

Daniel Daianu, 27 febr 2023

## Dezechilibrul extern: cateva observatii si conjecturi

Se inmultesc comentarii privind deficitul de cont curent din 2022, ce a ajuns la 26,571 miliarde euro (9,2% din PIB) - o crestere valorica de 52% fata de nivelul din 2021, in timp ce dezechilibrul comercial a atins 34 miliarde euro. Si documente ale BNR fac referire la aceasta evolutie. Se manifesta atentie sporita fiindca, sa ne aducem aminte, in balanta externa s-au manifestat probleme mari dupa 2008, desi datoria publica era atunci de numai cca. 15% din PIB. In intervalul 2007-2008 deficitul de cont curent a fost ca medie peste 12% din PIB. Romania nu a fost singura tara din UE cu dificultati mari de finantare odata criza financiara izbucnita, in conditiile unor miscari de capital masive, cu componenta speculativa importanta. Pe fondul ciclului "avant si prabusire" (*boom and bust*), deficitul de cont curent in anii pre-criza a fost generat deopotriva de sectorul public si cel neguvernamental.

### *Ce spun si ce nu spun cifrele: nu este ca in 2007-2008*

Au fost 2 etape in reducerea deficitului de cont curent dupa izbucnirea crizei financiare: in primii ani dupa 2008 intrari de capital s-au oprit aproape brusc si a existat o ajustare ce a dus deficitul de cont curent la in jur 5% din PIB in intervalul 2009-2012. A doua etapa a fost de comprimare severa a cheltuielilor publice dupa 2012; deficitul de cont curent s-a redus la 0,3% din PIB in 2014 si deficitul bugetar la 1,2% in acelasi an; deficitul de cont curent a oscilat intre 0,3% si 1 % din PIB intre 2013-2015. La reducerea deficitului bugetar a lucrat si majorarea TVA de la 19% la 24%.

Este greu de admis ca acea taiere drastica de cheltuieli publice era sustenabila. Pe de alta parte, ar fi trebuit sa existe prudenta in politica bugetara dupa 2015. **Modificari in regimul fiscal dupa 2015 si alte masuri cu impact bugetar au dus deficitul bugetar structural la peste 4% din PIB in 2019**, iar aceasta evolutie s-a vazut in cresterea dezechilibrului extern fiind in relief fenomenul de *twin deficits* (deficite gemene) –vezi graficul 1 si graficul 2.

De notat este ca dificultati de finantare a dezechilibrului extern a avut Romania cand datoria publica a fost mult inferioara (ca procent din PIB) celei de acum - cca 15% in 2008, cca 48% din PIB in 2022. Explicatia priveste deficite bugetare substantiale (deficitul cash in 2009 a ocolat deficitul ESA de 5,4% prin utilizarea de resurse din privatizarea BCR) in timp ce criza financiara a marit enorm aversiunea fata de risc. Drept consecinta, Romania a trebuit sa recurga la un pachet de asistenta financiara externa.

In conditiile crizei energetice si a invaziei din Ucraina, **in 2022 a avut loc a deteriorare raportului de schimb (*terms of trade*) pentru cele mai multe tari din UE**, care s-a concretizat in cresteri de deficite de cont curent; surplusul zonei euro s-a diminuat, iar in tari vecine din Europa centrala si de Rasarit (Cehia, Ungaria, Polonia) deficitele au crescut (vezi graficul 1). In cazul Romaniei se poate prezuma o deteriorare echivalenta cu 1-1,5% din PIB a raportului de schimb, care este de pus in relatie cu deficitul de cont curent estimat de INS la 9,2% in 2022. Dincolo de deteriorarea raportului de schimb, au fost intreprinderi ce si-au inchis portile avand productie intens energofaga si s-a recurs la importuri. Iar dereglari in lanturi de productie si aprovizionare au afectat capacitatea de export a economiei. In lipsa acestor efecte, deficitul de cont curent din 2022 ar fi fost probabil nu departe de cel din 2021 (cand a fost cca. 7% din PIB).

### *Deficite gemene*

Ce particularizeaza deficitele externe la noi este contributia deficitului bugetar la marimea acestora; deficite bugetare structurale (ce nu tin cont de pozitia ciclica a economiei, de politici prociclice) s-au reflectat in deficite externe (graficul 1 si graficul 2).

Cu temei se afirma de catre experti si institutii specializate ca ajustarea bugetara este obligatorie pentru a duce deficitul bugetar la sub 3% din PIB si, concomitent, pentru a reduce deficitul de cont curent. Aceasta consolidare nu va mai putea miza pe "inflatie surpriza" din 2022 (graficul 5), ce a fost considerabil peste ipoteza cu care s-a construit bugetul. O infuzie masiva de resurse europene poate sprijini cresterea economica (ce este in decelerare) si finantarea balantei externe. Resursele europene pot duce investitiile publice (ce includ cheltuielile de capital) la 6% din PIB ca medie in anii urmati, ceea ce ar atenua din impactul contractionist al consolidarii bugetare.

Daca deficitul bugetar (ESA) s-ar reduce la 3% din PIB, am putea imagina o diminuare a deficitului de cont curent astfel: la 6% din PIB daca se mentine raportul de schimb de acum; la aproximativ 5% din PIB daca raportul de schimb ar reveni la nivelul din 2022. Exista aici si un efect al aprecierii USD fata de euro in conditiile in care multe produse energetice si alte materii prime sunt pretuite in USD (vedem insa ca USD s-a depreciat fata de euro in ultimele luni, ceea ce, mutatis mutandis, poate ajuta o ameliorare a raportului de schimb). Dar rationament de mai sus, in ambele variante, implica o transmisie de 1 la 1 a reducerii deficitului bugetar in reducere de deficit de cont curent, ceea ce este o ipoteza neplauzibila. Coeficientul de transmisie este subunitar; unele studii il plaseaza sub 0.4, altele merg la 0,6 (vezi si analiza FMI privind Romania din august 2022). Experienta impactului corectiei bugetare asupra deficitului de cont curent in deceniul trecut sugereaza un coeficient de transmisie catre pragul de sus evocat, poate chiar peste.

*De ce nu avem presiune de depreciere pe leu?*

**Diferentialul de randament este atractiv pentru detinatori de fonduri ce judeca obligatiuni romanesti si alte active lichide in portofoliile lor.** In ianuarie 2023, titlurile de stat romanesti detinute de non-rezidenti au ajuns la varful istoric de 67 miliarde lei, iar ca pondere in total obligatiuni in circulatie la 24%. Este de introdus in tablou si stabilitatea relativa a leului fata de alte monede din regiune (unii ar putea vorbi chiar de un “put”). In 2022, BNR a urcat rata de poltica monetara la 7%, comparabila cu ratele de politica monetara din Polonia (unde este 6,75%) si Cehia (unde este 7%); exista sentimentul ca se va face reducerea de deficit bugetar in cativa ani in pofida ciclului electoral (Romania este in procedura de deficit excesiv!), exista resurse europene prin Cadrul Financiar Multianual si PNRR de peste 80 de miliarde euro, datoria publica nu este (inca) coplecitoare, gradul de euroizare a economiei este mult mai redus decat acum 15 ani (2/3 din tranzactii sunt denominate in lei acum fata de cca 1/3 atunci), sistemul bancar intern este bine capitalizat si se bazeaza preponderent pe depozite ale rezidentilor (creditele in raport cu depozitele sunt sub 80%), rezervele valutare si de aur ale BNR sunt substantiale, suntem stat membru al UE (ceea ce poate evita o criza efectiva de solventa) inflatia a inceput sa scada schema de plafonare avand eficacitate (cum a avut si in Spania si Franta).

*O intrebare persistenta: de ce alte state vecine au balante externe mai echilibrate?*

#### Deficit bugetar structural mare

**Regimul fiscal regresiv (cetatenii cu venituri mici, sau modeste, platesc proportional mai mult decat cei cu venituri mari), erori in politica fiscala, puzderia de exceptari si “portite”, au contribuit la accentuarea deficitului bugetar prin diminuarea veniturilor fiscale.** Cu venituri fiscale de 26-27% din PIB (inclusiv contributi) Romania este lanterna rosie in UE. O analiza sub egida Consiliului Fiscal (din 2022) arata ca revederea regimului fiscal ar putea aduce venituri fiscale suplimentare de peste 3% din PIB in cativa ani. Dar multi se complac in ipocrizie; isi dau seama de aceasta situatie (privind veniturile fiscale), dar precum in Caragiale, au o atitudine de genul “sa se schimbe, dar sa nu se modifice decat pe ici pe colo... prin parti neesentiale”.

**Revederea regimului fiscal ar permite o diminuare a impozitarii muncii, care sa nu prejudicieze insa consolidarea bugetara. Venituri fiscale mai mari ar permite si o politica a veniturilor care sa aiba in vedere ca inclinatia spre consum a cetatenilor cu resurse mici este considerabil mai inalta decat a cetatenilor cu venituri mari, ceea ce afecteaza dinamica importurilor.**

Trebuie combatute cu forta institutionala si cu determinare politica evaziunea fiscala si "optimizarea fiscala" (tax avoidance). Nu trebuie cedat la presiuni interne si externe. Sa speram ca si institutiile europene vor fi mai decise in acest scop, in general.

### Supraevaluarea leului in termeni reali

Supraevaluarea joaca un rol nu neglijabil in evolutia in timp a balantei externe. Exista analize ce plaseaza aceasta supraevaluare (cursul de schimb efectiv) la 5%-10%. Dar vedem cum, in pofida dezechilibrului extern si a acestei supraevaluari, exista o presiune de apreciere nominala a leului in prezent. Chiar daca date economice fundamentale ar sugera un alt nivel de "echilibru" al leului, conditii financiare tin moneda nationala intr-un teritoriu de supraevaluare; aici intra in coliziune logica determinarii nivelului de echilibru in functie de fluxuri comerciale cu logica ce priveste fluxuri financiare, mai mult sau mai putin durabile (nota bene: una este sa ai intrari de capital speculativ si altceva investitii pe termen lung). **BNR navigheaza cu mare atentie, intre Scila si Caribda; cursul nu poate fi lasat de izbeliste, nici sa se aprecieze copios, nici sa intre intr-o vrie de depreciere.**

Chiar daca BNR ar incerca o depreciere a leului, dincolo de posibila reinflamare a inflatiei exista o problema de eficacitate a unui asemenea demers. Mult din productia autohtona face parte din lanturi valorice crosfrontaliere si nu este clar in ce masura si cat de repede s-ar stimula exporturi si s-ar descuraja importuri printr-o depreciere; aici opereaza elasticitati ce pot fi mai mult sau mai putin favorabile. Aceste elasticitati ar trebuie sa respecte conditia Marshall-Lerner (suma elasticitatii cererii de export si a elasticitatii cererii de import sa fie peste 1) pentru a avea un efect pozitiv, iar curba-J (efect negativ asupra deficitului inainte de aparitia unui efect pozitiv) sa opereze cat mai slab.

In plus, o depreciere intentionata nu se poate face pur si simplu. Sa introduci baza monetara vartos in economie pentru a provoca deprecierea leului ar fi un experiment foarte periculos, sortit esecului; ar arunca totul in aer! Excesul de lichiditate din sistemul bancar acum (ce se vede in dobanzile pe piata monetara) nu se datoreaza unei politici deliberate a BNR de depreciere, ci fondurilor europene si plasamentelor unor non-rezidenti in titluri romanesti si alte active. Sa nu se omita totodata ca leul nu este moneda de rezerva si sentimentul pietelor se poate schimba radical daca se comit prostii monumentale in politica economica. BNR are de rezolvat compromisuri (trade-offs) foarte dificile.

Trebuie spus ca o flexibilizare a regimului cursului de schimb ar fi mai usor de practicat daca am avea un buget public robust, o consolidare bugetara de anvergura.

## Productia de tradables este insuficienta

Este plauzibila supozitia ca **productia de tradables (bunuri exportabile si bunuri ce pot inlocui importuri) nu a tinut pasul cu consumul agregat, cu absorbtia interna; avem un proces de alocare a resurselor** ce a favorizat expansiunea de non-tradables.

Multe investitii se duc in rezidential si comert. Infrastructura este inca precara. Servicii IT si de transport nu au putut stopa cresterea deficitului. Plasarea in lanturi de productie si aprovizionare ar putea fi mai favorabila; se assembleaza, sau se produc componente si subcomponente dintre care numeroase nu inseamna valoare adaugata inalta. Iar o modificare a cursului leului nu poate avea efecte rapide cand se manifesta rigiditati importante (apropos de conditia Marshall-Lerner mentionata). Pe de alta parte, varietatea productiei industriale autohtone este o premiza importanta pentru o situatie mai buna in viitor.

Exista si alte probleme structurale; de pilda, subdezvoltarea industriei agroalimentare - pamant agricol ce inseamna 57% din suprafata tarii in timp ce deficitul extern al acestui sector este de 0,5-06% din PIB. In general, avem o subvalorificare a resurselor, materiilor prime interne, care se vede si in faptul ca importam produse a caror realizare include inputuri esentiale din Romania. Nu avem turism de calitate care sa stimuleze "exportul intern"; cetatenii romani cheltuie miliarde de euro in strainatate.

Politici industriale care sa vizeze productia de tradables, cresterea valorii adaugate (inclusiv in domeniul agroalimetar) sunt firave. Economia noastra are si un caracter dual, caracteristic celor mai putin dezvoltate: sectoare importante sunt dominate de firme mari straine si exista multe companii cu capital autohton slabe. In energie avem companii cu actionariat majoritar autohton care pot sustine o strategie nationala in acest domeniu. Oricum insa, politici industriale reclama venituri bugetare superioare, chiar daca PNRR contine elemente ce pot dezvolta productia interna de tradables, pot mari robustetea economiei. Este bine ca, finalmente, se pune in miscare o banca de dezvoltare.

## Emigratia de forta de munca

Si din alte economii europene s-a emigrat masiv, mai ales dupa intrarea acestora in UE, dar din Romania, proportional, se pare ca mai mult. Stocul de capital uman s-a redus si aceasta afecteaza PIB-ul potential prezent si viitor, productia de tradables. Exista studii elocvente ale Bancii Mondiale si ale altor organizatii in acest sens. Din pacate, aceste fluxuri de capital uman sunt greu de atenuat in conditiile de acum. Este adevarat ca cetatenii romanii ce lucreaza in strainatate trimit miliarde de euro acasa, care pot ajunge la 1,5- 2% din PIB anual; in lipsa acestor bani deficitul de cont curent ar fi mai mare. Dar pierderea de capital uman nu poate fi suplinita orin aceste resurse. Sa ne gandim ca multi din cei care emigreaza sunt tineri, in conditiile in care populatia Romaniei imbatraneste;

demografia ne dezavantajează mai mult decât pe alte țări europene (chiar dacă și acolo îmbătrânirea populației are loc) având în vedere imigrarea.

### *Catre economii de razboi?*

În noul context geopolitic și geo-economic, România va aloca mai mult pentru apărare (cca 2,3% din PIB în 2023, față de 1,76% în 2022), care nu înseamnă producție de tradables; în fapt, achizițiile de armament înseamnă în cea mai mare parte deficit bugetar și de cont curent mai mari, alte condiții presupuse neschimbate. Numai dacă am avea o creștere semnificativă a producției interne de apărare (inclusiv a componentei de offset) s-ar micșora impactul asupra balanței externe. Țările baltice au cheltuieli de apărare de peste 2,5% din PIB, Polonia mai mult. Declarațiile multor lideri din NATO merg în același sens, care indică terminarea “dividendului păcii” de după căderea Zidului Berlinului, creșterea producției de apărare.

Chiar dacă războiul din Ucraina s-ar încheia, aceasta nu înseamnă revenirea la situația de înainte de Invazie. Vom trăi în alta lume, a unui nou război rece. Alocarea de resurse pentru reziliența militară, pentru securitate, înseamnă presiune pe bugete publice, realocare de resurse în economii; totul este de judecat prin prisma de-globalizării, regionalizării unor fluxuri comerciale, când securitatea devine mai importantă decât eficiența înțeleasă în sens îngust.

Există și efecte ale schimbărilor climatice, alte evenimente extreme, ce trebuie avute în vedere în construcția bugetului public; este absolut necesară deci crearea de “spațiu fiscal”, sporirea veniturilor fiscale/bugetare.

Va trebui dezvoltată și producția de bunuri indispensabile pentru securitate nu militară – alimente de exemplu. Este de remarcat că și în ședințe ale CNSM (Comitetul Național de Supraveghere Macroprudentială) s-a examinat situația industriei agro-alimentare. De aceea este nevoie de politici industriale/agricole. PNRR, cu adaptări (așa cum se întâmplă și cu NGEU, care este programul de ansamblu al UE) poate ajuta în acest scop. Iar revenim la chestiunea bugetului public.

UE are un handicap față de SUA și alte regiuni ale lumii în privința resurselor energetice și materiilor prime “critice”. Dacă UE va reuși să grăbească tranziția către resurse energetice regenerabile, la preturi rezonabile, beneficiile ar fi inestimabile. Uniunea va trebui să practice măsuri de politică industrială cum se face în SUA (vezi Inflation Reduction Act). Una peste alta, România trebuie să capitalizeze mai bine condițiile naturale (resursele) care o avantajează față de alte state membre din UE și să extragă beneficii cât mai multe din fondurile europene pe care le are la dispoziție.

## Concluzii

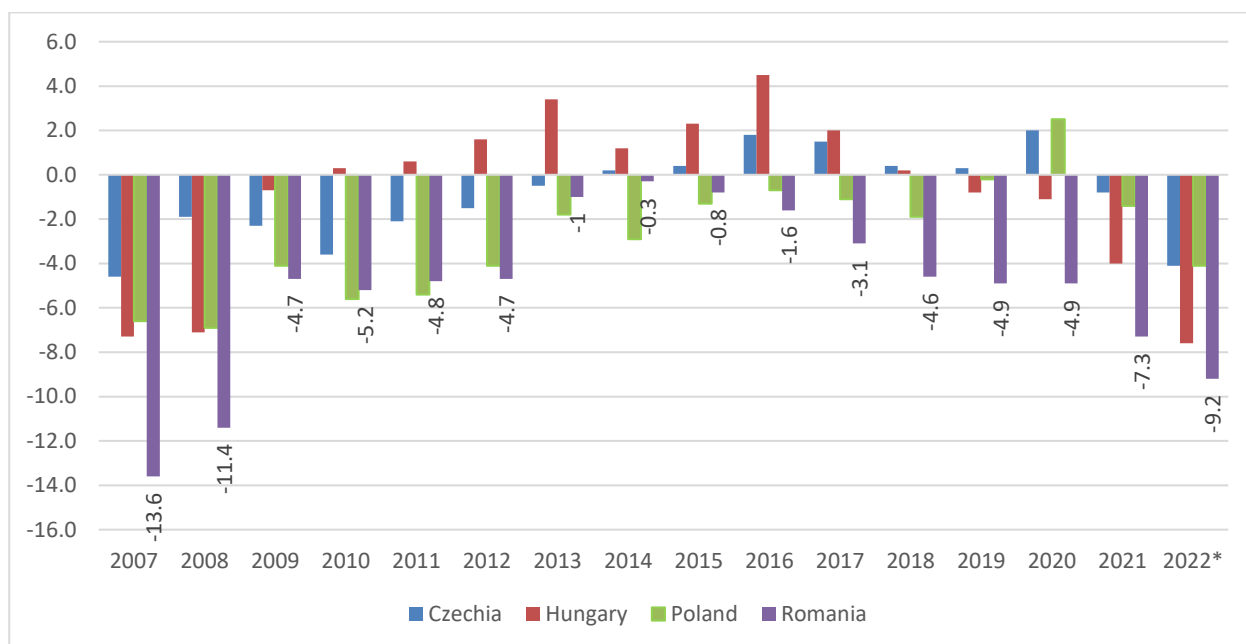
Dezechilibrul extern prezinta o vulnerabilitate majora, care poate fi diminuată prin eforturi consecvente pe mai multe fronturi: consolidare bugetara (reducerea deficitului bugetar), o alocare mai buna a resurselor in economie care sa sustina productia de tradables, atragere masiva de fonduri europene. In 2023 si 2024 reducerea anticipata a ratei de cresterea economica poate atenua deficitul de cont curent. O inflatie in scadere si rate de dobanda atragatoare la depozite ar stimula economisirea interna, cu efect favorabil asupra dezechilibrului extern.

Reforme serioase trebuie intreprinse in economie pentru a favoriza cresterea economica robusta, intarirea premizelor pentru productia de tradables; este vorba, intre altele, de digitalizare, reforma regimului fiscal, cheltuieli publice mai eficiente (se efectueaza in prezent *spending reviews* pentru educatie si sanatate, actiuni ce sunt prevazute si in PNRR), prioritizare de investitii orientate catre tradables si control riguros al realizarii, salarizare si sistem de pensii echitabile (vezi si recomandari ale Bancii Mondiale), alocare de resurse suplimentare pentru educatie si sanatate (ce presupune insa venituri bugetare mai mari), etc.

Se poate reveni la deficite de cont curent de sub 5% din PIB, cu o finantare neproblematica in cativa ani, dar avem nevoie de politici macroeconomice si structurale adecvate.

PS. Un deficit de cont curent de 6% din PIB poate fi mai avantajos decat unul de 4% din PIB daca este finantat in totalitate de investitii directe in timp ce cel de 4% este finantat exclusiv prin indatorare. Natura investitiilor conteaza de asemenea; una este sa investesti in tradables, in high-tech, si altceva in mall-uri si zone rezidentiale. Altfel spus, diavolul este in detalii.

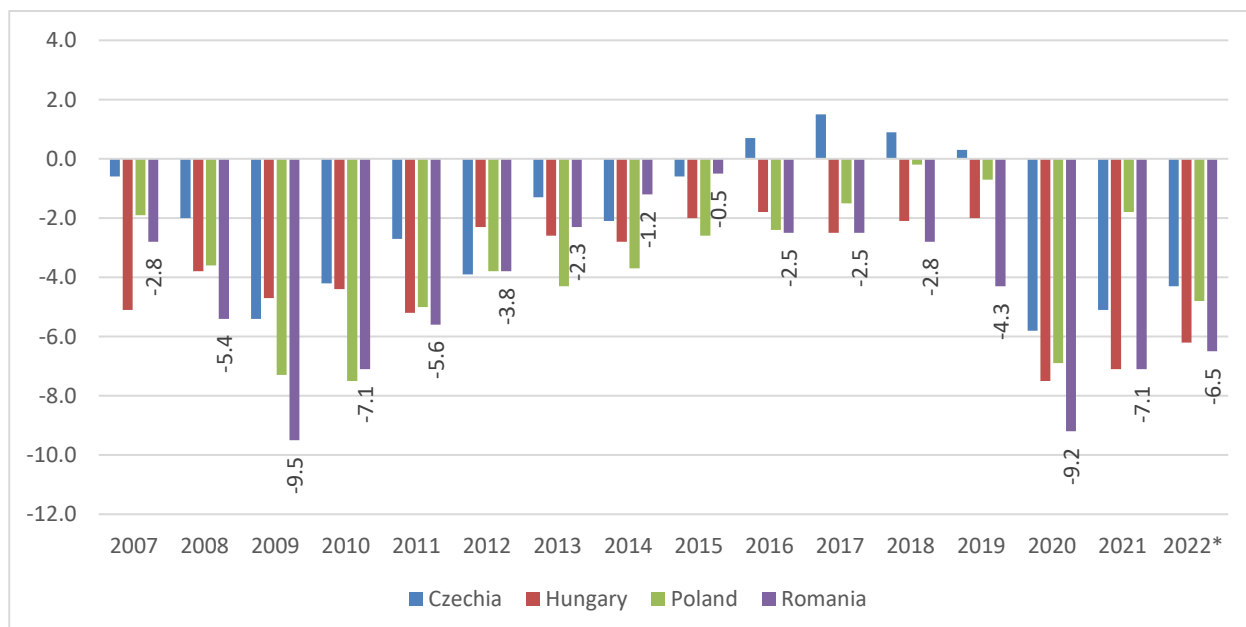
**Grafic 1. Soldul contului curent în RO, HU, PL, CZ în perioada 2007-2022 (% din PIB)**



Sursa: AMECO

**Notă:** Pentru anul 2022, valoarea soldului contului curent este preluată de pe site-ul BNR, raportarea fiind făcută la PIB-ul prognozat de CNSP cu ocazia prognozei de iarnă 2023.

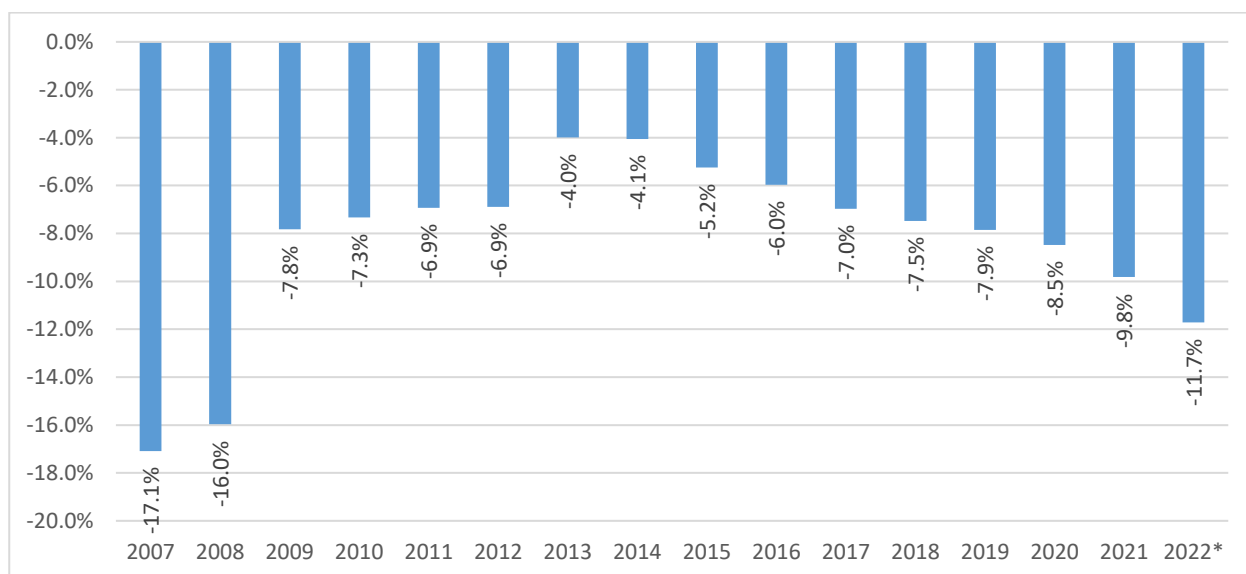
**Grafic 2. Soldul bugetar în RO, HU, PL, CZ în perioada 2007-2022 (% din PIB)**



Sursa: AMECO, pentru anul 2022 valorile reprezintă estimări.



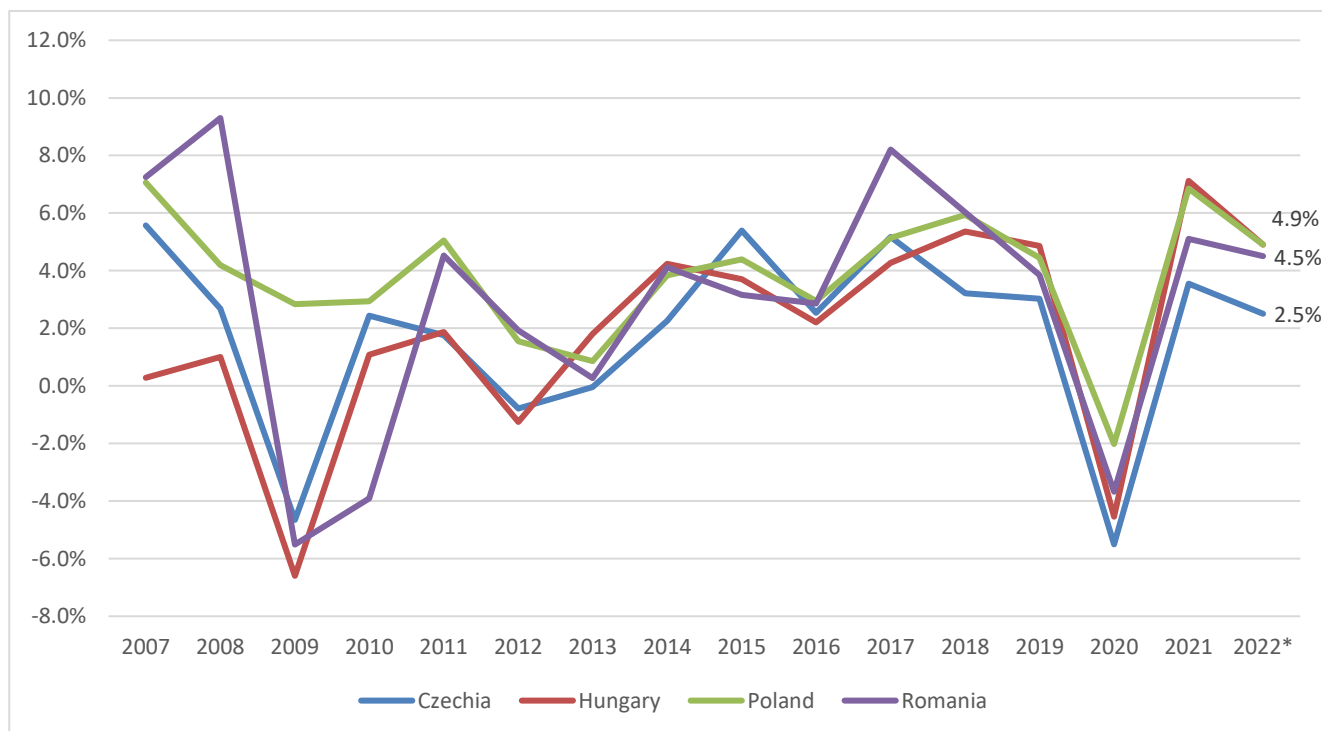
**Grafic 3. Evoluția soldului balanței comerciale în România în perioada 2007-2022 (% din PIB)**



Sursa: AMECO, CNSP

Notă: datele obținute ca exporturi FOB-importuri CIF, raportarea până în anul 2020 s-a făcut la PIB-ul de pe AMECO, pentru anii 2021 și 2022, și valoarea PIB și cea a soldului balanței comerciale sunt preluate din prognoza CNSP iarna 2023.

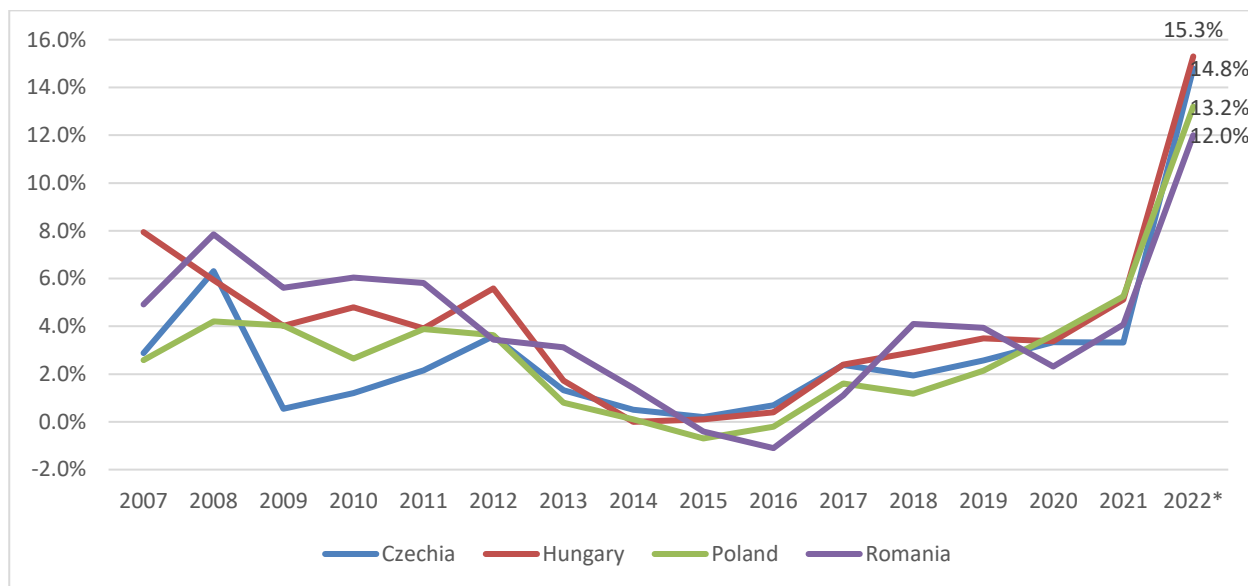
**Grafic 4: Dinamica PIB real în perioada 2007-2022 (%)**



Sursa: AMECO

Notă: Pentru anul 2022 valorile sunt preluate din prognoza de iarnă 2023 a Comisiei Europene.

**Grafic 5: Inflatia IAPC pentru 2007-2022**



**Sursa: AMECO, pentru 2022 valorile sunt din prognoza de iarna 2023 a CE**