

„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

- I. Ar fi putut evita România deteriorarea contului curent între 2004 și 2008?
- II. Este criza financiară internațională factorul cheie în reducerea deficitului de cont curent?
- III. 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?
- IV. Către ce nivel se îndreaptă pe termen mediu deficitul de cont curent?

I. 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

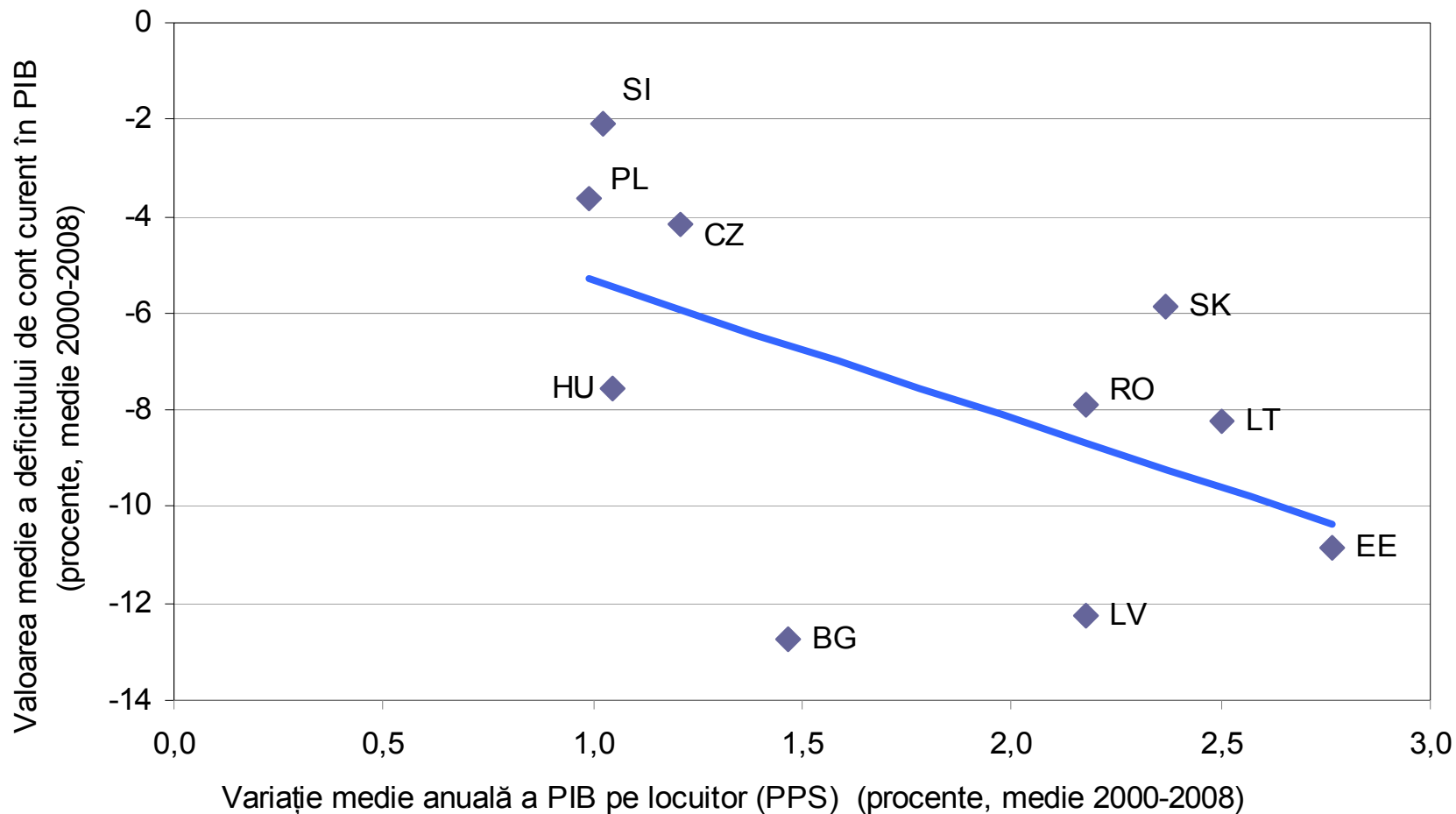
I. Factorii ultimului ciclu sincron

- 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

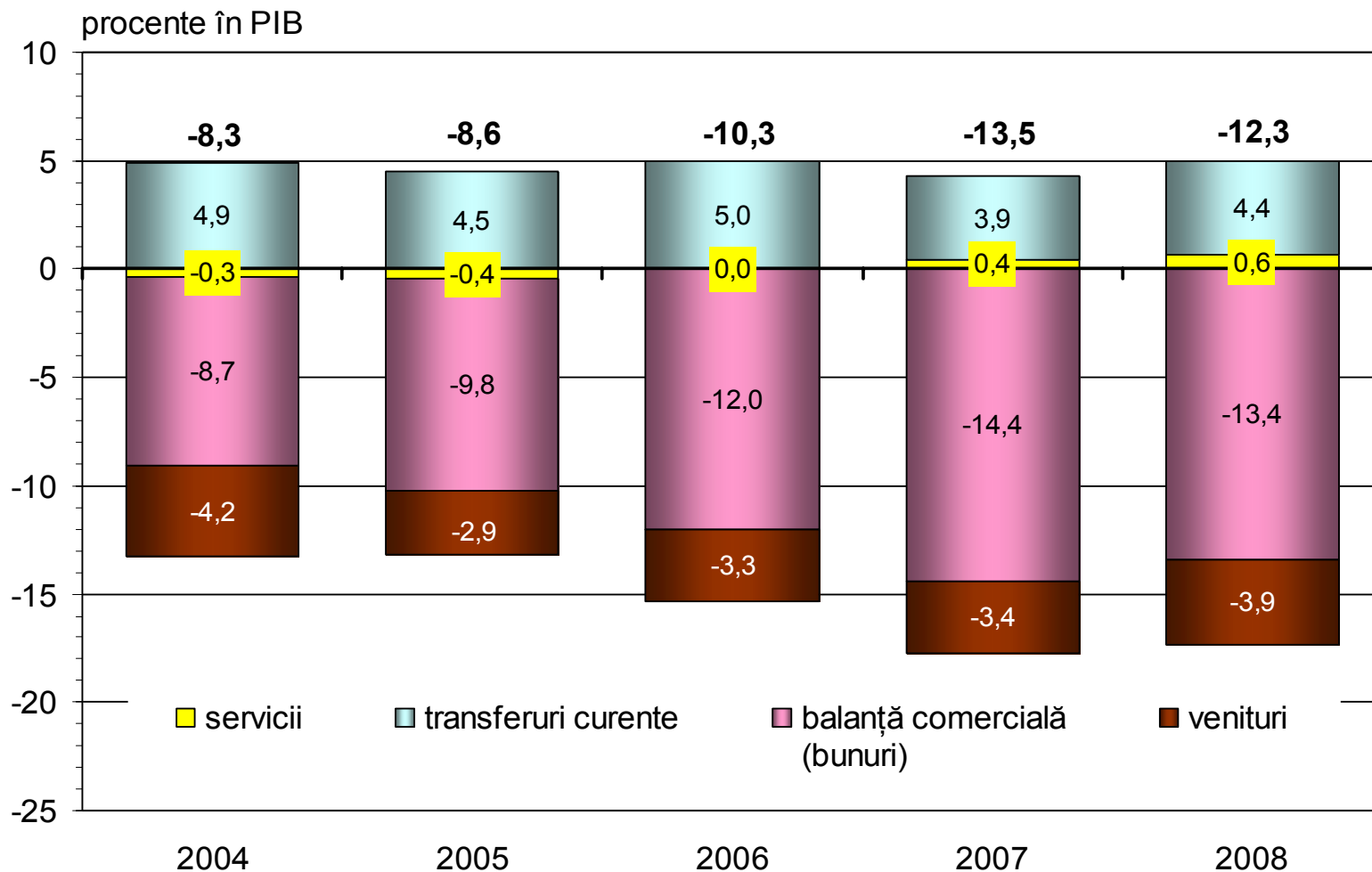
- Adâncirea deficitului de cont curent a reflectat și derularea procesului de convergență cu UE
- Pentru a se dezvolta, România are nevoie de atragerea de economii din exterior
- Competitivitatea externă nu s-a deteriorat

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



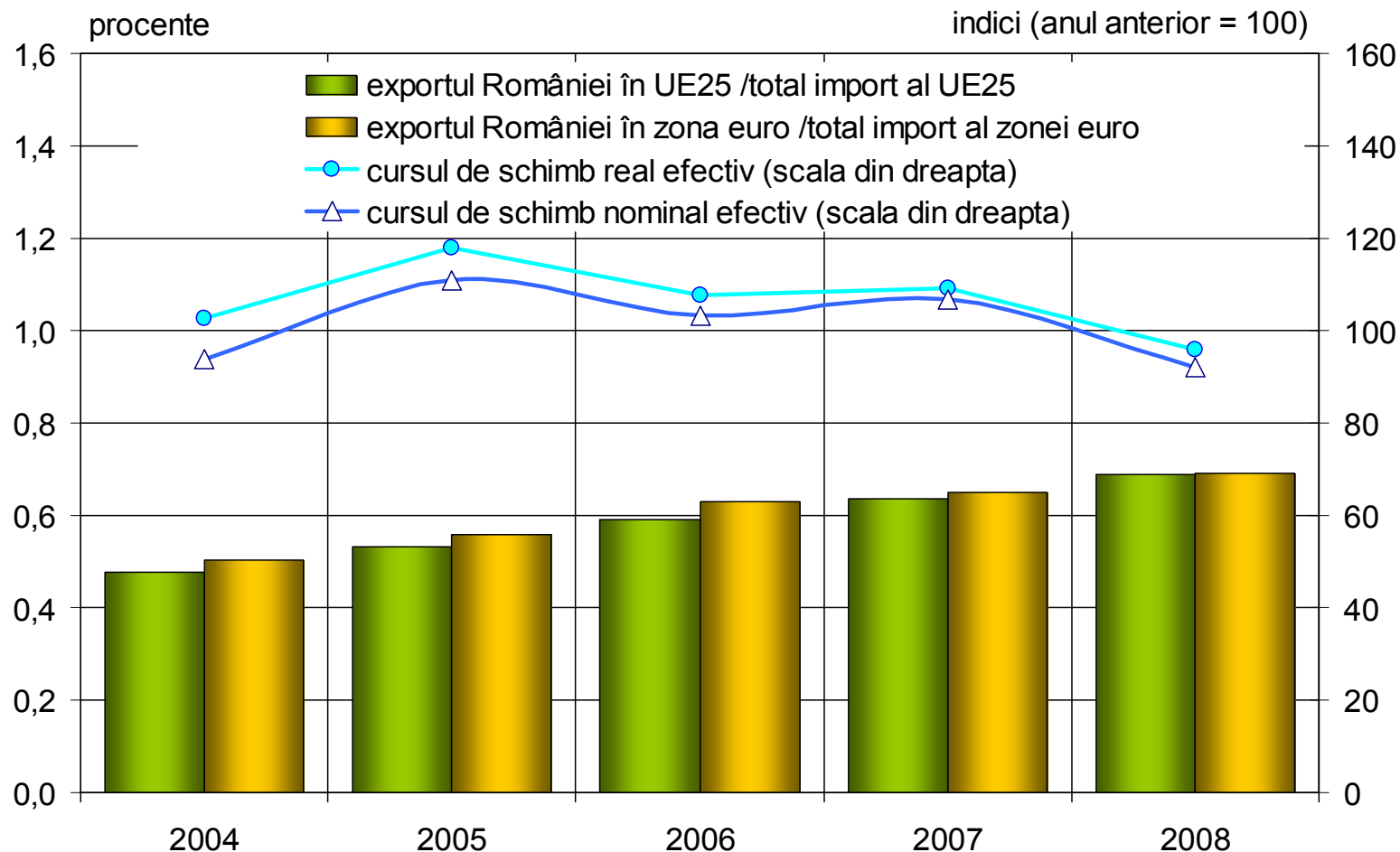
Sursa: Eurostat

Transferurile curente contribuie semnificativ la diminuarea deficitului extern



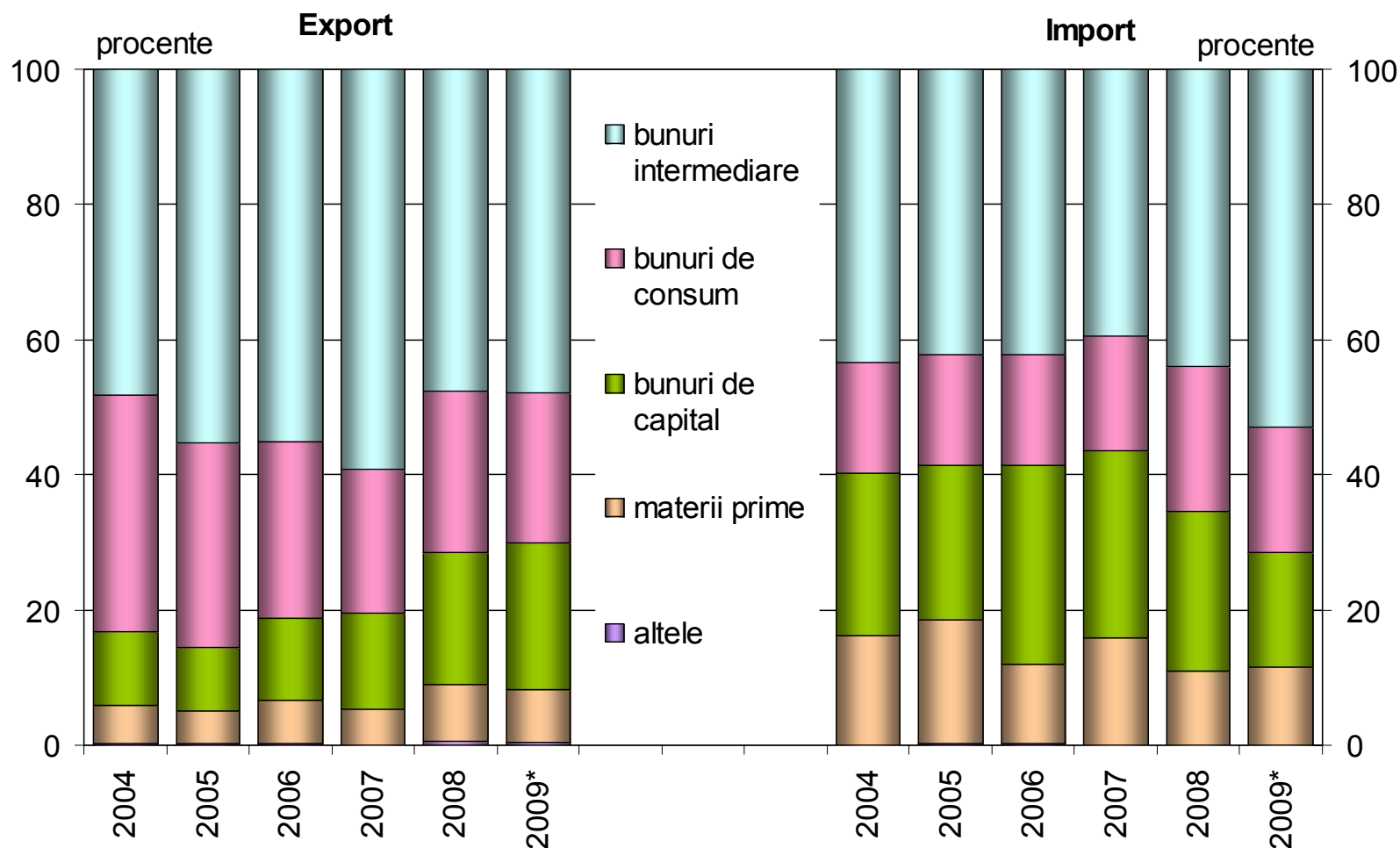
Sursa: Banca Națională a României

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



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

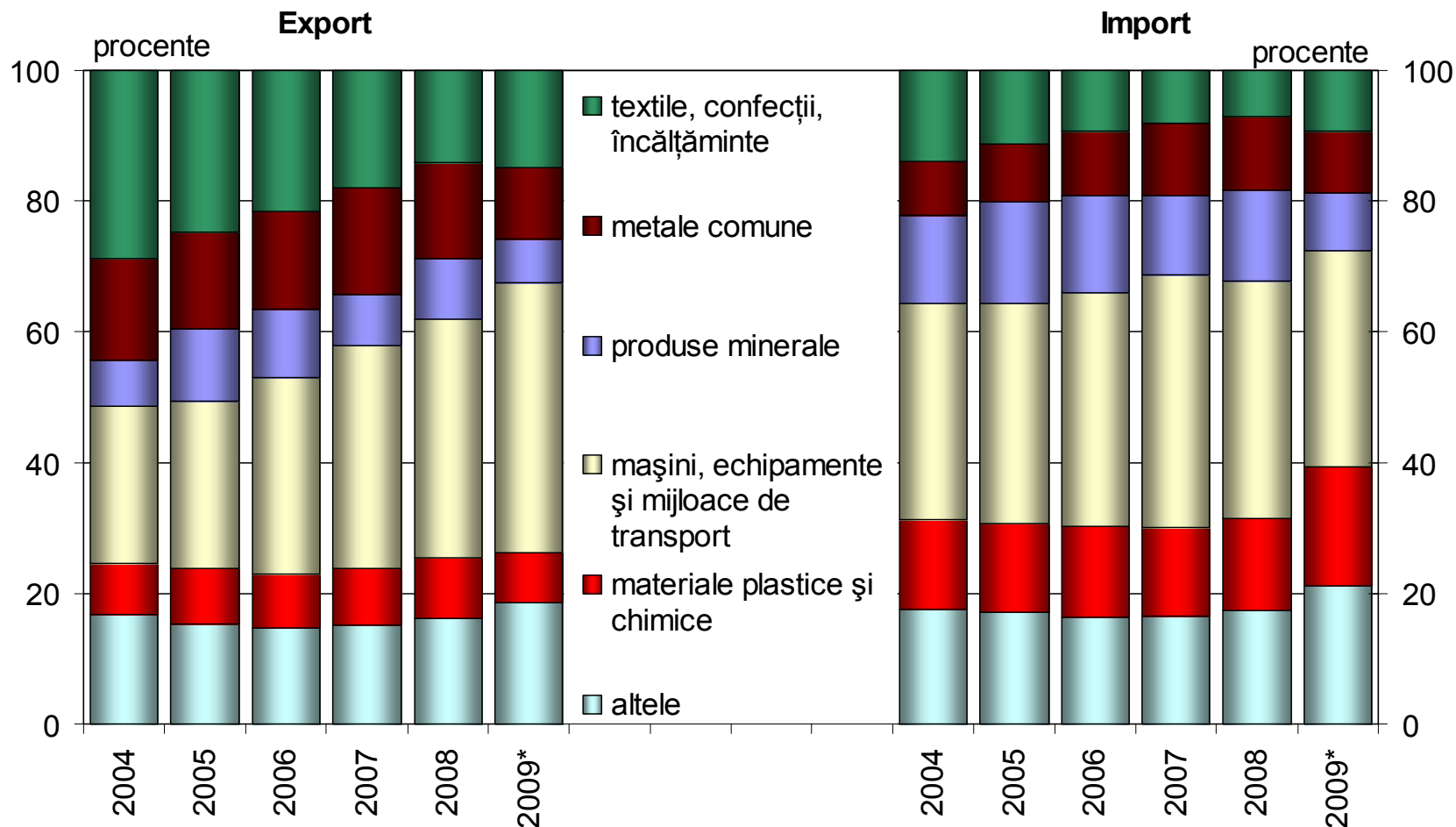
Capacitatea de ajustare în favoarea bunurilor cu valoare adăugată ridicată a crescut (1)



Sursa: Institutul Național de Statistică

*) ian.-mai

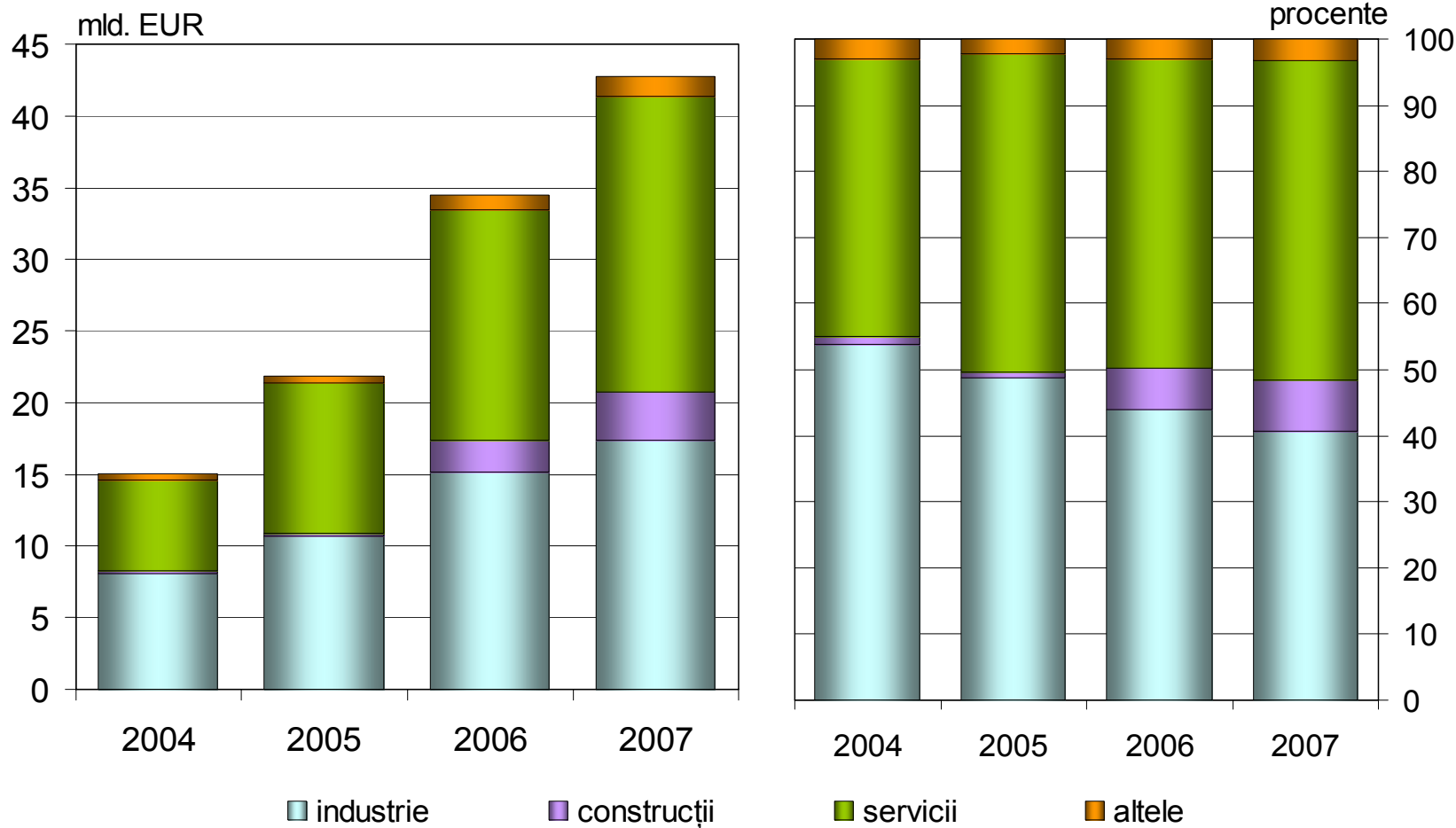
Capacitatea de ajustare în favoarea bunurilor cu valoare adăugată ridicată a crescut (2)



Sursa: Institutul Național de Statistică

*) ian.- mai

Capacitatea de a atrage investiții străine directe s-a îmbunătățit



Sursa: Banca Națională a României

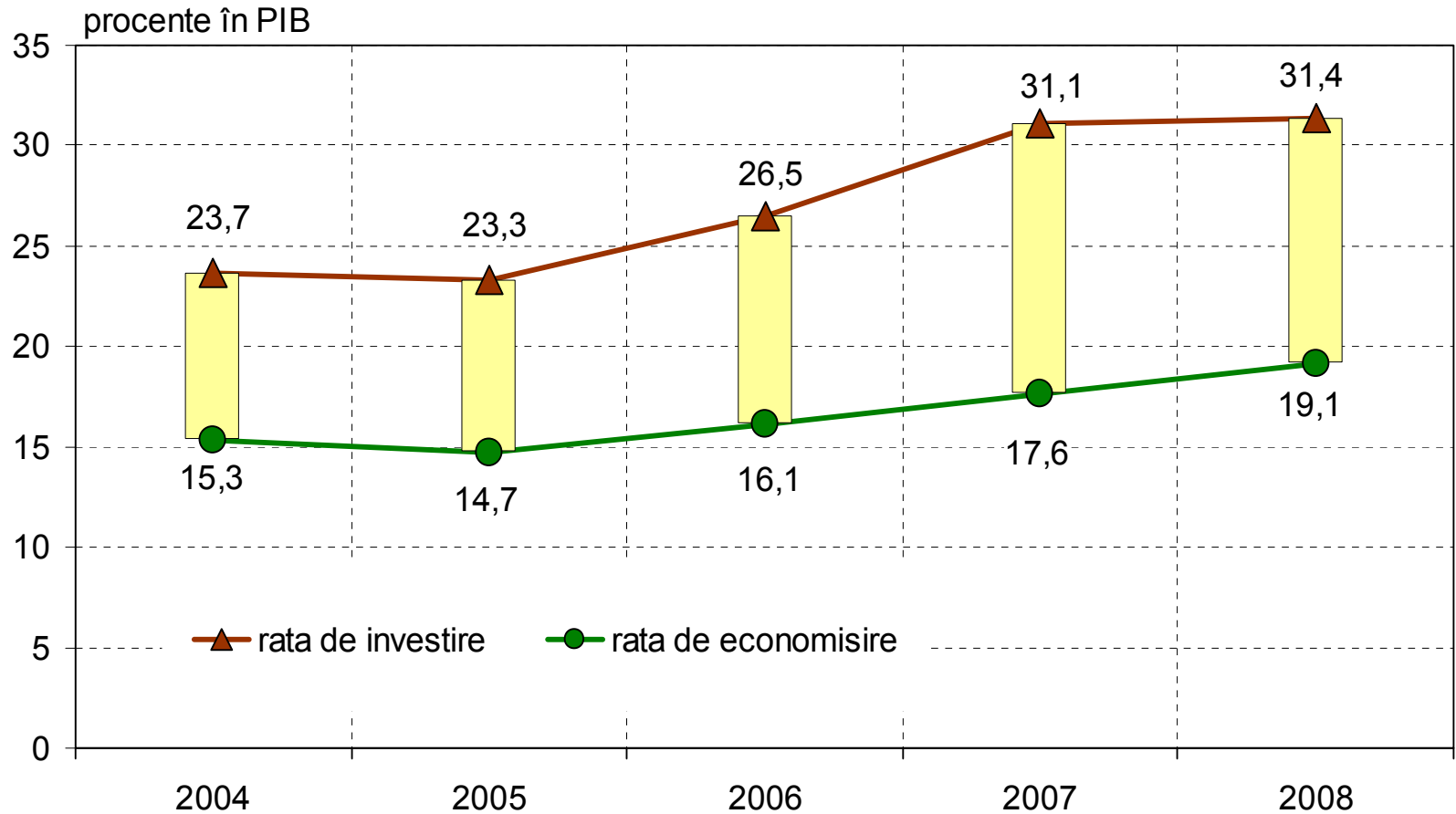
...Dar deteriorarea deficitului de cont curent putea fi atenuată dacă anumite tendințe nesustenabile apărute în sectorul privat erau compensate prin:

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

I. Apariția tendințelor nesustenabile în sectorul privat

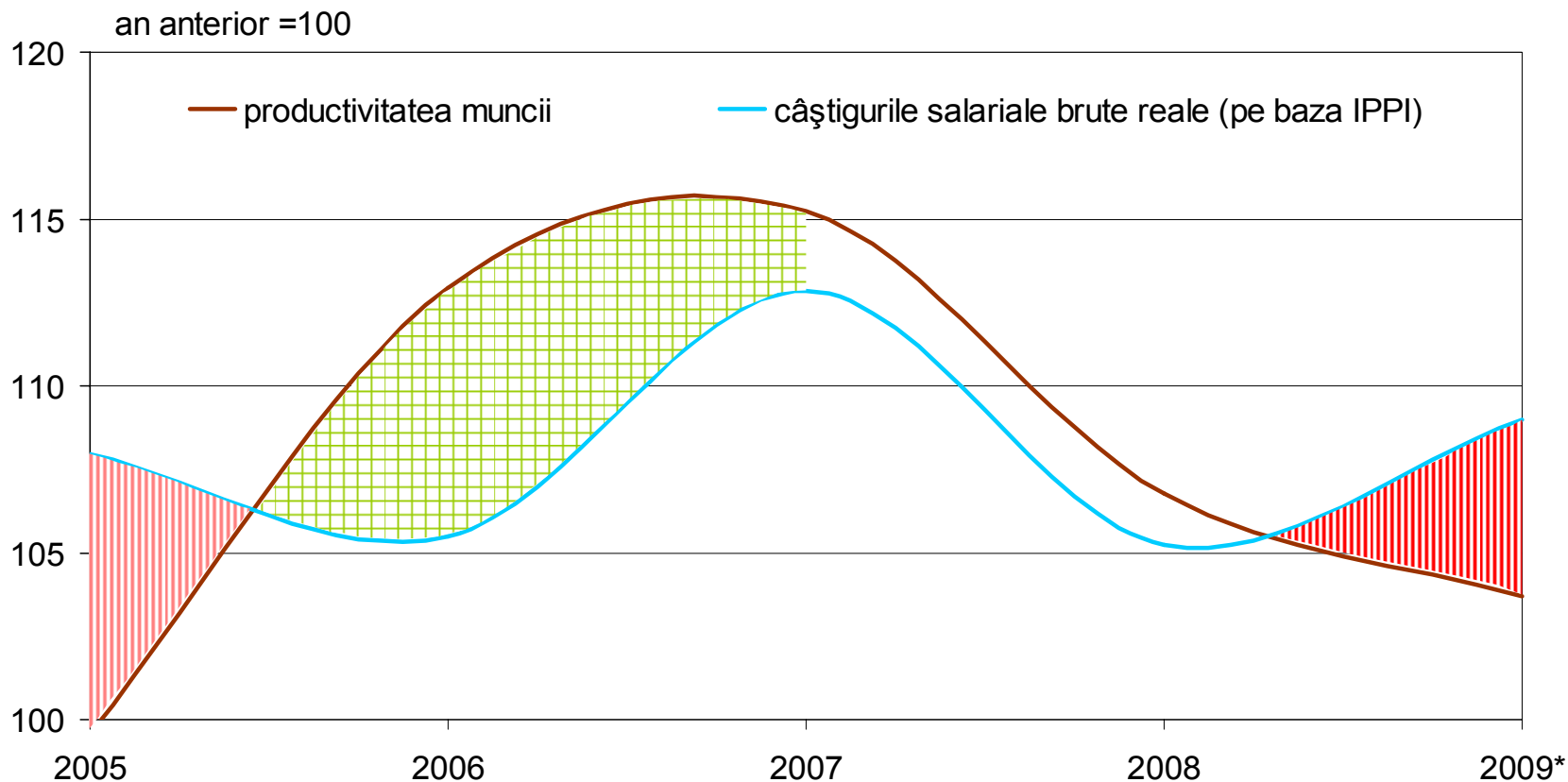
- Creșterea salariilor reale într-un ritm superior câștigurilor de productivitate
- Evoluția puternic ascendentă a creditului acordat sectorului privat
- Înclinația companiilor și a gospodăriilor de a economisi mai puțin, favorizată de:
 - ✓ Tendința de a percepe sporurile de venit ca permanente
 - ✓ 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

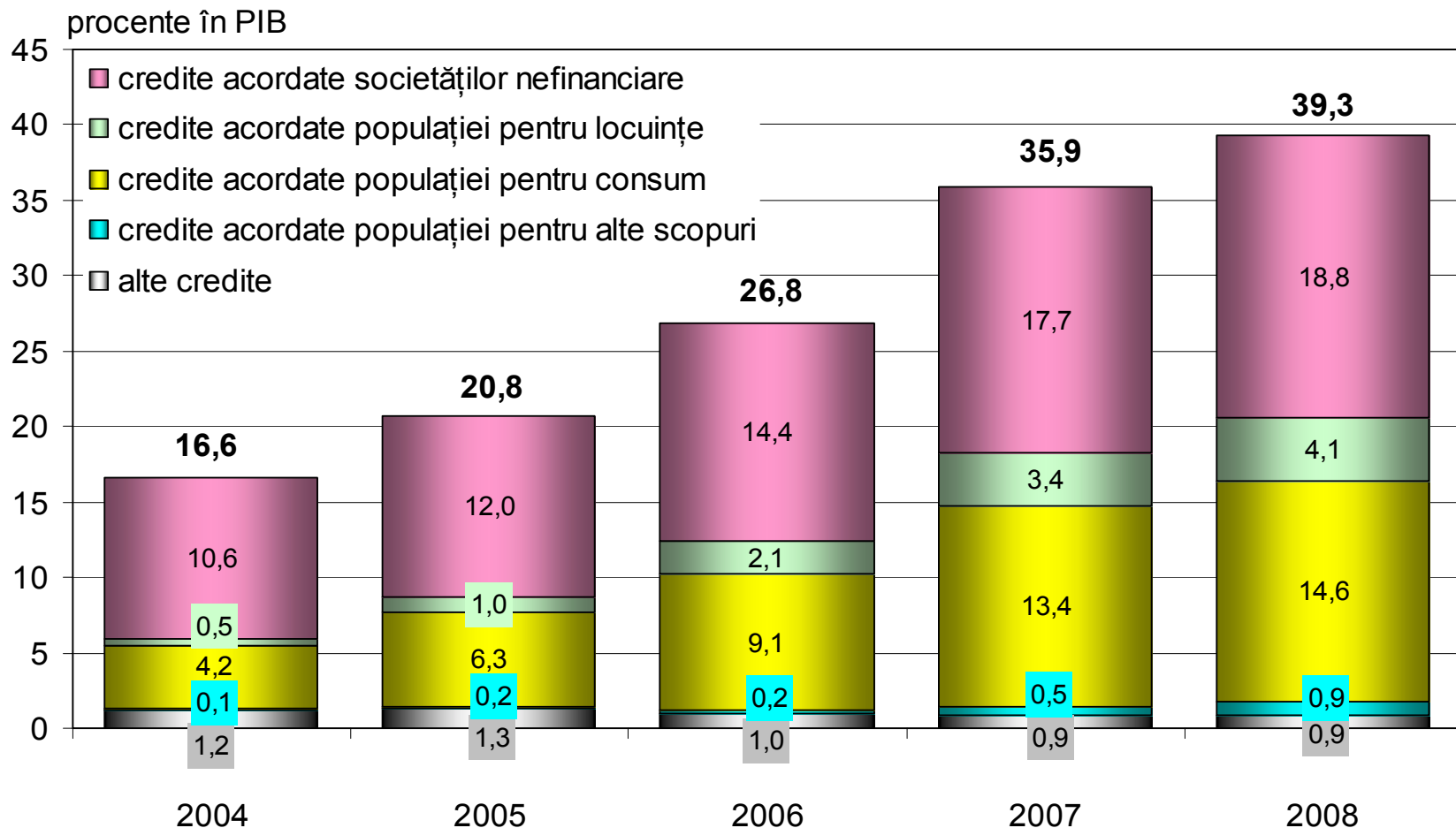


Notă: Date recalculat conform CAEN Rev.2 ca urmare a schimbării anului de bază (2005 în loc de 2000) și a sistemului de ponderare

*) ian.-iun.

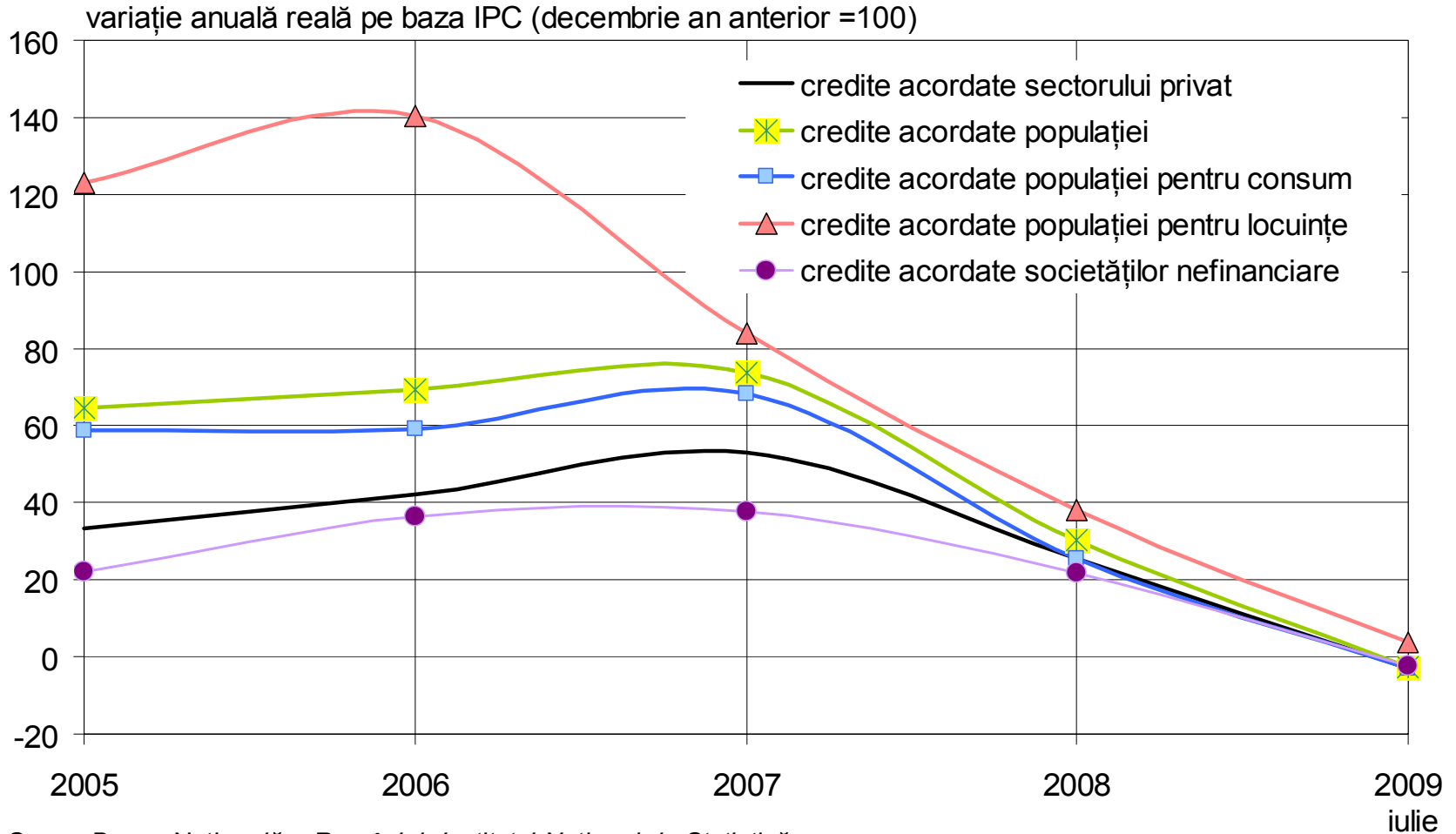
Sursa: Institutul Național de Statistică; calcule Banca Națională a României

Creditul acordat sectorului privat



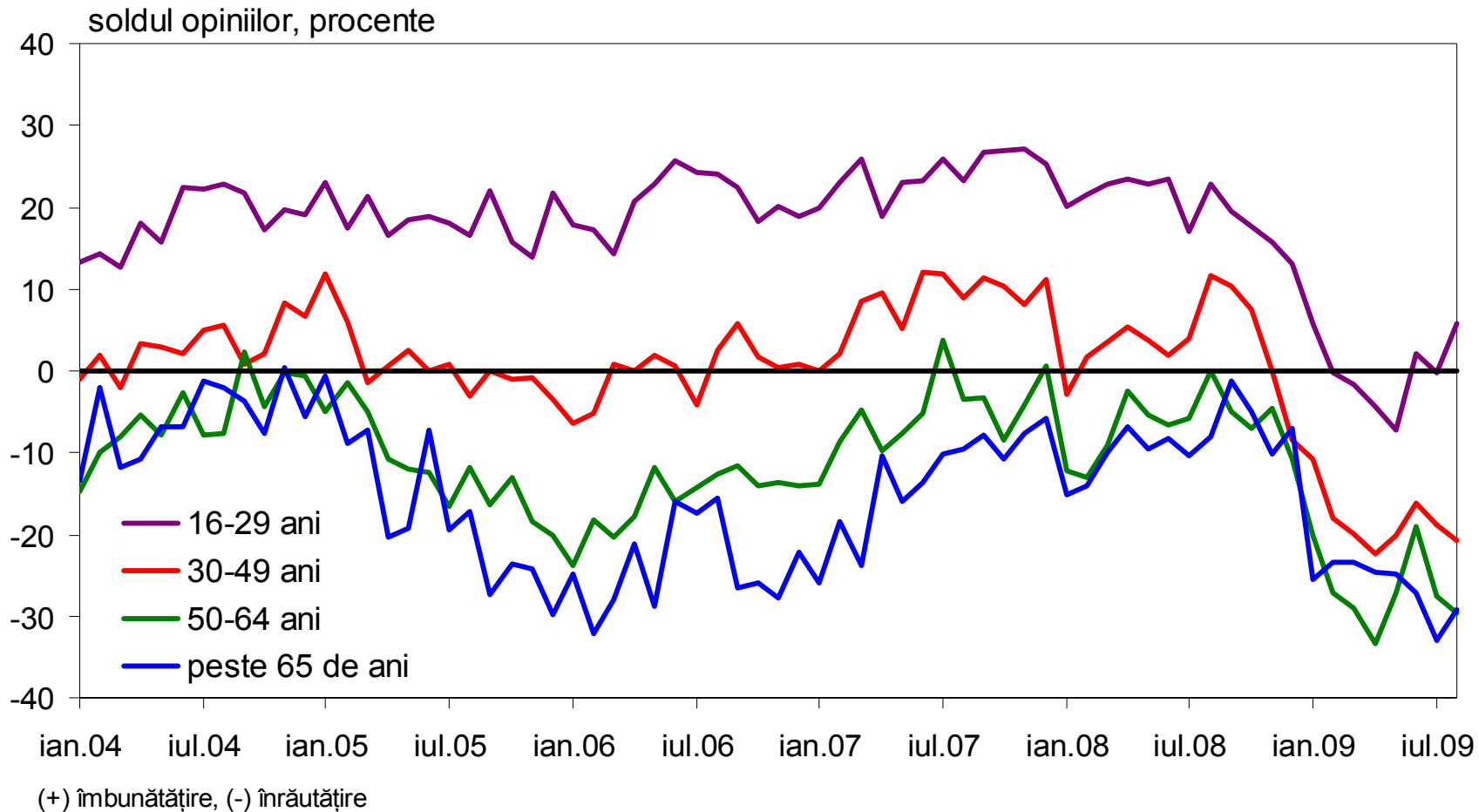
Sursa: Banca Națională a României; Institutul Național de Statistică

Creditul acordat sectorului privat



Sursa: Banca Națională a României, Institutul Național de Statistică

Așteptările privind situația financiară în următoarele 12 luni



Sursa: CE - DG ECFIN

II. 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

III. 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

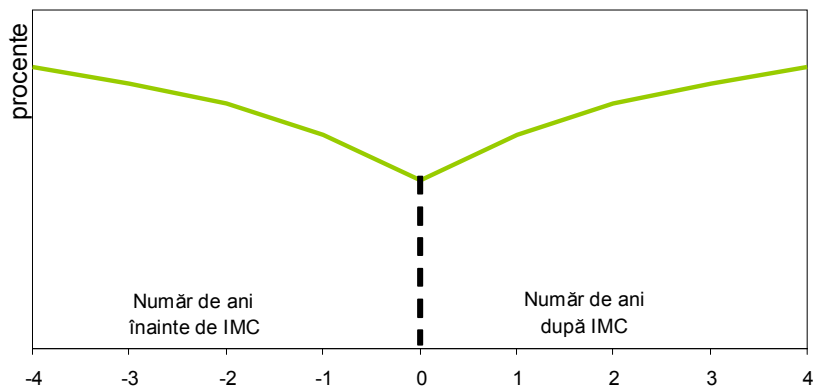
III. Am anticipat ce urma? (2)

- 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*

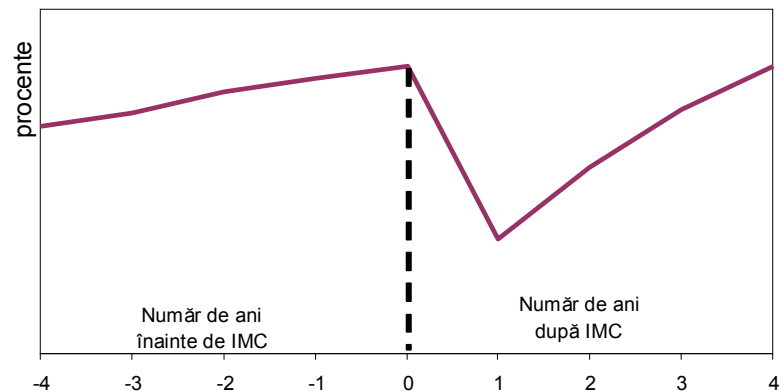
III. Traectoria variabilelor

- 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*

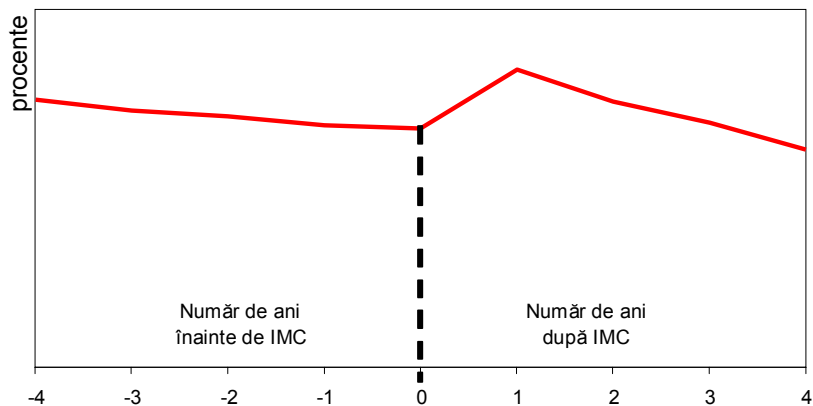
**Deficitul contului curent
(% în PIB)**



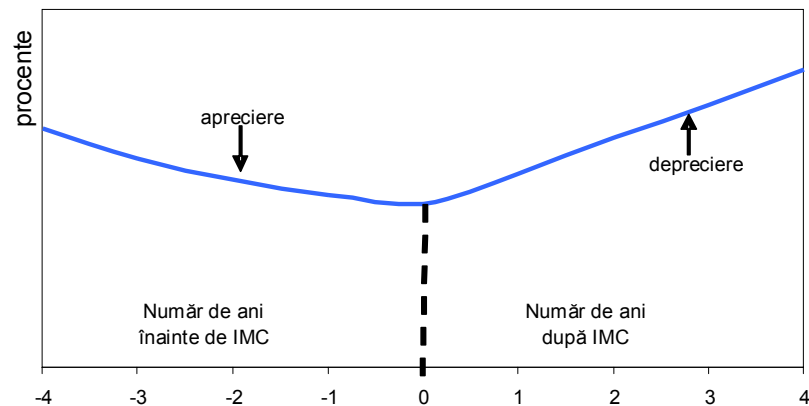
**PIB real
(variație anuală)**



**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

IV. 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