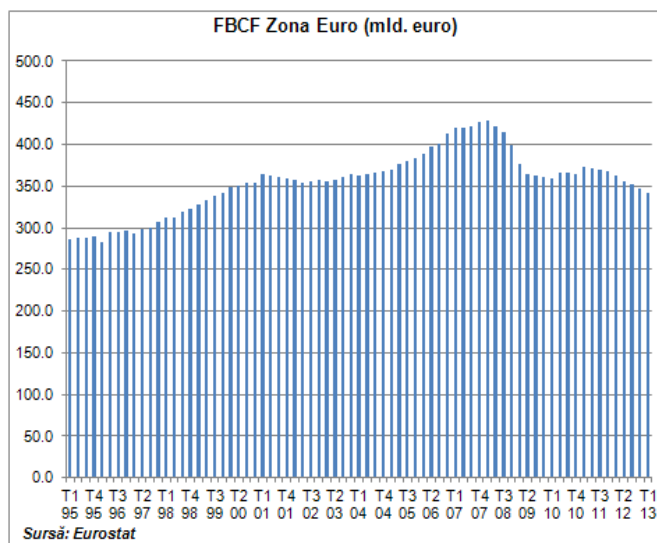
- POTENȚIALUL ECONOMIEI ROMÂNIEI -

31 iulie 2013

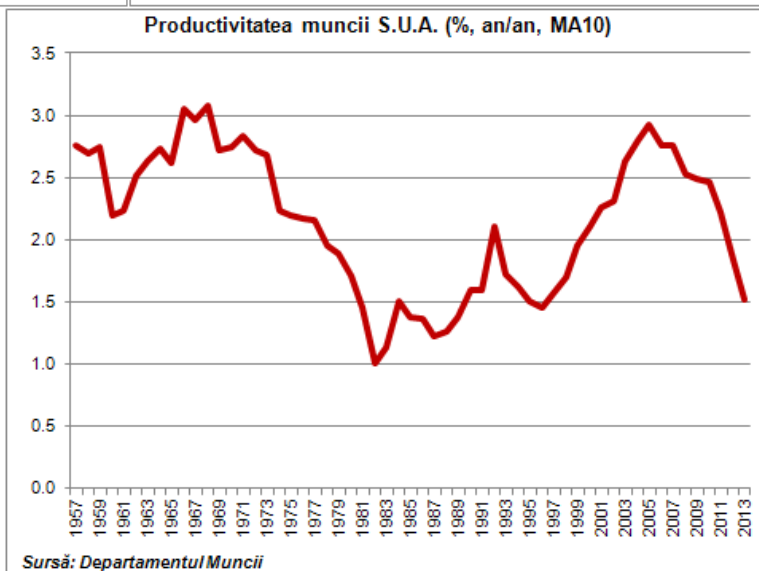
*dr. Andrei RĂDULESCU
Senior Investment Analyst
andrei.radulescu@ssifbroker.ro*

Valurile Marii Recesiuni au readus în prim plan problemele structurale cu care se confruntă atât economiile dezvoltate, dar și statele emergente și în dezvoltare. Mă refer, în primul rând, la potențialul economic, o variabilă macroeconomică abstractă, care reflectă ritmul de evoluție a unei economii când factorii de producție sunt utilizați la capacitate.

Încă din perioada primului val al celei mai severe crize economico-financiare mondiale din ultimele decenii (când am asistat la fenomenul de „*sudden stop*” în sfera fluxurilor financiare internaționale) s-a putut observa o contracție severă și prelungită a investițiilor în economia reală, cele mai afectate economii fiind cele cu un nivel ridicat al dezechilibrelor macroeconomice (acumulate în perioada anterioară crizei) și puternic dependente de finanțarea din exterior. Spre exemplu, în prezent, formarea brută de capital fix se situează în Zona Euro la nivelul minim din 1999, în timp ce pe plan intern acest indicator consemna în trimestrul I al anului un nivel cu 25% sub maximum înregistrat în 2008 (după cum se poate nota în graficele de mai jos).



Evoluția nefavorabilă a investițiilor în economia reală în ultimii ani a influențat condițiile din piața forței de muncă (atât la nivelul cererii, dar și la nivelul ofertei). Șomajul a crescut către valori record în perioada crizei, evoluție determinată, în principal, de



componenta structurală. Astfel, am asistat la fenomenul de depreciere a capitalului uman, cu impact nefavorabil pentru productivitatea muncii (exemplul cel mai elocvent îl reprezintă economia americană) (graficul de mai sus).

Potențialul economic constituie o variabilă macroeconomică fundamentală, relevantă atât din perspectiva piețelor financiare (prin intermediul deciziilor autorităților responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice), dar și pentru procesul de dezvoltare (convergență/progres) a unei economii.

În primul rând, ritmul de evoluție potențial este luat în considerare în cadrul deciziilor de politică monetară ale băncilor centrale. În calibrarea politicilor monetare băncile centrale acordă atenție nu doar inflației, dar și evoluției deviației PIB (output gap) (diferența între ritmul PIB și ritmul PIB potențial).

În al doilea rând, potențialul economic este important în analiza stadiului de dezvoltare a unei economii. Spre exemplu, un ritm ridicat de evoluție a PIB-ului potențial poate exprima un proces de convergență a unei economii către stadiul de maturitate. Pe de altă parte, un ritm redus de evoluție a PIB potențial poate atrage atenția cu privire la importanța implementării unor măsuri de politică economică care să stimuleze oferta agregată.

În continuare voi analiza evoluția PIB-ului potențial în România în perioada 1998-2012. Literatura pe teme macro-econometrice distinge o serie de metode utilizate pentru estimarea potențialului economic: pe de o parte, metodologia Cobb-Douglas; pe de altă parte, utilizarea directă a filtrelor econometrice pe seriile de date PIB.

În cadrul acestei analize am utilizat baza de date Eurostat, software-ul econometric E-Views și am aplicat o metodă similară cu cea agreată de Comisia Europeană, pornind de la funcția clasică de producție Cobb-Douglas:

$$Y = L^{\alpha} \times K^{1-\alpha} \times TFP, \quad ,$$

relație în care Y, L, K, TFP și α reprezintă PIB-ul, factorul muncă, stocul de capital, productivitatea totală a factorilor și elasticitatea factorului muncă. Logaritmând această relație, se obține:

$$Y_t = \alpha \times L_t + (1 - \alpha) \times K_t + TFP_t, \quad (1)$$

în care Y_t , L_t , K_t și TFP_t reprezintă ritmurile de evoluție a PIB, a factorului muncă, a stocului de capital și a productivității totale a factorilor de producție.

Ritmul de evoluție a PIB potențial poate fi exprimat astfel:

$$Y_t^* = \alpha \times L_t^* + (1 - \alpha) \times K_t + TFP_t^* \quad (2)$$

relație în care Y_t^* , L_t^* și TFP_t^* reprezintă componenta structurală pentru ritmurile de evoluție a PIB, a factorului muncă și a productivității totale a factorilor. Această componentă structurală (tendință) a fost estimată prin aplicarea filtrului econometric Hodrick-Prescott.

Am considerat factorul muncă (L) pe baza relației: $L = \text{forța de muncă} \times \text{rata de participare a populației active} \times (1 - \text{rata șomajului}) \times \text{numărul mediu de ore lucrate}$.

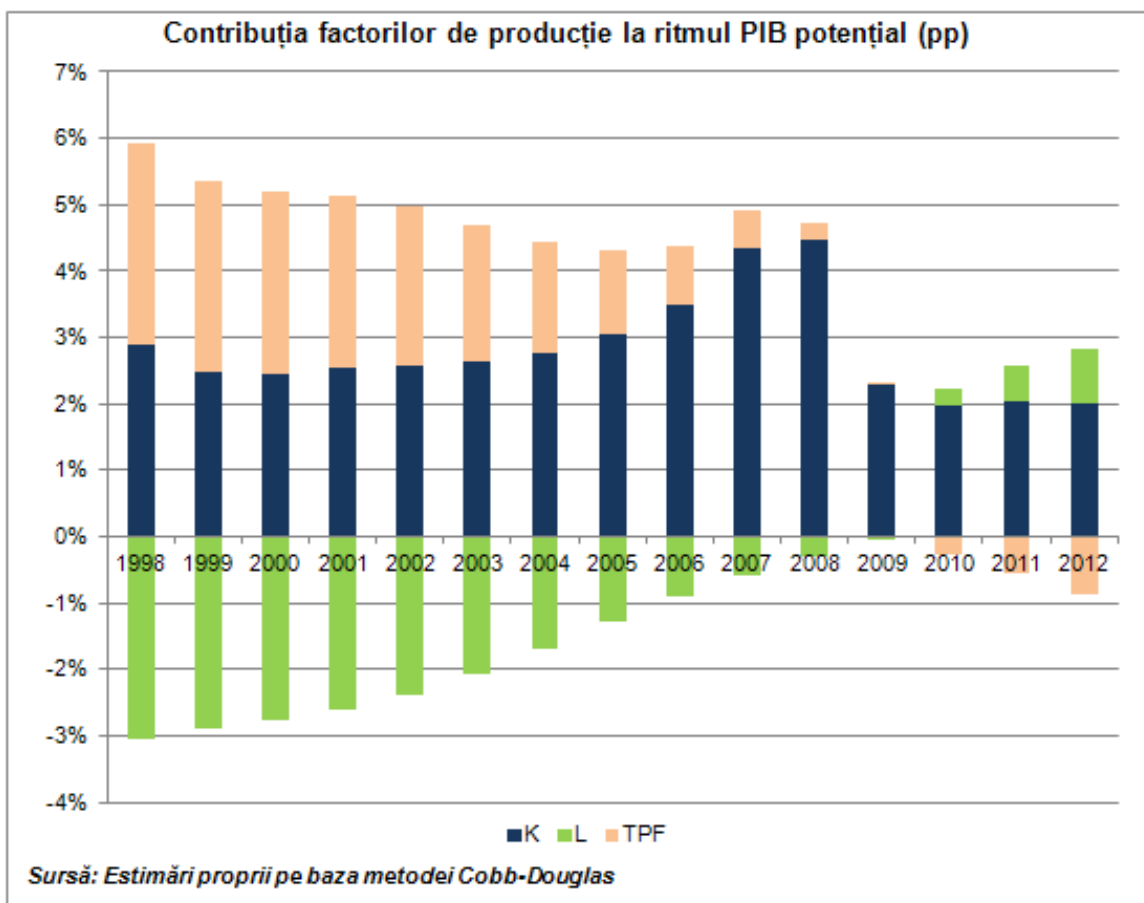
Pentru stocul de capital am aplicat metoda perpetuității: $K_t = K_{t-1} \times (1 - d) + FBCF_t$, relație în care K_t reprezintă stocul de capital din anul t , d – rata de depreciere și $FBCF_t$ – formarea brută de capital fix din anul t . În cadrul analizei am luat în considerare stocul de capital din 1995 din România, așa cum a fost estimat în lucrarea elaborată de Derbyshire et al. (2010). Pentru rata anuală de depreciere am considerat un nivel de 5%.

Variabilele PIB, factorul muncă și stocul de capital sunt observabile, sau se pot calcula ușor pornind de la indicatori statistici comunicați de Eurostat. Principala problemă din cadrul acestei analize constă în estimarea componentei structurale a productivității totale a factorilor de producție. Pentru aceasta, am aplicat din nou filtrul econometric Hodrick-Prescott pe seria TFP_t , determinată pornind de la relația de mai jos:

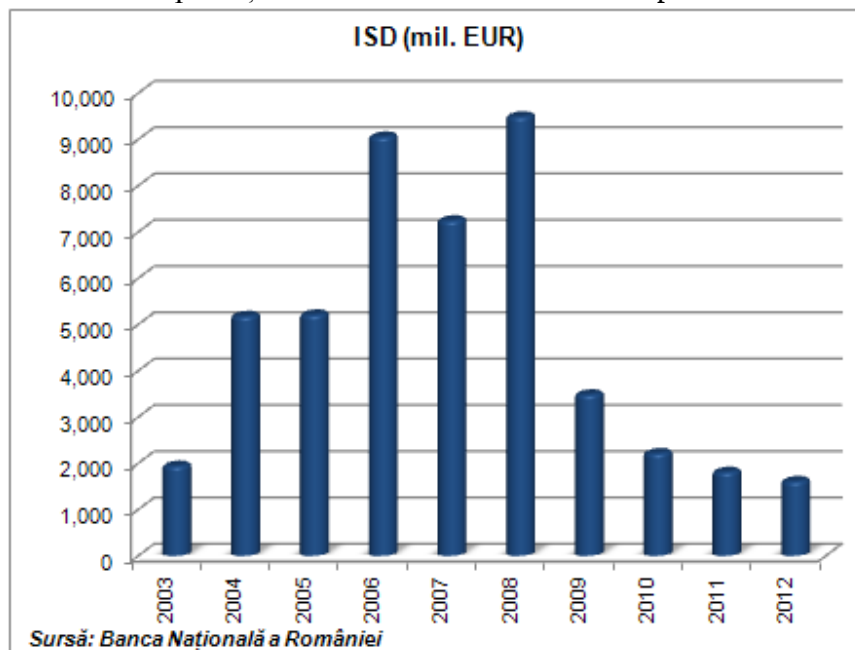
$$TFP_t = Y_t - \alpha \times L_t - (1 - \alpha) \times K_t.$$

În cadrul analizei am utilizat un parametru $\alpha = 0,65$ (elasticitatea factorului muncă), nivel considerat și în estimările Comisiei Europene și, foarte apropiat, de nivelul determinat de Academicianul Dobrescu (2006, 2009). În accepțiunea Comisiei Europene, acest parametru este definit ca ponderea salariilor în PIB în țările Uniunii Europene în ultimele decenii (lucrarea semnată de D'Auria, et al. (2010)).

Rezultatele estimărilor elaborate sunt prezentate în graficul de mai jos. După cum se poate nota în acest grafic, *ritmul potențial de evoluție a economiei interne se situează în prezent la aproximativ 2% an/an*, cel mai redus nivel din perioada analizată (1998 – 2012). Pentru o analiză mai profundă a acestor rezultate voi distinge două perioade: 2000 – 2008 (perioada primului ciclu de economie de piață de după cel de-Al Doilea Război Mondial); respectiv 2009 – 2012 (perioada de la declanșarea Marii Recesiuni până în prezent).



În continuare voi analiza dinamica potențialului economiei interne în primul interval, perioada 2000 – 2008. După cum se poate nota în graficul alăturat, ritmul de evoluție a PIB potențial a accelerat de la 2,4% an/an în 2000 la 4,5% an/an în 2008 (cel mai ridicat nivel din ultimele decenii). Această evoluție a fost determinată, în principal, de componenta stocul de capital, a cărei contribuție la formarea PIB potențial a



crescut de la 2,4 p.p. în anul 2000 la 4,5 p.p. în 2008. Practic, în această perioadă economia internă a fost inundată de fluxuri străine de capital, evoluție determinată de o serie de factori: ajustarea macroeconomică după programul cu FMI implementat la finalul anilor 1990; perspectivele de aderare la structurile euro-atlantice (confirmate în 2004, respectiv 2007); liberalizarea contului de capital; potențialul de export și de consum privat (după un îndelungat proces de tranziție); existența unor obiective economice importante care urmau să fie privatizate. Conform datelor Eurostat, formarea brută de capital fix a crescut cu un ritm mediu anual de 15% în perioada 2000 – 2008 (doar din investiții străine directe au intrat în România peste 38 miliarde EUR între 2003 și 2008, conform datelor BNR).

De asemenea, componenta productivitatea totală a factorilor de producție a contribuit pozitiv la dinamica ritmului potențial în această perioadă, în medie cu 1,6 p.p. pe an. Cu toate acestea, contribuția acestui element a decelerat, de la 2,7 p.p. în 2000 la doar 0,3 p.p. în 2008. Această evoluție poate reflecta două aspecte: pe de o parte, procesul de restructurare a economiei (determinat de intrările masive de capital străin) nu a fost acompaniat de implementarea reformelor structurale, menite să flexibilizeze piețele de bunuri și servicii, dar și piața forței de muncă; pe de altă parte, o serie de investiții în economia internă în perioada premergătoare crizei au fost direcționate către sectoare care nu sunt expuse concurenței internaționale (*non-tradables*). Spre exemplu, investițiile masive în construcții, imobiliar, financiar-bancar au contribuit doar la

acumularea de dezechilibre macroeconomice, fără a avea o contribuție pozitivă la potențialul economic.

Pe de altă parte, contribuția factorului muncă la dinamica PIB potențial în perioada 2000 – 2008 a fost negativă, în medie -1,6 p.p. pe an, evoluție determinată de restructurarea economiei (majoritatea companiilor importante ale statului au fost privatizate), dar și de accelerarea fluxurilor de migrație a populației active. Cu toate acestea, menționez faptul că această contribuție negativă a factorului muncă s-a redus în intensitate (doar -0,3 p.p. în 2008).

Cu alte cuvinte, se poate concluziona că în această perioadă, 2000 – 2008, dinamica capitalului financiar nu a reușit să antreneze capitalul uman și nici productivitatea totală a factorilor de producție.

În ceea ce privește a doua perioadă, 2009 – 2012, se poate observa o deteriorare a potențialului economic pe plan intern. Ritmul de evoluție a PIB potențial s-a atenuat de la 4,5% an/an în 2008 la 2,3% an/an în 2009 și 2% an/an în perioada 2010 – 2012. Această evoluție a fost determinată de resimțirea Marii Recesiuni: fenomenul de **sudden stop** al fluxurilor financiare internaționale direcționate spre România; criza datoriilor suverane din Europa (principalul partner economic); lipsa capitalului autohton. Spre exemplu, contribuția stocului de capital la dinamica PIB potențial s-a redus de la 4,5 p.p. în 2008 la doar 2,3 p.p. în 2009 și 2 p.p. / an ulterior. Declinul sever al investițiilor în 2009 (formarea brută de capital fix s-a contractat cu 24% an/an) a determinat o evoluție nefavorabilă a productivității totale a factorilor de producție (indicator a cărui contribuție la dinamica PIB potențial a scăzut de la 0,3 p.p. în 2008 la 0 p.p. în 2009). Totodată, prelungirea climatului investițional nefavorabil (cu implicații drastice pentru contextul laboral) a rezultat în intensificarea tendinței de deteriorare a productivității totale a factorilor de producție (contribuție de -0,6 p.p. în 2011 și de -0,9 p.p. în 2012).

Pe de altă parte, contribuția factorului muncă la dinamica PIB potențial s-a stabilizat în 2009 (după 12 ani de evoluție negativă), intrând în teritoriu pozitiv începând cu 2010 (0,2 p.p.), pentru a accelera la 0,8 p.p. în 2012, evoluție susținută și de implementarea unor reforme laborale (Noul Cod al Muncii).

Analiza elaborată permite o serie de concluzii importante pentru procesul de dezvoltare a României pe termen mediu și lung. În primul rând, din 1998 până în prezent capitalul străin a avut rolul de motor al economiei, intrările masive determinând accelerarea potențialului economic (la 4,5% an/an în 2008), însă ieșirile ulterioare nu au putut fi contrabalansate de capitalul autohton. Practic, dinamica economiei interne din perioada 2000 – 2008 nu a reușit să conducă la dezvoltarea sustenabilă a capitalului financiar autohton (acesta nu are nici forța și nici know-how-ul necesare pentru a relansa economia către un nou ciclu economic). Totodată, din 1998 până în prezent nu a fost acordată atenția necesară problemei capitalului uman, nici de către autoritățile responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice, nici de către sectorul privat (mă refer aici la programele de long-life learning, la investiția în cercetare/dezvoltare). Doar așa se poate explica faptul că productivitatea totală a factorilor de producție a avut o contribuție în deteriorare la formarea PIB potențial din 1998 până în prezent. De asemenea, ***munca constituie eterna problemă în economia României***, acest factor consemnând evoluții nefavorabile la formarea ritmului PIB potențial inclusiv în perioadele în care intrau în țară peste 10 miliarde EUR / an.

Concluzionând, atrag atenția cu privire la faptul că, în prezent, economia internă se confruntă cu cel mai redus ritm de evoluție a PIB potențial din ultimii 15 ani. Practic, tot câștigul de potențial din perioada premergătoare crizei mondiale a fost anulat ulterior (nu a fost durabil), dată fiind lipsa implementării reformelor structurale. Cu alte cuvinte, se poate spune că primul ciclu de economie de piață din ultimele decenii (2000-2008) a fost unul pierdut pentru România, cel puțin din perspectiva structurală.

Din analiza elaborată se poate desprinde o recomandare pentru autoritățile responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice pe plan intern: prioritizarea politicilor care influențează oferta agregată (pentru ameliorarea ritmului potențial); neutralizarea politicilor economice de partea cererii agregate.

Bibliografie

D'Auria, F., et al. 2010. The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps. *European Commission Economic Papers*, 420. Disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2010/ecp420_en.htm (accesat august 2012).

Derbyshire, J., Gardiner, B. and Waights, S., 2010. Estimating the capital stock for the NUTS2 regions of the EU-27, *European Union Regional Policy*, 1. Disponibil la http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/work/2011_01_capital_stock.pdf (accesat iunie 2012).

Dobrescu, E., 2006. *Macromodels of the Romanian Market Economy*. Bucharest: Economica.

Dobrescu, E., 2009. Estimating the Total Factor Productivity in Romanian Economy. *Amfiteatru Economic*, 26, pp. 512-521.

Denegarea responsabilității legale

Acest raport nu este destinat pentru a fi distribuit sau utilizat de către orice persoană sau entitate care este cetățean sau rezident, situat în România sau în orice altă jurisdicție, în cazul în care o astfel de distribuție, publicare sau utilizare ar fi contrară unei legi sau regulament, sau care ar putea face obiectul unui litigiu cu SSIF Broker SA.

Toate materialele prezentate în acest raport, cu excepția cazurilor indicate distinct, sunt în conformitate cu drepturile de autor ale SSIF Broker SA. Niciunul dintre materiale, sau conținutul acestora, sau orice copie a acestora, nu pot fi modificate, transmise, copiate sau distribuite pentru orice altă parte, fără permisiunea scrisă a SSIF Broker SA.

Toate mărcile comerciale, mărcile de servicii și logo-urile utilizate în acest raport sunt mărci comerciale sau mărci de servicii sau mărci comerciale înregistrate ale SSIF Broker SA.

Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Broker SA au un scop informativ, SSIF Broker SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Broker SA nu își asumă nici un fel de obligație pentru eventualele pierderi suferite în urma folosirii acestor informații. Datele obținute pentru redactarea materialului au fost obținute din surse considerate de încredere, corectitudinea și completitudinea lor neputând fi totuși garantată.

Materialul poate include informații publicate de societatea emitentă prin diferite mijloace (rapoarte ale companiei, comunicate de presă, hotărâri AGA) și date obținute de pe site-ul Bursei de Valori București. SSIF BROKER SA și angajații săi pot deține instrumente financiare prezentate în acest raport și/sau pot avea relații contractuale cu emitenții prezentați sau SSIF Broker SA ar putea acționa ca formator de piață pentru acestea.

Informațiile cuprinse în acest raport exprimă anumite opinii legate de o clasă de valori mobiliare. Decizia finală de cumpărare sau vânzare a acestora trebuie luată în mod independent de fiecare investitor în parte, pe baza unui număr cât mai mare de opinii și analize. SSIF Broker SA și realizatorii acestui raport nu își asumă niciun fel de obligație pentru eventuale pierderi suferite în urma folosirii acestor informații. De asemenea, nu sunt răspunzători pentru veridicitatea și calitatea informațiilor obținute din surse publice sau direct de la emitenți.

Dacă prezentul raport include recomandări, acestea se referă la investiții în acțiuni pe termen mediu și lung. SSIF Broker SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare. Istoricul rapoartelor publicate și a recomandărilor formulate de SSIF Broker SA se gasește pe site-ul www.ssifbroker.ro, secțiunea analize. Rapoartele de analiză se pot actualiza sau modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Broker SA consideră necesar. Data la care se publică sau se modifică un raport este identificată în conținutul acestuia și/sau în canalul de distribuție folosit.

SSIF Broker SA aplică măsuri de ordin administrativ și organizatoric pentru prevenirea și evitarea conflictelor de interese în ceea ce privește recomandările, inclusiv modalități de protecție a informațiilor, prin separarea activităților de analiză și research de alte activități ale companiei, prezentarea tuturor informațiilor relevante despre potențiale conflicte de interese în cadrul rapoartelor, păstrarea unei obiectivități permanente în rapoartele și recomandările prezentate. Investitorii sunt avertizați că orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degrabă forme de estimare și nu pot garanta un profit cert. Investiția în valori mobiliare este caracterizată prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atribuții de supraveghere a SSIF Broker SA este Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>. Aceste informații sunt prezentate în conformitate cu Regulamentul CNVM 15/2006 privind recomandările pentru investiții în instrumente financiare.

Preluarea materialelor oferite de către SSIF Broker SA, fără menționarea sursei este interzisă și se pedepsește conform legilor în vigoare. Pentru informații suplimentare despre piața de capital și investițiile în instrumente financiare, vă invităm să vizitați pagina de internet: www.ssifbroker.ro.



SSIF Broker S.A.

<i>Calea Motilor nr. 119 Cluj-Napoca</i>	<i>ANSPDCP nr. înreg. 1187-2009</i>
<i>tel 0364 401 709</i>	<i>Decizia CNVM 3097/10.09.2003</i>
<i>fax 0364 401 710</i>	<i>Capital social 84.670.466,75 lei</i>
<i>email secretariat@ssifbroker.ro</i>	<i>Nr. înreg la ORC J12/3038/1994 CUI 6738423</i>
<i>www.ssifbroker.ro</i>	<i>RO22BRDE130SV07791571300 BRD Suc. Cluj-Napoca</i>