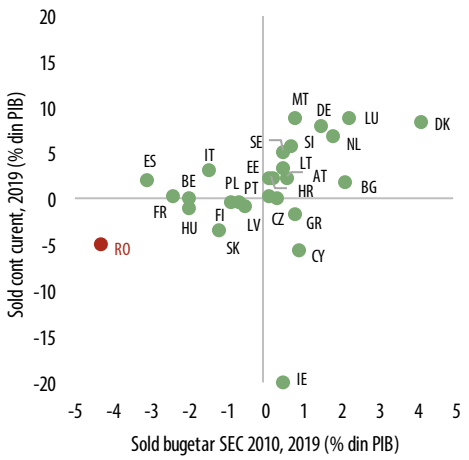
Caseta 3. Evaluări privind impactul soldului bugetar asupra celui de cont curent

În plan economic, România se confruntă cu o serie de dezechilibre interne și externe ample. Evoluțiile fiscal-bugetare au condus la declanșarea de către Comisia Europeană la începutul anului 2020 a Procedurii de deficit excesiv (PDE), reclamând necesitatea demarării cu celeritate a unui proces de consolidare fiscală. Corecția deficitului bugetar a fost însă îngreunată de suprapunerea/succesiunea mai multor șocuri adverse, precum pandemia COVID-19 sau exacerbarea ulterioară a tensiunilor geopolitice. Acestea s-au repercutat inclusiv asupra evoluției deficitului de cont curent, conducând la amplificarea semnificativă a acestuia.

Grafic A
Soldul bugetar și cel al contului curent în statele UE, 2019

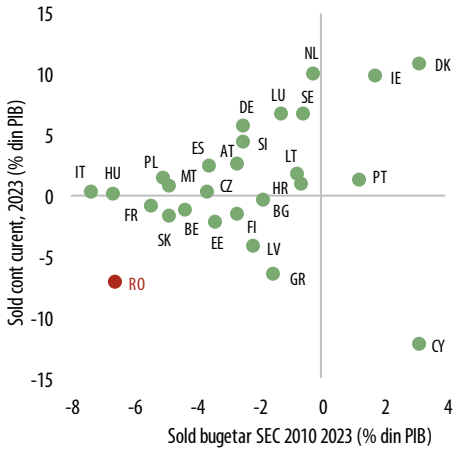


Sursa: Eurostat, prelucrări BNR

Caseta de față își propune să evidențieze la nivel empiric o parte din implicațiile pe care dinamica soldului bugetar o are asupra celei a deficitului de cont curent. Concret, luând în considerare existența simultană a celor două dezechilibre, acest studiu urmărește să cuantifice măsura în care o deteriorare a deficitului bugetar contribuie la deschiderea celui de cont curent și, astfel, să testeze ipoteza „deficitelor gemene". Nu este avută în vedere evaluarea punctuală a influenței pe care anumite decizii de politică fiscală le-au avut asupra deficitului de cont curent, ci mai degrabă este vizată o analiză generică, având în prim-plan corelația statistică dintre cele două variabilele macroeconomice.

Considerente generale privind evoluția soldului bugetar și a celui de cont curent

La nivelul UE, România se numără printre țările cu cel mai pronunțat deficit de cont curent, însoțit de un sold bugetar negativ de magnitudine ridicată. Dezechilibrele ample existau dinaintea declanșării crizei de sănătate publică și a celei energetice (Grafic A), evenimente care au condus la deteriorări ale poziției fiscale și în alte state europene[1] (Grafic B).



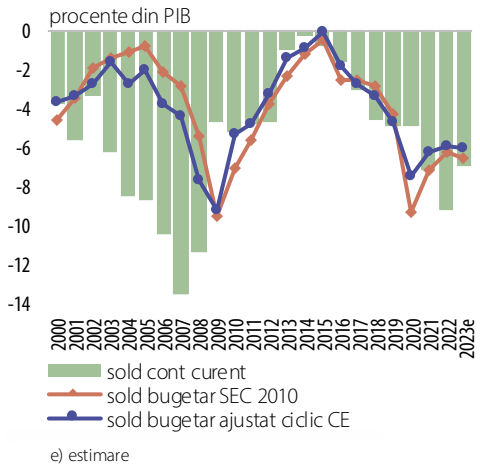
Sursa: prognoze AMECO, prelucrări BNR

Grafic B
Soldul bugetar și cel al contului curent în statele UE, 2023

În cazul României, deficitul de cont curent și cel bugetar (îndeosebi componenta ajustată ciclic a acestuia[2]) au avut, în general, evoluții corelate (Grafic C). Pe întreaga perioadă analizată (2000-2023), cele două dezechilibre au evoluat într-o manieră corelată, fiind vizibilă o accentuare a legăturii dintre acestea în intervalul 2009-2020.

1 În vederea atenuării impactului advers al acestor șocuri, autoritățile au introdus pachete ample de sprijin economic (de exemplu, indemnizații pentru șomaj tehnic, tichete acordate categoriilor sociale vulnerabile, schema de plafonare și compensare a prețurilor bunurilor energetice etc.).

2 Ajustarea soldului bugetului general consolidat cu influența factorilor ciclici încearcă să determine mărimea soldului bugetar care ar fi prelevat în situația în care economia ar fi fost la nivelul său potențial.



Sursa: Eurostat, AMECO, prelucrări BNR

Grafic C
Evoluția soldului bugetar și a celui al contului curent din România

Derularea PDE din perioada 2009-2013, implicând corecții ale deficitului bugetar, s-a adăugat efectelor crizei financiare, cu impact de asemenea în sensul ajustării soldului contului curent.

Începând cu anul 2016, deteriorarea succesivă a poziției fiscale a fost însoțită și de o adâncire rapidă a deficitului de cont curent. Aceasta a reflectat inclusiv pachetul consistent de stimulente fiscal-bugetare implementat de autorități între anii 2016 și 2017. În Caseta 5 din *Raportul anual 2019* al BNR sunt prezentate evidențe empirice privind impactul măsurilor fiscal-bugetare asupra evoluției balanței bunurilor, ca motor al deschiderii deficitului de cont curent. Analiza indică faptul că deficitul balanței bunurilor ar fi fost unul semnificativ mai redus în absența măsurilor de relaxare fiscală.

Există însă și perioade de aparentă decuplare între dinamica deficitului bugetar și cea a deficitului de cont curent. Un exemplu în acest sens îl constituie perioada 2021-2022, când procesul de consolidare fiscală a fost însoțit de noi amplificări ale dezechilibrului extern. Această evoluție este însă asociată unor factori conjuncturali independenți de conduita politicii fiscale, precum sincope persistente în lanțurile globale de valoare adăugată sau criza energetică. Prezența unor astfel de episoade sporadice nu este însă de natură să invalideze existența istorică a unei legături directe între deficitul bugetar și cel de cont curent. Ulterior, pe parcursul anului 2023, ajustarea dezechilibrului extern s-a suprapus unei amplificări a deficitului bugetar care reflectă inclusiv cheltuieli temporare ridicate ca urmare a unor sentințe judecătorești favorabile revendicărilor de drepturi salariale istorice în sectorul public.

Evidențe empirice mixte privind legătura dintre soldul bugetar și cel al contului curent

În literatura de specialitate, fenomenul „deficitelor gemene" este analizat pornind de la un model macroeconomic, care surprinde în mod stilizat, dar realist, interacțiunea dintre principalele variabile macroeconomice. Acesta evidențiază mecanismele prin care o majorare a deficitului bugetar influențează dezechilibrul de cont curent. De exemplu, o politică de reducere a impozitării (la modul general) majorează venitul disponibil al populației, crește consumul, inclusiv pe cel din import și, pe această cale, amplifică deficitul de cont curent (în acest caz, s-ar valida ipoteza „deficitelor gemene"). Totuși, aceeași politică de relaxare fiscală ar putea, în egală măsură, să nu producă modificări în consumul populației, în condițiile în care impozitele reduse din prezent, care coexistă cu un deficit bugetar mai ridicat, creează așteptări privind majorări viitoare ale acestora, ceea ce sporește volumul economisirilor din perioada curentă. Astfel, relaxarea fiscală nu ar avea niciun efect asupra deficitului de cont curent (fenomen cunoscut în literatură sub numele de echivalență Ricardiană și care invalidează, în anumite condiții, ipoteza „deficitelor gemene").

Deşi nu există un consens clar în ceea ce priveşte legătura cauzală dintre cei doi indicatori, majoritatea studiilor empirice indică o transmisie incompletă a variațiilor soldului bugetar în cele ale contului curent, validând ipoteza „deficitelor gemene". Abbas *et al.* (2011) au evaluat, în cadrul unor regresii cu date panel pe mai multe economii non-exportatoare de petrol, că o creștere (îmbunătățire) a soldului bugetar (ajustat ciclic) cu 1 punct procentual din PIB conduce la creșterea (îmbunătățirea) soldului contului curent cu 0,3-0,4 puncte procentuale din PIB. Valori similare pentru acest coeficient de senzitivitate au fost obținute și de Forte și Magazzino (2013) în cazul statelor europene, autorii indicând un interval de 0,3-0,5, dar și de Furceri și Zdzienicka (2018), ale căror estimări panel pentru un număr ridicat de economii în curs de dezvoltare indică o valoare de 0,25, aceștia din urmă având în vedere doar componenta structurală (ajustată ciclic) a deficitului bugetar. În cazul în care sunt cuantificate efectele provenind din partea unor șocuri care privesc conduita discreționară a politicii fiscale aproximate prin impactul măsurilor de consolidare fiscală, după cum propun Bluedorn și Leigh (2011), sau interpretate ca erori de prognoză, cum procedează Furceri și Zdzienicka (2018), valorile acestor coeficienți sunt mai ridicate, situându-se în intervalul 0,6-0,8.

Bussière *et al.* (2004) identifică un efect pe termen scurt relativ restrâns al îmbunătățirii cu 1 punct procentual a soldului bugetar asupra celui de cont curent, evaluat la circa 0,1 puncte procentuale, iar pe termen lung impactul estimat este de circa 0,2-0,4 puncte procentuale, în cazul unui eșantion format din 21 de țări membre ale OCDE pentru perioada 1960-2003. Aceste rezultate sunt confirmate și de Copaciu și Răcaru (2006) – în cazul unui grup format din țări membre ale OCDE și economii din Europa Centrală și de Est (inclusiv România). Nickel și Vansteenkiste (2008) consideră că relația dintre soldul contului curent și cel bugetar devine nesemnificativă în cazul țărilor cu o pondere ridicată a datoriei publice în PIB (peste 90 la sută), în contextul în care gospodăriile devin Ricardiene, sporind economisirea din prezent în anticiparea unor creșteri viitoare de taxe și impozite. Există însă și autori care au evidențiat existența unei cauzalități bidirecționale între cele două dezechilibre (Bolukbas *et al.*, 2018), o astfel de concluzie nefăcând însă obiectul analizei de față. Rezultatele variate din literatura de specialitate ar putea fi explicate inclusiv de existența unor factori de influență a transmisiei șocurilor fiscale în soldul contului curent (de exemplu, poziționarea economiei în cadrul ciclului de afaceri, regimul cursului de schimb sau nivelul datoriei publice).

Evaluări cantitative

Pentru cuantificarea impactului soldului bugetar asupra celui al contului curent a fost utilizat un set de date panel, cu frecvență anuală. Intervalul analizat este 2000-2022, asigurându-se astfel un număr suficient de mare de observații. Estimările au fost realizate pentru un eșantion de nouă țări din Europa Centrală și de Sud-Est: România, Cehia, Polonia, Ungaria, Estonia, Lituania, Letonia, Slovacia și Slovenia. În linie cu evaluările realizate de Abbas *et al.* (2011) și de Furceri și Zdzienicka (2018), a fost investigat efectul provenind din partea soldului bugetar (ajustat ciclic), pentru a reflecta cu mai mare acuratețe conduita discreționară a politicii fiscale. Alegerea acestui indicator în locul variabilei *headline* reflectă

necesitatea abordării problemei de endogeneitate (întrucât șocurile provenind din partea cererii agregate sunt de așteptat să fie corelate cu soldul bugetar total).

Ecuația estimată are următoarea formă:

$$CA_{it} = \beta * Sold\ bugetar\ aj.ciclic_{\ it} + variabile\ de\ control_{it} + \theta_t + \delta_i + \varepsilon_{it}\ ,$$

unde:

CA_{it} – soldul contului curent (pondere în PIB) al unei țări i în anul *t*;

$Sold\ bugetar\ aj.ciclic_{\ it}$ – soldul bugetar ajustat ciclic (pondere în PIB) al unei țări i în anul *t*; după caz, această variabilă este inclusă în unele specificații și cu un decalaj (engl. *lag*, de exemplu, valoarea din anul precedent, *t-1*);

$variabile\ de\ control_{it}$ – în funcție de specificație, sunt folosite alternativ următoarele variabile: (i) dinamica PIB real; (ii) variația costurilor unitare cu forța de muncă (ULC); (iii) gradul de deschidere a economiei (ponderea importurilor și exporturilor de bunuri în PIB); (iv) dinamica cursului de schimb real efectiv (REER, construit pe baza ULC); (v) formarea brută de capital fix din sectorul privat (pondere în PIB);

θ_t, δ_i – efecte fixe de timp și de țară;

ε_{it} – termen rezidual.

Variabilele explicative/ Variabila dependentă: Sold cont curent	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Sold bugetar ajustat ciclic	**0,32*** **	**0,34*** **	**0,33*** **	**0,26*** **	**0,23** **
	[3,62]	[4,78]	[4,44]	[3,07]	[2,32]
Sold bugetar ajustat ciclic (t-1)				**0,16* **	**0,26*** **
				[1,86]	[3,55]
Δ PIB real	-0,36***		-0,10		
	[-3,35]		[-3,12]		
Δ ULC	-0,15***	-0,10***			
	[-3,35]	[-3,12]			
Grad deschidere a economiei		-0,04*	-0,04*	-0,04*	-0,06**
		[-2,04]	[-1,89]	[-2,00]	[-2,71]
Δ REER			-0,10***	-0,10***	-0,12***
			[-2,95]	[-2,95]	[-3,89]
FBCF – sector privat		-0,77***	-0,74***	-0,74***	-0,77***
		[-8,71]	[-7,99]	[-7,62]	[-8,48]
R^2	0,73	0,81	0,81	0,81	0,83

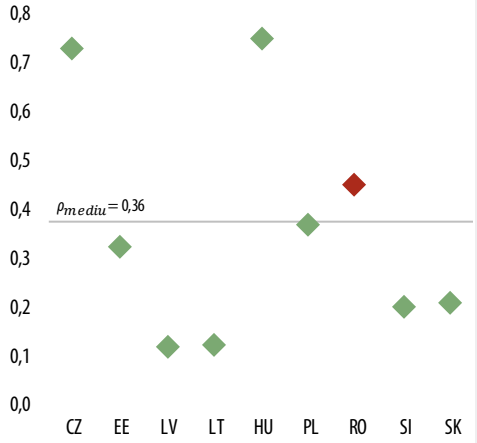
Tabel A
Rezultatele estimărilor privind impactul soldului bugetar asupra celui al contului curent

*) p<0,10; **) p<0,05; ***) p<0,01

Notă: Δ reprezintă dinamica anuală a unei anumite variabile. În paranteză sunt redate statisticile t.

Sursa: evaluări BNR în baza datelor AMECO și Eurostat

Evidențele empirice pentru țările incluse în analiză indică, în medie, un impact contemporan al îmbunătățirii soldului bugetar ajustat ciclic cu 1 punct procentual din PIB asupra celui de cont curent plasat în intervalul 0,2-0,3 puncte procentuale, în funcție de specificația aleasă. Efectul ajunge la valori de circa 0,4-0,5 puncte procentuale pe termen mediu în decurs de doi ani, valoare obținută prin însumarea coeficienților aferenți soldului bugetar ajustat ciclic din perioada *t* și, respectiv,



Sursa: AMECO, calcule BNR

Grafic D
Coeficienți de corelație dintre soldul bugetar ajustat ciclic și soldul contului curent în perioada 2000-2022

celui din perioada anterioară, *t-1* – specificațiile (4) și (5) din Tabelul A[3]. Rezultatele sunt semnificative din punct de vedere statistic în toate specificațiile modelului.

Impactul descris anterior reflectă o valoare medie, condiționată de caracteristicile economiilor incluse în analiză. Încorporarea efectelor fixe de țară are rolul de a atenua particularitățile balanței contului curent în cazul fiecărei țări. Totuși, se pune problema dacă în cazul României este justificabilă o magnitudine diferită a senzitivității contului curent la variații ale soldului bugetar.

În Graficul D sunt prezentați coeficienții de corelație dintre soldul bugetar ajustat ciclic și soldul contului curent pentru fiecare dintre țările incluse în analiză. Pentru comparabilitate cu evidențele empirice anterioare, a fost aleasă perioada 2000-2022. Pentru România, acest coeficient se plasează la o valoare marginal mai mare față de media coeficienților de corelație ai economiilor alese spre analiză (0,45 versus 0,36). În aceste condiții, nu este exclus ca efectele evaluate anterior (0,2-0,3 impact contemporan și 0,4-0,5 în decurs de doi ani) să fie ușor mai ridicate în cazul economiei românești.

Concluzionând, modelele estimate confirmă relația directă dintre cele două variabile. Astfel, creșterea deficitului bugetar este de așteptat să contribuie la o deteriorare a celui de cont curent. Similar rezultatelor din literatura de specialitate, și în cadrul acestei casete s-a evidențiat că transmisia șocurilor fiscale pe termen mediu este subunitară, pe un orizont de doi ani, aproape jumătate din deschiderea deficitului bugetar în termeni structurali reflectându-se în accentuarea dezechilibrului extern.

Referințe

Ali Abbas, S. M., Bouhga-Hagbe, J., Fatás, A., Mauro, P. & Velloso, R. C. – „Fiscal policy and the current account", *Economic Review*, vol. 59(4), pp. 603-629, 2011

Bluedorn, J. & Leigh, D. – „Revisiting the twin deficits hypothesis: the effect of fiscal consolidation on the current account", *IMF Economic Review*, vol. 59(4), pp. 582-602, 2011

Bolukbas, M., Topal, M. & Hotunluoglu, H. – „Testing twin deficits hypothesis for EU-27 and Turkey: a panel Granger causality approach under cross-sectional dependence", *Romanian Journal for Economic Forecasting*, vol. 0(4), pp. 101-119, 2018

Bussière, M., Fratzscher, M. & Muller, G. – „Current account dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach", *Working Paper Series* no. 311, European Central Bank, 2004

Copaciu, M. & Răcaru, I. – „Echilibrul extern al României – abordări calitative și cantitative", *Caiet de studii* nr. 18, Banca Națională a României, 2006

3 Pentru specificația aferentă coloanei 5 din Tabelul A s-a eliminat perioada 2021-2022, corespunzătoare șocului inflaționist resimțit la nivel global, care a dus la aprecierea semnificativă a cursului de schimb real efectiv.

Forte, F. & Magazzino, C. – „Twin deficits in the European countries", *International Advances in Economic Research*, vol. 19(3), pp. 289310, DOI: 10.1007/s11294-013-9406-3, 2013

Furceri, D. & Zdzienicka, A. – „Twin deficits in developing economies", *Working Paper* 18/170, International Monetary Fund, 2018

Nickel, C. & Vansteenkiste, I. – Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence, *Working Paper Series* no. 935, European Central Bank, 2008

Banca Națională a României – *Raport anual* 2019, Caseta 5. Impactul măsurilor fiscal-bugetare asupra evoluției balanței bunurilor, 2020