

Sindromul deficitelor gemene – cazul României¹

Daniel Dăianu (Consiliul Fiscal), Ionuț Dumitru (Academia de Studii Economice), Leonard Uzun (Banca Națională a României)

Rezumat

Această analiză abordează situația „deficitelor gemene” (*twin deficits*) în România. De mai mulți ani, deficitul bugetar și cel de cont curent, ca tandem, se situează la niveluri foarte înalte, caz singular în UE. În 2024, ambele deficite au fost peste 8% din PIB în condițiile în care cca. jumătate din deficitul bugetar se finanțează în valută (deficitul bugetar *cash* a fost 8,64% în 2024).

Datoria publică a crescut spectaculos după criza financiară globală, mergând de la 12% în 2008 la aproximativ 53% din PIB în 2024. Veniturile fiscale, inclusiv contribuții de asigurări sociale, sunt mult sub media din UE – cca. 27% din PIB față de 41% din PIB; și chiar sub cele din țările vecine din UE – Ungaria, Polonia, Bulgaria.

Economia României a avansat mult în ultimele două decenii privind venitul/locuitor (la paritatea puterii de cumpărare) și alte repere, dar deficiturile mari au dus-o într-o situație foarte dificilă, ce reclamă o corecție de amploare a acestora, cu efecte probabil majore asupra cadrului macroeconomic. Corecția deficitului bugetar ar reduce considerabil deficitul de cont curent; estimările făcute arată un coeficient de transmisie al ajustării bugetare de peste 0,5. Estimările noastre arată că moneda națională este probabil supraevaluată în termeni efectivi reali cu cca. 4% folosind deflatorul prețurilor producției industriale, dar decisivă pentru diminuarea deficitului de cont curent este reducerea deficitului bugetar.

Fondurile europene joacă un rol major în economia românească și pot amortiza impactul contracționist al corecției macroeconomice.

Cuvinte-cheie: competitivitate, curs de schimb, deficit bugetar, deficit de cont curent, datorie publică, politică monetară, venituri fiscale.

Clasificare JEL: E61, E62, F32, F34, H6, H63.

¹ Autorii le mulțumesc lui Cezar Boțel, Csaba Balint, Tudor Grosu, Elena Iorga și Valentin Lazea pentru observații. Desigur, autorii poartă responsabilitate deplină pentru analiză, care nu implică instituțiile cu care sunt afiliați.

Introducere

Economia românească a atins un grad de convergență considerabil în cadrul UE în ultimele două decenii. Astfel, PIB-ul pe locuitor la paritatea puterii de cumpărare a ajuns la cca. 80% din media UE conform datelor oficiale (Eurostat)².

Însă, România este cunoscută de ani de zile pentru deficite mari, bugetar și de cont curent, cu un aport mare din partea deficitului balanței comerciale. Deficitul bugetar ESA și deficitul de cont curent au fost de 6,6% în 2023. În 2024, deficitul bugetar *cash* a fost 8,64% din PIB. Și datoria publică a crescut mult după 2008 (când era de cca. 12% din PIB) atingând cca. 53% din PIB în 2024. Această situație naște o întrebare legitimă: cât de sustenabile sunt aceste deficite?

Sindromul „deficitelor gemene” este proeminent și ridică numeroase întrebări privind politica bugetară autohtonă. Totodată, este de remarcat că România are printre cele mai joase venituri fiscale (inclusiv contribuții) din UE, dacă excludem Irlanda, care este paradis fiscal. Balanța comercială foarte deficitară reliefează și o problemă de competitivitate, care s-a cronicizat de-a lungul timpului. Balanța cu produse agroalimentare este puternic dezechilibrată (deși balanța la materii prime agricole este pe surplus), ceea ce duce cu gândul la carențe de politică economică/agricolă.

Este de subliniat că deficitul de cont curent este finanțat prin împrumuturi în proporție semnificativă (în 2024 de peste 60%), ceea ce explică creșterea datoriei externe. Datoria publică, în lipsa unei consolidări fiscale, poate ușor trece de 60-70% nu peste mult timp. România are un rating suveran scăzut (deși încă *investment grade*) și randamentul solicitat de investitori la obligațiunile sale este înalt, inclusiv în regiune.

Este de notat că remiterile substanțiale din străinătate reduc în mod semnificativ³ deficitul de cont curent (admițând că acesta nu s-ar reduce automat în lipsa acestor transferuri). Pe de altă parte, România a pierdut mult capital uman prin emigrație sau muncă pe diverse perioade în străinătate.

Această analiză se ocupă în principal de chestiunea deficitelor gemene în România. Prima secțiune ilustrează situația deficitelor de la noi în context european. Urmează o secțiune ce face estimări privind relația dintre deficitul bugetar și cel de cont curent pornind de la o analiză a unor experiențe internaționale. Secțiunea a 3-a face estimări privind o prezumată supraevaluare a monedei naționale. În ultima parte sunt concluzii.

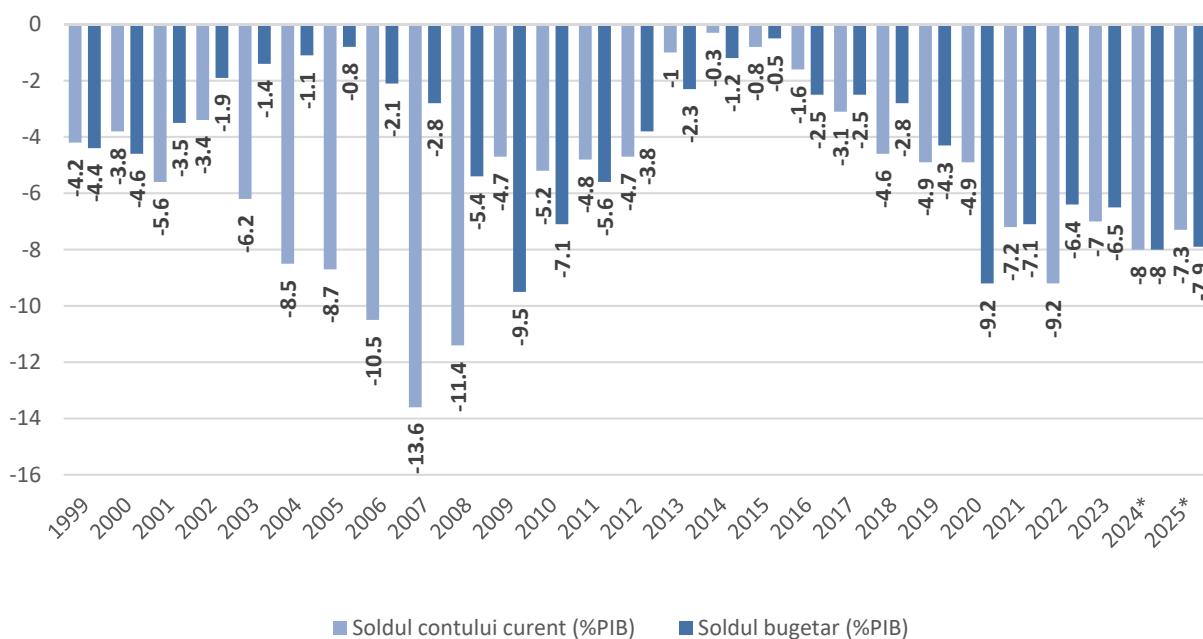
² [AMECO Online - AMECO Online \(Current Version 2024-11-15 10:30\) | Sheet - Qlik Sense](#)

³ În ultimii ani (2021,2022,2023), ponderea a fost între 0,7% și 0,9% din PIB.

1. Problema deficitului bugetar – *sindromul deficitelor gemene*

În anii 2014-2015 deficitul bugetar ajunsese la 1,2% și respectiv 0,5% din PIB (Grafic 1), după o puternică contracție a absorbției interne care a fost realizată printr-o amputare severă a veniturilor salariale în sectorul bugetar în 2010. Nu discutăm aici cât de sustenabilă a fost acea „rezolvare” a dezechilibrului bugetar.

Grafic 1. Soldul bugetar și cel de cont curent între 1999 și 2025 în România



Sursa: AMECO

Notă: * reprezintă prognoza de pe site-ul AMECO

Deficitul de cont curent a fost sub 1% din PIB în 2014-2015, ceea ce a revelat un coeficient de transmisie foarte înalt al ajustării bugetare în evoluția contului curent⁴. A urmat o perioadă de creștere sistematică a deficitului bugetar, care s-a reflectat în creștere apropiată ca dinamică a deficitului contului curent (Grafic 1).

Politicile fiscale inadecvate (schimbări în regimul fiscal) au mărit deficitul structural după 2015 prin creșteri de cheltuieli permanente și reduceri de taxe și impozite. Tabelul 1 arată mărimea deficitului primar și a celui structural față de celelalte țări din UE. Se vede că avem cele mai ridicate asemenea deficite (pentru 2024 deficitele sunt estimate).

⁴ La ajustarea deficitului de cont curent a contribuit și falimentul, intrarea în insolvență a unor companii energofage.

Tabel 1. Soldul primar și soldul structural în statele UE (% PIB)

	2022		2023		2024	
	Soldul primar (%PIB)	Soldul structural (%PIB)	Soldul primar (%PIB)	Soldul structural (%PIB)	Soldul primar (%PIB)	Soldul structural (%PIB)
Zona euro	-2,4	-4	-1,9	-3,6	-0,8	-2,8
Uniunea Europeană	-2,2	-3,7	-1,7	-3,5	-0,9	-2,8
Belgia	-2,6	-4,2	-2,3	-4,1	-2,2	-4,2
Bulgaria	-3	-3,4	-1,8	-2,3	-2,1	-2,7
Cehia	-2,2	-3,4	-1,9	-3,2	-0,3	-1,7
Danemarca	4,8	4,1	4,6	4,1	3,4	3,4
Germania	-1,5	-2	-1,3	-2,1	-0,3	-1,4
Estonia	-1,1	-1,4	-0,8	-1,1	-0,1	-0,8
Irlanda	-3,1	-3,7	1,7	1	6,2	2,9
Grecia	0,5	-2,5	1,7	-1,6	2	-1,3
Spania	-2,5	-4,8	-1,6	-3,9	-1,2	-3,6
Franța	-2,9	-4,8	-3,6	-5,4	-4	-6,1
Croația	-0,1	-1,1	-0,3	-2	-1,5	-3
Italia	-4,9	-9,3	-4,2	-8,2	-0,2	-4,3
Cipru	1,5	0,2	1,7	0,4	3,4	2,2
Letonia	-4,5	-5	-1,8	-2,6	-1,5	-2,6
Lituania	-0,7	-1,2	0,7	0,1	-0,4	-1,2
Luxemburg	0,3	0,1	1	0,7	1,5	1,1
Ungaria	-4,4	-7,2	-1,7	-6,4	0,2	-4,7
Malta	-3,5	-4,4	-3,5	-4,6	-2,7	-3,9
Țările de Jos	-0,8	-1,2	0,2	-1	1,1	0,2
Austria	-3,5	-4,4	-1,4	-2,6	-1,3	-2,8
Polonia	-2,7	-4,5	-2,6	-4,7	-3	-5,3
Portugalia	1	-0,7	2,7	1,1	2,4	0,5
România	-4,8	-6,2	-4,3	-6,2	-5,4	-7,4
Slovenia	-3,2	-4,3	-2,4	-3,1	-1,6	-2,3
Slovacia	-0,9	-2	-3,8	-5	-4,1	-5,5
Finlanda	0,5	0	-0,4	-1,5	-0,6	-1,9
Suedia	1,4	0,9	0,9	0,2	0	-0,7

Sursa: AMECO

Tabelul 2 arată cât de complicată este starea deficitului de cont curent în România în raport cu alte state din UE care sunt din 2024 sub incidența EDP (*excessive deficit procedure*).

Tabel 2. Soldul contului curent în statele aflate în procedura de deficit excesiv (% în PIB)

	2022	2023	2024*	2025*
România	-9,2	-7	-8	-7,3
Polonia	-2,2	1,8	0,8	0,6
Ungaria	-8,5	0,8	2	1,1
Slovacia	-9,6	-1,7	-2,8	-3,5
Franța	-1,2	-1	0,5	0,7
Italia	-1,7	0	1,1	1,2
Belgia	-1,3	-0,7	0,3	0,2
Malta	-0,8	6,4	5,6	5,5
Media statelor UE	-1,5	1,3	1,8	1,6

Sursa: AMECO

Notă: * reprezintă prognoza de pe site-ul AMECO

În România munca este suprataxată, iar capitalul subimpozitat, fapt reflectat în documente/analize externe și interne⁵. Dar România nu este suprataxată în context european (UE)⁶. Conform datelor ultimului raport *Taxation Trends*⁷, care analizează evoluțiile sistemelor de impozitare la nivel european, România înregistra cote implicite de impozitare⁸ de 14,6% pentru consum⁹ (locul 26 în UE, Grafic 2) și 30,5% pentru muncă (locul 23 în UE – Grafic 3). Deși cota implicită pentru impozitele aferente muncii nu pare excesivă, din punctul de vedere al poverii fiscale pentru salariații cu venituri mici (în raport fiind analizată povara fiscală pentru un lucrător fără familie, cu venituri de 50% din medie), România (37,2%) se află în top 5 state în UE în 2021 cu cele mai ridicate sarcini fiscale, media UE fiind de 31,9%, iar în cazul zonei euro de 30,5% (Grafic 4). Acest fapt este din cauza modificărilor legislative din anul 2017 (devenite operaționale de la 1 ianuarie 2018), care au mutat sarcina fiscală aproape în totalitate pe umerii angajatului, fapt nemaîntâlnit în alte țări¹⁰. Cu privire la acest din urmă aspect, instituții internaționale precum FMI sau BM propun pentru creșterea gradului de echitate al sistemului fiscal românesc o reorganizare a impozitării veniturilor.

⁵ Banca Mondială ([RaportprivindsistemulfiscaldinRomania_BM.pdf](#)) și FMI ([Romania: Technical Assistance Report on Reforming Personal Income Taxation](#), [Romania: Technical Assistance Report on Improving Revenues from the Recurrent Property Tax](#)) au analize în această privință.

⁶ Vezi și analiza sub egida Consiliului Fiscal, mai 2022 ([Analiza sistem fiscal RO.pdf](#))

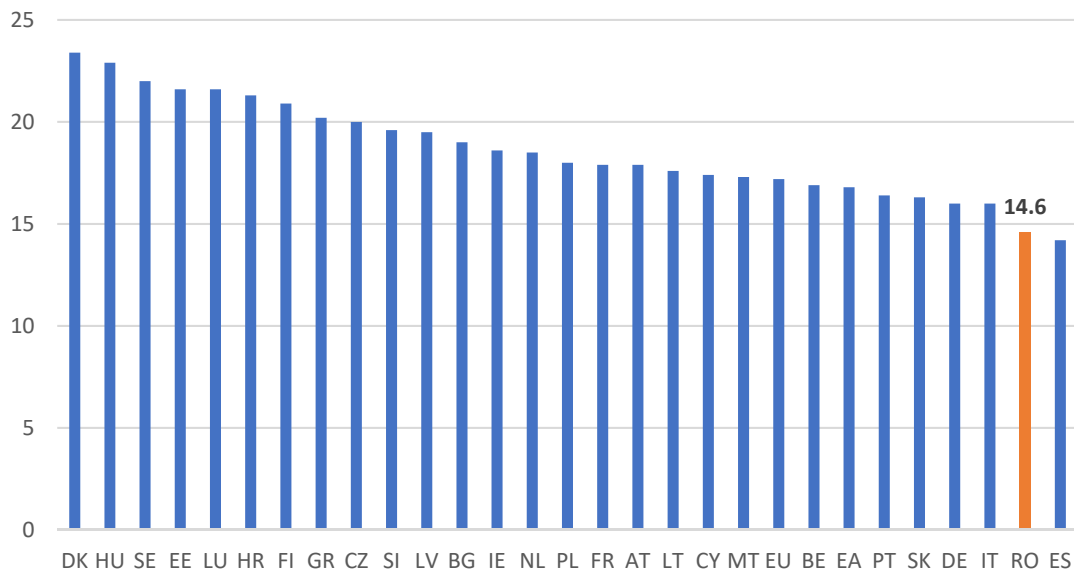
⁷ [Annual Report on Taxation - European Commission](#), datele disponibile în raport fiind aferente anului 2022.

⁸ Determinată ca raport între veniturile fiscale obținute și baza macroeconomică relevantă. În cazul consumului, baza macroeconomică relevantă este consumul final al gospodăriilor populației, în vreme ce pentru muncă aceasta este reprezentată de câștigurile salariale brute.

⁹ Se poate prezuma că taxarea efectivă este influențată de evaziunea fiscală.

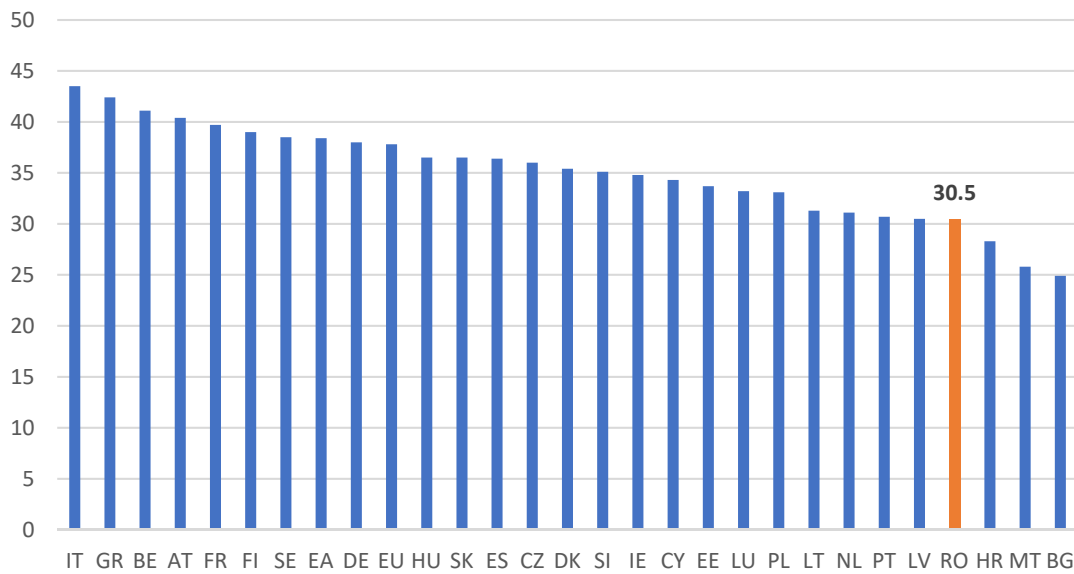
¹⁰ Scăderea impozitului pe veniturile salariale a fost compensată printr-o creștere a cotei CAS. Mutarea sarcinii plății CAS pe seama angajaților a fost motivată de faptul că angajatorii nu plăteau, adesea, partea care le revenea din CAS-ul angajaților, fără a fi penalizați pentru aceasta.

Grafic 2. Cota implicită de impozitare a consumului în statele UE în 2022 (%)



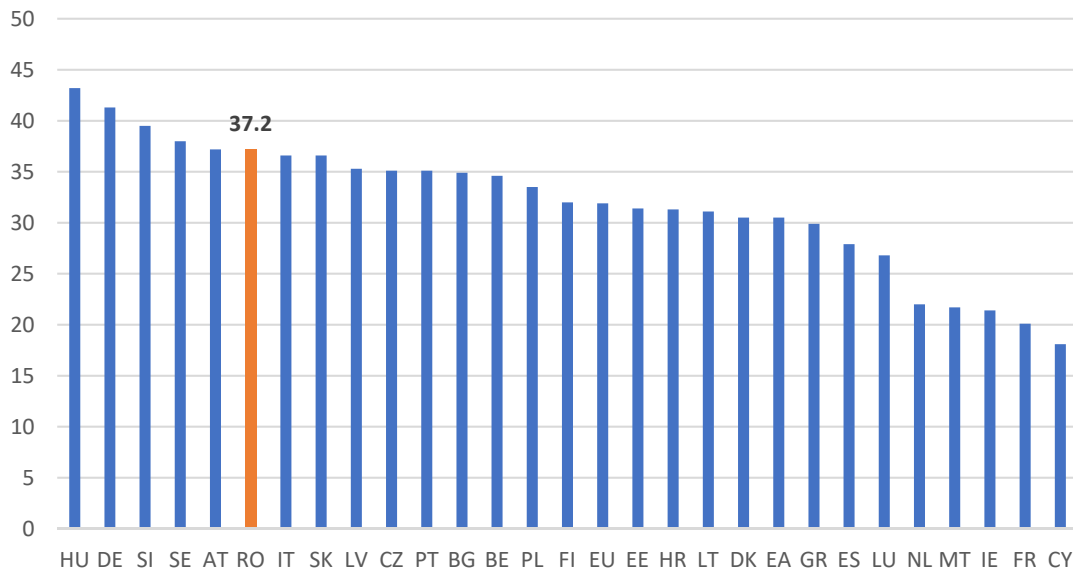
Sursa: Taxation Trends

Grafic 3. Cota implicită de impozitare a muncii în statele UE în 2022 (%)



Sursa: Taxation Trends

Grafic 4. Povara fiscală pentru un lucrător fără familie, cu venituri de 50% din medie în statele UE în 2021 (%)



Sursa: Taxation Trends

În ceea ce privește impozitarea capitalului, în Raportul Băncii Mondiale privind sistemul fiscal din România¹¹ se precizează că impozitarea redusă a capitalului creează, pe lângă încasări fiscale mici, și probleme suplimentare legate de echitate, deoarece câștigurile din capital sunt obținute predominant de grupurile cu venituri mai mari. În plus, tratamentul preferențial aplicat anumitor instrumente de economisire exacerbează aceste probleme de echitate și ridică probleme de eficiență în ceea ce privește efectele de denaturare ale normelor fiscale asupra deciziilor de alocare a portofoliului. Mai mult, în același raport se realizează o comparație a sistemului românesc cu cel din statele europene pentru impozitarea totală a capitalului atât prin prisma impozitării la nivel de societate, cât și la nivel de persoană fizică. România se află în acest clasament foarte jos, cu o rată de impozitare a dividendelor de 8% (la nivel de persoană fizică) și 16% impozit pe profit (la nivel de societate), rate de impozitare totale mai scăzute fiind înregistrate doar în Ungaria, Estonia și Letonia.

Reducerea puternică a deficitului bugetar, a absorbției interne în termeni relativi, este calea pentru reducerea puternică a deficitului de cont curent, în condițiile date. Fiindcă este o fantezie să imaginăm un miracol în materie de productivitate a economiei românești care să se materializeze într-o creștere masivă a exporturilor și o reducere a importurilor. O creștere puternică însă a dezechilibrului economisire-investiție în sectorul privat ar putea diminua, chiar anula, impactul pozitiv al reducerii deficitului bugetar asupra deficitului de cont curent.

Episodul din 2014-2015, de reducere a absorbției interne, deși foarte dureros prin implicații sociale și economice, a arătat un coeficient de transmisie foarte înalt. FMI are o analiză în acest sens și a indicat o plajă pornind de la experiențe internaționale de 0,3-0,6¹².

¹¹ [Raport privind sistemul fiscal din Romania, Banca Mondiala, 2023 .pdf](#)

¹² Romania – selected issues, IMF country report no.22/311, septembrie 2022

2. Relația deficit bugetar – deficit de cont curent

Pentru examinarea relației dintre deficitul de cont curent și deficitul bugetar, s-au folosit estimări econometrice cu date panel pentru țările membre UE27, pe perioada 1995-2023. Variabilele folosite sunt descrise în Tabelul 3.

Tabel 3. Variabile folosite pentru examinarea relației dintre soldul bugetar și cel de cont curent

Variabila	Definiție	Sursa datelor
Deficitul de cont curent	Deficitul de cont curent ca % din PIB	AMECO, Banca Mondială
Deficitul bugetar	Deficitul bugetar ca % din PIB	AMECO
Curs real efectiv (ULC37)	Variația anuală în % a cursului real efectiv calculat pe baza ULC (costul unitar cu forța de muncă)	Comisia Europeană, curs efectiv calculat pe relația comercială cu EU27 + Australia, Canada, Japonia, Mexic, Noua Zeelandă, Norvegia, Elveția, Turcia, Regatul Unit al Marii Britanii, SUA
Rata de creștere PIB per capita	Rata de creștere PIB per capita în % față de anul anterior	Calcul pe baza datelor de la Banca Mondială
Productivitatea totală a factorilor (TFP)	Productivitatea totală a factorilor (TFP, indice 2015=100)	AMECO
<i>Output gap</i>	<i>Output gap</i> în % față de PIB potențial	Estimat de autori pe baza unui filtru Hodrick-Prescott aplicat datelor de PIB real de la Eurostat
Deschiderea comercială	Suma importurilor și exporturilor raportată la PIB (%)	Calcul pe baza datelor de la AMECO
Rata de dependență, populația în vârstă	Raportul dintre populația peste 65 de ani și populația de 15-64 de ani (%)	Calcul pe baza datelor de la EUROSTAT
Rata de dependență, populația tânără	Raportul dintre populația sub 15 ani și populația de 15-64 de ani (%)	Calcul pe baza datelor de la EUROSTAT
Creșterea fluxurilor de credite către sectorul privat	Creșterea anuală a fluxurilor de credite către sectorul privat (% din PIB)	Calcul pe baza datelor de la EUROSTAT/Banca Centrală Europeană

Indicele de eficacitate guvernamentală	Măsoară calitatea serviciilor publice, formularea și implementarea politicilor și independența acestora față de presiunea politică, precum și credibilitatea angajamentului guvernului de a îmbunătăți sau menține aceste aspecte. Indicele are valori de la -2,5 (mai puțin eficient) la 2,5 (mai eficient).	Banca Mondială
Datoria publică	Datoria publică ca % din PIB	AMECO
Rata reală a dobânzii	Rata reală a dobânzii pe termen lung (10 ani)	Calcul pe baza datelor de la EUROSTAT

Variabila dependentă utilizată în estimări este soldul contului curent ca procent din PIB, iar variabilele explicative utilizate sunt: soldul bugetului public ca procent din PIB, cursul de schimb real efectiv, PIB pe locuitor, productivitatea totală a factorilor (TFP), deschiderea comercială, rata reală a dobânzii, poziția ciclică a economiei (*output gap*), factori demografici (raportul de dependență a populației în vârstă și a populației tinere), un factor financiar (ponderea fluxului de credit din sectorul privat ca procent din PIB) și un determinant instituțional (indicele eficienței guvernamentale).

Rezultatele obținute pe seama unor regresii de tip metoda celor mai mici pătrate (engl. OLS) sunt sintetizate în Tabelul 4. În toate specificațiile estimate, coeficientul deficitului bugetar este pozitiv și semnificativ statistic, indicând astfel existența „deficitelor gemene”. În absența echivalenței ricardiene complete (o ipoteză firească, de altfel), o creștere a deficitului public duce la creșterea deficitului de cont curent. **Estimările arată că la un 1 pp din PIB creștere/scădere de deficit bugetar, deficitul de cont curent crește/scade cu o amplitudine cuprinsă între 0,43 și 0,65 pp din PIB. Dimensiunea estimată a elasticității deficitului de cont curent la deficitul bugetar este similară cu cea estimată în alte studii pentru România sau pentru alte țări, precum Raportul de țară al FMI (2022), Dumitru și Dumitru (2009) sau Afonso și Coelho (2022).**

Variațiile cursului de schimb real efectiv au un efect semnificativ statistic în toate specificațiile estimate. **O apreciere de 1 pp a cursului de schimb real efectiv (creștere) aduce o scădere (deteriorare) a soldului contului curent cuprinsă între 0,08 și 0,14 pp din PIB.** Dar aceasta nu înseamnă că trebuie să se recurgă în mod necesar la deprecierea intenționată a leului pentru a ameliora competitivitatea, care ar inflama iar inflația¹³. O politică salarială corelată cu dinamica productivității și investițiile în creșterea eficienței/productivității, demersuri care să nu conducă la creșterea costului unitar cu forța de muncă, sunt soluții de preferat pentru creșterea competitivității.

O creștere a PIB pe locuitor cu 1 pp conduce la o deteriorare a contului curent cu 0,09-0,28 pp din PIB, prin creșterea cererii interne (consum și investiții), ceea ce duce la creșterea importurilor, ducând la o deteriorare a balanței contului curent. Productivitatea totală mai mare a factorilor conduce la îmbunătățirea poziției contului curent prin creșterea exporturilor. În același timp, deschiderea comercială pare să aibă un impact pozitiv asupra balanței contului curent, însă coeficientul nu este semnificativ statistic în toate specificațiile modelelor.

În ceea ce privește variabilele demografice, ipoteza ciclului de viață sugerează că vârsta este un factor care determină comportamentul de consum și economisire al gospodăriilor populației. În estimările efectuate nu putem valida această ipoteză.

Privind accesul la credite, acesta poate conduce la creșterea consumului și scăderea ratei de economisire, ceea ce poate induce o deteriorare a soldului contului curent, ipoteză validată de estimările efectuate, coeficientul din regresie fiind negativ și semnificativ statistic. Aici se poate discuta despre nevoia de acțiune macroprudențială pentru a limita o dinamică prea alertă a creditării, în special pe componenta creditului de consum.

Eficiența guvernării surprinde aspecte legate de calitatea serviciilor publice, de calitatea formulării și implementării politicilor economice și credibilitatea guvernului și este o variabilă explicativă semnificativă statistic și pozitiv corelată cu soldul contului curent.

¹³ Ceza Boțel remarcă: una este să ai supraevaluare de 4% când ai cont curent echilibrat sau chiar deficit de 1-2% din PIB, alta e să ai supraevaluarea la 7-8% din PIB. În plus, relația apreciere-creștere deficit poate fi neliniară, o ipoteză de altfel plauzibilă. Supra/subevaluarea se judecă în termen de curs real (prețuri relative), deci cea mai bună soluție este reducerea inflației, ceea ce înseamnă ca politica monetară să fie fermă, iar politicile guvernului (fiscală, de venituri și de reforme structurale) să fie adecvate. Dacă asta nu se întâmplă, atunci singura supapă (temporară) de detensionare („letting off some steam,”) rămâne cursul nominal (doar până la echilibru, nu până la forțarea unei subevaluări).

În ceea ce privește poziția ciclică a economiei, o creștere a *gap*-ului pozitiv de PIB influențează negativ contul curent, conducând la deteriorarea acestuia, o creștere cu 1 pp a *output gap* conducând la o deteriorare cuprinsă între 0,9 și 1,18 pp din PIB a deficitului de cont curent. Poziția ciclică a economiei are astfel un efect puternic asupra poziției externe.

Tabel 4. Rezultatele estimărilor cu date panel (variabila dependentă este deficitul de cont curent

	Coef	Std. Error		Coef	Std. Error		Coef	Std. Error		Coef	Std. Error		Coef	Std. Error	
Deficit bugetar	0.647	0.051	***	0.623	0.051	***	0.611	0.052	***	0.637	0.055	***	0.432	0.059	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.138	0.027	***	-0.143	0.027	***	-0.138	0.028	***	-0.116	0.026	***	-0.088	0.030	***
Rata creștere PIB per capita	-0.264	0.047	***	-0.275	0.048	***	-0.258	0.049	***	-0.264	0.048	***	-0.086	0.049	*
Factor total productivitate (TFP)	0.093	0.014	***	0.090	0.014	***	0.067	0.018	***	0.085	0.018	***	0.043	0.020	**
Output gap	-1.183	0.124	***	-1.145	0.125	***	-1.115	0.129	***	-0.898	0.128	***	-0.981	0.124	***
Deschiderea comerciala				0.008	0.004	**	0.009	0.005	*	0.006	0.005		0.011	0.004	**
Rata de dependenta populatia in varsta							0.098	0.044	**	0.173	0.045	***	0.193	0.042	***
Rata de dependenta populatia tanara										0.322	0.058	***	0.003	0.062	
Creșterea fluxurilor de credite catre sectorul privat										-0.104	0.036	***	-0.136	0.035	***
Indicele de eficacitate guvernamentală													4.008	0.337	***
<i>R-squared</i>	0.324			0.320			0.318			0.367			0.518		
<i>Numar observatii</i>	762			755			722			657			575		
<i>Perioada</i>	1995-2023			1995-2023			1995-2023			1995-2023			1995-2023		

Sursa: estimările autorilor

Notă: *, ** și *** denotă coeficient semnificativ statistic la praguri de 10%, 5% și 1%.

Relația dintre contul curent și deficitul bugetar ar trebui să fie dependentă de modul în care consumatorii reacționează la politica fiscal-bugetară, și anume, în mod ricardian sau keynesian. În ipoteza echivalenței ricardiene (Barro 1974, 1989), deficitul bugetar și deficitul extern nu sunt legate între ele, modificările în politica fiscal-bugetară conducând la o realocare intertemporală a economisirii. Spre exemplu, o relaxare a politicii fiscale în prezent va avea ca rezultat o creștere a sarcinii fiscale în viitor, iar agenții economici (gospodăria și companii) își cresc nivelul de economisire și își reduc nivelul de consum și investiții din prezent, ceea ce anulează legătura deficit bugetar-deficit de cont curent.

Ipoteza echivalenței ricardiene este însă eroică. În realitate, deficitul bugetar și cel de cont curent sunt frecvent legate între ele, cele două deficite fiind astfel mai mult sau mai puțin „gemene”. Privind ipoteza deficitelor „gemene” există în literatură două abordări. Prima dintre ele este o abordare de tip Mundell-Fleming, în care există mobilitate perfectă a capitalului și cursuri de schimb flexibile. O creștere în deficitul bugetar conduce la o creștere a ratei reale a dobânzii, care va atrage intrări de capitaluri și va determina o apreciere a monedei naționale și implicit o deteriorare a balanței comerciale (Salvatore, 2006). Acest mecanism este valabil și în cazul cursurilor de schimb fixe (Anoruo și Ramchander, 1998).

A doua abordare este cea în care o creștere a deficitului bugetar conduce la creșterea absorbției interne, care va stimula mai departe importurile și va deteriora balanța comercială; un deficit fiscal mai mare conduce la o creștere a dobânzilor, la o apreciere a monedei naționale și la o creștere a deficitului comercial, mecanism descris și de Helliwell (1990). Măsurile care stimulează creșterea economisirii naționale pot conduce la rate mai mari ale investițiilor și, prin urmare, la o creștere economică mai mare, fără însă a deteriora în aceeași măsură deficitul de cont curent (Feldstein și Horioka, 1980).

Comportamentul consumatorilor este determinat de mai mulți factori, printre care și nivelul datoriei publice. Studii precum cel al lui Bousnina și Gabsi (2022) sau Sulikova și Tykhonenko (2017) arată că atunci când datoria publică depășește un anumit nivel prag, o politică de consolidare fiscală nu duce automat la o creștere a economisirii agregate când sectorul privat poate reacționa la perspective economice îmbunătățite pe termen lung prin reducerea economisirii sale. În acest caz, un nivel ridicat al datoriei publice poate să fie asociat cu o relație slabă între deficitul bugetar și deficitul de cont curent¹⁴. Pe de altă parte, dacă datoria publică este relativ mică și consumatorii reacționează într-un mod keynesian (adică consumatorii reacționează la un stimul fiscal consumând mai mult), relația dintre deficitul bugetar și deficitul de cont curent ar trebui să fie puternică și pozitivă.

De asemenea, relația dintre deficitul bugetar și cel de cont curent poate fi una neliniară și condiționată și de alți factori, cum ar fi nivelul ratei reale a dobânzii (Bilman și Karaoğlan (2020), poziția ciclică a economiei (nivelul *output gap*) (Çatık, Gök și Akseki (2015) sau nivelul deficitului bugetar (Ahmad, Aworinde și Martin (2015).

Prin estimarea unor regresii cu date panel și praguri, s-a estimat pentru țările membre ale UE relația dintre deficitul de cont curent și variabilele explicative considerate anterior pe praguri estimate ale datoriei publice, ratei reale a dobânzii și nivelului *output gap* (vezi tabelele de mai jos).

¹⁴ Se poate recurge la măsuri macroprudențiale pentru a nu se anula efectul consolidării bugetare asupra soldului contului curent.

Tabel 5. Rezultatele estimărilor prin regresie cu praguri (variabila dependentă este deficitul de cont curent)

Variabila dependenta: Soldul contului curent (% din PIB)			
Method: Discrete Threshold Regression			
Included observations: 748 after adjustments			
Variabila	Coef	Std. Error	
<i>Datorie publica < 27.3% din PIB - 144 obs</i>			
Deficit bugetar	0.450	0.136	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.078	0.040	*
Rata crestere PIB per capita	-0.423	0.093	***
Factor total productivitate (TFP)	0.166	0.027	***
Output gap	-1.510	0.196	***
Deschiderea comerciala	-0.054	0.017	***
<i>27.3% din PIB <= Datorie publica < 49.6% din PIB - 192 obs</i>			
Deficit bugetar	1.034	0.104	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.224	0.068	***
Rata crestere PIB per capita	-0.359	0.088	***
Factor total productivitate (TFP)	0.037	0.027	
Output gap	-1.050	0.258	***
Deschiderea comerciala	0.001	0.009	
<i>49.6% din PIB <= Datorie publica < 85.6% din PIB - 275 obs</i>			
Deficit bugetar	0.601	0.095	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.105	0.052	**
Rata crestere PIB per capita	-0.107	0.082	
Factor total productivitate (TFP)	0.087	0.031	***
Output gap	-0.996	0.281	***
Deschiderea comerciala	0.018	0.006	***
<i>85.6% din PIB <= Datorie publica - 137 obs</i>			
Deficit bugetar	0.343	0.094	***
Curs real efectiv (ULC37)	0.104	0.080	
Rata crestere PIB per capita	0.033	0.101	
Factor total productivitate (TFP)	-0.311	0.076	***
Output gap	-0.145	0.304	
Deschiderea comerciala	0.007	0.009	
<i>R-squared</i>	<i>0.446</i>		

Sursa: estimările autorilor

Notă: *, ** și *** denotă coeficient semnificativ statistic la praguri de 10%, 5% și 1%.

Rezultatele estimărilor noastre arată că pot exista mai multe praguri ale datoriei publice pentru care relația dintre deficitul de cont curent și factorii săi explicativi poate fi diferită. Astfel, de la o datorie publică mică, pe măsură ce aceasta crește, efectul deficitului bugetar asupra deficitului de cont curent se amplifică (consumatorii au un comportament mai keynesian) și atinge un nivel de peste 1:1 când datoria publică se află între 27,3% din PIB și 49,6% din PIB, iar dacă datoria publică continuă să crească, efectul deficitului bugetar asupra deficitului de cont curent începe să se atenueze (consumatorii au un comportament mai ricardian) și atinge un nivel minim de peste 0,34:1 când datoria publică depășește pragul de 85,6% din PIB. **Nivelul de acum al datoriei**

publice în România (puțin peste 50% din PIB) ar sugera un coeficient de transmisie foarte înalt. Dar, dacă sectorul privat compensează reducerea deficitului bugetar prin deficit privat relația slăbește.

Tabel 6. Rezultatele estimărilor prin regresie cu praguri (variabila dependentă este deficitul de cont curent)

Variabila dependentă: Soldul contului curent (% din PIB)			
Method: Discrete Threshold Regression			
Included observations: 677 after adjustments			
Variabila	Coef	Std. Error	
<i>RREALA < -0.97%-- 133 obs</i>			
Deficit bugetar	0.553	0.130	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.397	0.089	***
Rata crestere PIB per capita	-0.304	0.101	***
Factor total productivitate (TFP)	0.157	0.040	***
Output gap	-1.719	0.293	***
Deschiderea comerciala	-0.011	0.009	
<i>-0.97% <= RREALA < 3.96% 443 obs</i>			
Deficit bugetar	0.985	0.071	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.230	0.055	***
Rata crestere PIB per capita	-0.424	0.069	***
Factor total productivitate (TFP)	0.079	0.027	***
Output gap	-1.322	0.176	***
Deschiderea comerciala	0.022	0.005	***
<i>3.96% <= RREALA -- 101 obs</i>			
Deficit bugetar	0.203	0.104	*
Curs real efectiv (ULC37)	-0.116	0.080	
Rata crestere PIB per capita	-0.038	0.112	
Factor total productivitate (TFP)	-0.064	0.050	
Output gap	-0.808	0.343	**
Deschiderea comerciala	-0.026	0.016	
<i>R-squared</i>	<i>0.428</i>		

Sursa: estimările autorilor

Notă: *, ** și *** denotă coeficient semnificativ statistic la praguri de 10%, 5% și 1%.

În privința impactului poziției ciclice a economiei asupra relației deficit bugetar-deficit de cont curent, rezultatele estimărilor noastre arată că pot exista 2 praguri ale *output gap* pentru care relația dintre deficitul de cont curent și factorii săi explicativi poate fi diferită. Astfel, pornind de la un *output gap* negativ, pe măsură ce el scade, efectul deficitului bugetar asupra deficitului de cont curent se amplifică (consumatorii au un comportament mai keynesian) și atinge un nivel de peste 0,8:1 când *output gap*-ul depășește 0,103% din PIB-ul potențial.

Rezultatele noastre sugerează că relația dintre soldul contului curent și soldul bugetar este influențată de activitatea economică: deficitele gemene sunt prezente mai ales când *output gap*-ul este pozitiv, adică atunci când economia funcționează peste nivelul său potențial. Când

economia funcționează sub nivelul său potențial, legătura dintre poziția bugetară și cea a contului curent apare slabă - coeficient de doar 0,096 și ne semnificativ statistic.

Există însă o problemă de ordin conceptual cu această constatare: relația dintre *output gap* și deficite, sustenabilitatea datoriei publice. Întrucât fonduri europene masive finanțează economia și îi permit să meargă la un potențial ce poate fi „înșelător”. Să ne imaginăm ce s-ar întâmpla dacă nu ar exista bani europeni, care ar fi PIB-ul potențial, deficitele etc. Iar economiile emergente se pot confrunta cu o puternică constrângere valutară, ceea ce poate reduce din relevanța *output gap* și a „cererii în exces” atunci când se judecă optimalitatea mixului de politică macroeconomică.

Tabel 7. Rezultatele estimărilor prin regresie cu praguri (variabila dependentă este deficitul de cont curent)

Variabila dependentă: Soldul contului curent (% din PIB)			
Method: Discrete Threshold Regression			
Included observations: 755 after adjustments			
Variabila	Coef	Std. Error	
<i>Output gap < -1.11% - 134 obs</i>			
Deficit bugetar	0.096	0.094	
Curs real efectiv (ULC37)	-0.070	0.044	
Rata crestere PIB per capita	-0.195	0.082	***
Factor total productivitate (TFP)	0.121	0.030	***
Output gap	-0.275	0.415	
Deschiderea comerciala	0.027	0.011	**
<i>-1.11% <= Output gap < 0.103% - 283 obs</i>			
Deficit bugetar	0.601	0.100	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.100	0.046	**
Rata crestere PIB per capita	-0.562	0.101	***
Factor total productivitate (TFP)	0.045	0.025	*
Output gap	-1.372	0.766	*
Deschiderea comerciala	0.001	0.006	
<i>0.103% <= Output gap - 338 obs</i>			
Deficit bugetar	0.798	0.069	***
Curs real efectiv (ULC37)	-0.234	0.044	***
Rata crestere PIB per capita	-0.239	0.066	***
Factor total productivitate (TFP)	0.075	0.020	***
Output gap	-2.074	0.207	***
Deschiderea comerciala	0.014	0.006	**
<i>R-squared</i>	<i>0.415</i>		

Sursa: estimările autorilor

Notă: *, ** și *** denotă coeficient semnificativ statistic la praguri de 10%, 5% și 1%.

3. Este leul supraevaluat?

Această analiză nu se ocupă prin excelență de competitivitate. Totuși, s-a încercat o estimare a supraevaluării leului din ultimii ani. În literatura de specialitate sunt folosite diverse abordări pentru estimarea cursului real de schimb de echilibru (Clark și MacDonald,1998). În această lucrare s-a folosit abordarea de tip curs de schimb comportamental de echilibru – BEER (engl. *Behavioural Equilibrium Exchange Rate*), care se bazează pe tehnici econometrice de cointegrare prin intermediul cărora se estimează cursul real de schimb de echilibru determinat de factori fundamentali.

Au fost folosite în estimări date trimestriale pe perioada T1 2006 – T3 2024, iar pentru cursul de schimb s-a folosit cursul de schimb al leului față de euro (o abordare alternativă ar fi folosirea unui coș euro-dolar funcție de ponderile celor 2 valute în comerțul exterior al României¹⁵). În ceea ce privește modul de calcul al cursului real de schimb, în literatura de specialitate sunt folosite diferite variante de deflatori, cum ar fi indicii armonizat al prețurilor de consum, indicii armonizat al prețurilor de consum cu taxe fixe, indicii prețurilor producției industriale, indicii prețurilor producției din industria prelucrătoare, deflatorul PIB, costul unitar cu forța de muncă (ULC – *unit labour cost*).

În estimări s-a folosit deflatarea cursului de schimb cu indicii prețurilor producției din industria prelucrătoare¹⁶. În ceea ce privește factorii fundamentali folosiți în estimări ca determinanți pentru cursul real de echilibru, aceștia sunt:

- **Diferențialul de creștere a productivității muncii între România și zona euro** – conform estimărilor noastre, o creștere cu 1 pp mai rapidă a productivității muncii în România decât în zona euro apreciază cursul real de schimb de echilibru al leului față de euro cu circa 0,39%. O creștere mai rapidă a productivității muncii în economia României în raport cu economia zonei euro duce la o creștere de competitivitate și la aprecierea monedei naționale atât în termeni reali, cât și în termeni nominali. O explicație alternativă pentru aprecierea cursului de schimb real (nu și cel nominal) printr-o creștere a diferențialului de creștere a productivității este oferită de efectul Balassa-Samuelson.

¹⁵ Sau a unui curs valutar efectiv calculat ca o medie ponderată a ratelor de schimb bilaterale nominale ale leului în raport cu valutele străine în care sunt denumite schimburile comerciale externe.

¹⁶ Tudor Grosu consideră că este neplauzibil ca ulterior crizelor din 2020 și, apoi, celei din 2022, rezultate utilizând diferiți deflatori să fie similare. De ex., în ultimii ani, IPP și-a redus substanțial tracțiunea inflaționistă, având ca efect inclusiv o atenuare puternică a impulsului de supraevaluare a leului. În schimb, deoarece costurile cu forța de muncă au reacționat decalat raportat la cauza inițială a șocurilor din ultimii ani (prețul la energie, funcționarea lanțurilor globale de producție/distribuție, având ca efect creșteri ale prețurilor bunurilor/materiilor prime) este evident că în ultimele trimestre gradul de supraevaluare a leului calculat cu deflator ULC să se fi amplificat substanțial (spre deosebire de evoluția acestuia în cazul utilizării deflatorului IPP).

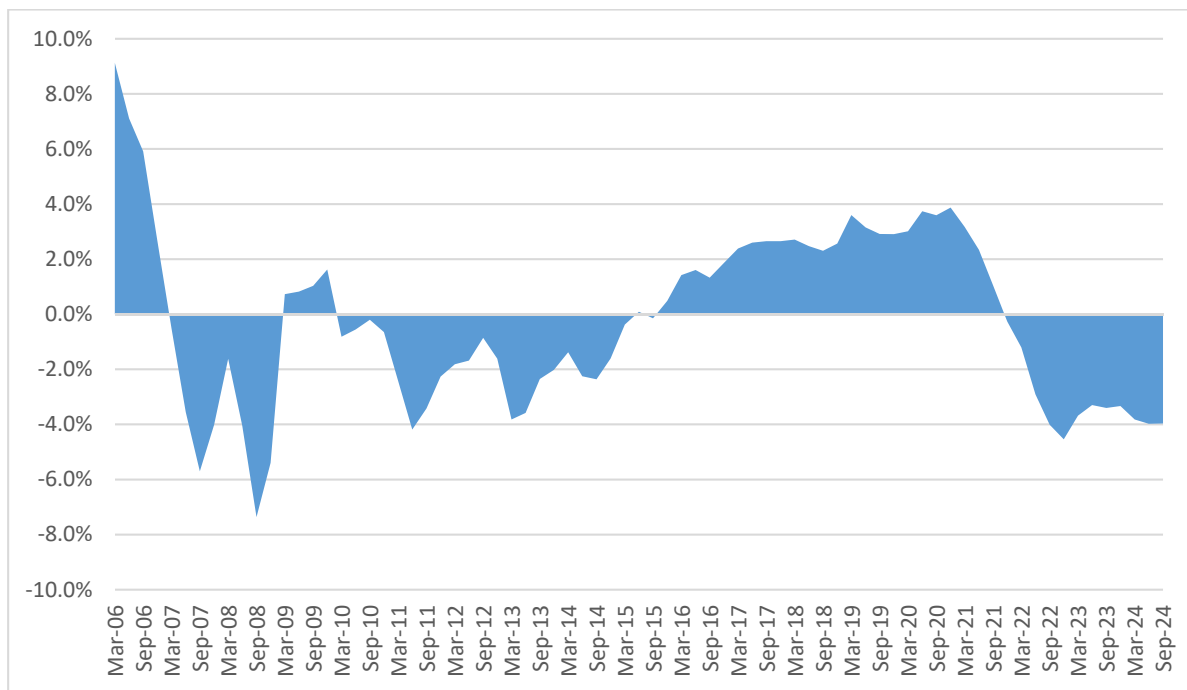
- **Poziția investițională netă (NIIP) ca % din PIB**, – conform estimărilor noastre, o creștere (îmbunătățire) cu 1 pp din PIB a poziției investiționale nete apreciază cursul real de schimb de echilibru al leului față de euro cu circa 0,57%.
- **Diferențialul de termeni de comerț (TOT, Terms of trade)** – conform estimărilor noastre, o creștere cu 1 pp mai rapidă a diferențialului de creștere între prețurile de export și cele de import între România și zona euro apreciază cursul real de schimb de echilibru al leului față de euro cu circa 0,13%. Termenii de comerț reprezintă raportul dintre prețurile de export și prețurile de import. O creștere a prețurilor de export mai rapidă decât a celor de import conduce la o îmbunătățire a deficitului comercial, ceea ce apreciază cursul de schimb al monedei naționale.
- **Activele externe nete ca % din PIB (NFA)** – conform estimărilor noastre, o creștere cu 1 pp din PIB a activelor externe nete apreciază cursul real de schimb de echilibru al leului față de euro cu circa 0,6%.
- **Gradul de deschidere al economiei, % din PIB (openess)** – conform estimărilor noastre, o creștere cu 1 pp din PIB a gradului de deschidere al economiei apreciază cursul real de schimb de echilibru al leului față de euro cu circa 0,23%.

După ce au fost estimate relațiile de cointegrare între cursul real de schimb și factorii săi fundamentali, pentru a obține abaterea cursului de schimb de la echilibru s-au estimat trenduri (valori pe termen lung) pentru factorii determinanți ai cursului real de schimb pe baza unor filtre Hodrick-Prescott. Valorile de trend ale factorilor determinanți ai cursului de schimb au fost introduse apoi în relația de cointegrare estimată și apoi s-a calculat deviația de la echilibru ca diferența dintre cursul real înregistrat și cursul real de echilibru estimat pe baza relațiilor de cointegrare.

Au fost estimate mai multe relații de cointegrare între cursul de schimb real și factorii săi fundamentali (luați individual sau în varianta cu doi factori fundamentali) și au fost reținute în final 5 variante de modele de curs de schimb de echilibru pe baza cărora s-au determinat abaterile de la echilibru ale cursului real. Aceste variante au fost combinate într-o variantă *consensus* de abatere de la echilibru ca o medie aritmetică simplă a celor 5 variante de abateri de la echilibru (o abordare mai complexă și mai corectă ar fi aceea a unei medii ponderate, ponderile fiind date de stabilitatea fiecărui model din cele 5 modele estimate și reținute pentru rezultatele finale).

După cum se vede în graficul de mai jos, estimările făcute pentru această analiză indică o supraevaluare a leului de cca. 4% în anii recentți. În perioada 2006-2024 au alternat perioadele de subevaluare cu altele de supraevaluare. Există estimări la colegii din BNR care văd o supraevaluare a cursului real efectiv al leului semnificativ mai mică decât 4%.

Grafic 5. Deviația de la echilibru a cursului real de schimb în perioada 2006-2024 (%)



Sursa: estimările autorilor

Notă: Valorile pozitive ale deviației de la echilibru ale cursului de schimb reprezintă o subevaluare, în vreme ce valorile negative reprezintă o supraevaluare.

Competitivitatea depinde de valoarea adăugată în diverse sectoare, dependența de importuri (*terms of trade*), alocarea resurselor către domenii ce produc *tradables* și supraaprecierea leului. O politică industrială poate sprijini competitivitatea dacă se concentrează pe producție de *tradables*, cu precădere în domenii cu valoare adăugată înaltă. O politică industrială cere însă resurse, spațiu fiscal și, nu în cele din urmă, trebuie să fie eficientă; altminteri resursele sunt risipite. Banca de dezvoltare poate ajuta în acest scop.

4. Câteva concluzii:

Constatările din această analiză arată de ce deficitul bugetar trebuie să fie diminuat, mai ales că economia noastră are *output gap* pozitiv. Corecția deficitului pe o perioadă de 7 ani are în vedere amploarea acestui dezechilibru și nevoia de reforme. Este drept însă că piețele sunt nervoase în condițiile unui mediu internațional în deteriorare, iar o perioadă de 7 ani prezintă riscuri. Există și un „efect Trump”, care poate conduce la o apreciere a USD, la mișcări de fonduri pe piețe, la apariția de „sudden stops”; cu atât mai mult este necesară reducerea deficitului bugetar.

Estimările arată ca la un 1 pp din PIB creștere/scădere de deficit bugetar, deficitul de cont curent crește/scade cu o amplitudine cuprinsă între 0,43 și 0,65 pp din PIB. Dimensiunea estimată a elasticității deficitului de cont curent la deficitul bugetar este apropiată de cea estimată în alte studii pentru România sau pentru alte țări.

Este de menționat aici finanțarea prin împrumuturi a deficitului de cont curent care a fost de peste 60% în 2024 și faptul că investițiile străine directe (FDI) pot deforma realitatea (fiindcă ele finanțează automat deficitul de cont curent).

Argumentul că deficitele mari se justifică prin investiții mari este discutabil având în vedere existența banilor europeni, care apar masiv atât pe partea de cheltuieli cât și pe cea de venituri ale bugetului public. În plus, investițiile trebuie să sprijine dezvoltarea producției de *tradables*.

Această analiză nu s-a ocupat prin excelență de competitivitate, chiar dacă s-a încercat o estimare a supraevaluării leului. Există cauze structurale ce influențează competitivitatea: valoare adăugată în diverse sectoare, plasarea în lanțuri de aprovizionare, dependența de importuri (*terms of trade*) etc. Diverse estimări privind supraevaluarea leului merg de la 2% la 8%; analiza noastră are estimări aproape de 4%.

Inferența principală a analizei este că ajustarea deficitului bugetar ar reduce deficitul de cont curent cu un coeficient de transmisie de peste 0,5.

Corelația productivitate-salarii pentru a obține un curs efectiv mai aproape de echilibru are relevanță, întrucât o depreciere intenționată a leului prezintă riscuri majore. Fondurile UE pot ajuta considerabil câștigurile de productivitate/competitivitate, mai ales când sunt orientate către sectoare de *tradables*.

Rezultatele noastre sugerează că relația dintre soldul contului curent și soldul bugetar este influențată de activitatea economică; deficitele gemene sunt prezente mai ales când *output gap*-ul este pozitiv, adică atunci când economia funcționează peste nivelul său potențial. Când economia funcționează sub nivelul său potențial, legătura dintre poziția bugetară și cea a contului curent slăbește.

Există însă o problemă de ordin conceptual cu relația dintre *output gap* și deficite, sustenabilitatea datoriei publice. Fonduri europene masive finanțează economia și îi permit să meargă la un potențial ce poate fi „înșelător”. Să ne imaginăm ce s-ar întâmpla dacă nu ar exista bani europeni, care ar fi PIB-ul potențial, deficitele etc. Iar economiile emergente se pot confrunta cu o puternică constrângere valutară, ceea ce poate reduce din relevanța *output gap* și a „cererii în exces” atunci când se judecă optimalitatea mixului de politică macroeconomică.

Referințe

1. Afonso, A., and Coelho, J. C. (2022). *The role of fiscal policies for external imbalances: Evidence from the European Union*, *Economic Systems*, 46(2), 100985.
2. Ahmad, A. H., Aworinde, O. B., & Martin, C. (2015). *Threshold cointegration and the short-run dynamics of twin deficit hypothesis in African countries*. *The Journal of Economic Asymmetries*, pp. 12, 80-91
3. Anoruo, E., & Ramchander, S. (1998). *Current account and fiscal deficits: Evidence from five developing economies of Asia*. *Journal of Asian Economics*, 9(3), pp. 487-501.
4. Barro, R. J. (1974). *Are government bonds net wealth?*, *J. Polit. Econ.* (6), pp. 1095-1117.
5. Barro, R. J. (1989). *The Ricardian approach to budget deficits.*, *J. Econ. Perspect.* (2), 37-54.
6. Bilman, M. E. and Karaođlan, S. (2020). *Does the twin deficit hypothesis hold in the OECD countries under different real interest rate regimes?*, *Journal of Policy Modeling*, 42(1), pp. 205-215.
7. Bousnina, R., & Gabsi, F. B. (2022). *The threshold effect of public debt on the twin imbalances: Evidence from MENA countries*. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 32(6), pp. 878-901, <https://doi.org/10.1080/09638199.2022.2139403>
8. Clark, P. B., and MacDonald, R. (1998). *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A methodological comparison of BEERs and FEERs*, IMF Working Paper, WP/98/67.
9. atık, A. N., Gök, B. and Akseki, U. (2015). *A nonlinear investigation of the twin deficits hypothesis over the business cycle: Evidence from Turkey*. *Economic Systems*, 39(1), pp. 181-196.
10. Dăianu, D., coord. (2022). *Consolidarea bugetară și creșterea veniturilor fiscale – necesitate vitală pentru stabilitatea și securitatea economică a României*, Consiliul Fiscal, https://www.consiliulfiscal.ro/Analiza_sistem_fiscal_RO.pdf.
11. Dumitru, Ionuț și Dumitru, Ionela (2009). *An Assessment of the Current Account Sustainability in Romania – An Inter-temporal Perspective*, *Romanian Journal of Economic Forecasting* 2.
12. Feldstein, M., and Horioka, C. (1980). *Domestic saving and international capital flows*, *The economic journal*, 90, iunie 1980, pp. 314-329.
13. Helliwell, J. F. (1990). *Fiscal policy and the external deficit: Siblings, but not twins*. NBER Working Paper Series (3313), pp. 1-26.
14. Salvatore, D. (2006). *Twin deficits in the G-7 countries and global structural imbalances*. *Journal of Policy Modeling*, pp. 28, 701-712.

15. Šulíková, V. and Tykhonenko, A. (2017). *The impact of public debt on the twin imbalances in Europe: A threshold model*. *Economic Annals*, 62(213), pp. 27-44.
16. Annual Report on Taxation, iulie 2024, https://taxation-customs.ec.europa.eu/taxation/economic-analysis/annual-report-taxation_en
17. Raport privind sistemul fiscal din România, inclusive analiza comparativă și recomandări pentru reforma cadrului fiscal, Banca Mondială, martie 2023, [RaportprivindsistemulfiscaldinRomania BM.pdf](#).
18. Romania: Technical assistance Report on reforming PIT, FMI, iunie 2022, [Romania: Technical Assistance Report on Reforming Personal Income Taxation](#).
19. Romania: Technical assistance Report on reforming PIT, FMI, iunie 2022, [Romania: Technical Assistance Report on Improving Revenues from the Recurrent Property Tax](#).
20. Romania – selected issues, IMF country report no. 22/311, septembrie 2022.
21. Baza de date AMECO, [AMECO Online - AMECO Online \(Current Version 2024-11-15 10:30\) | Sheet - Qlik Sense](#).