

Rolul veniturilor din investitiile straine directe in adincirea deficitului de cont curent

Conferinta "Tinerilor economisti"

*Deficitul contului curent – corelatii cu
indicatori economici si abordari structurale*

15 septembrie 2008

Banca Nationala a Romaniei

Autor: Sorin Pislaru

Argument

- De cele mai multe ori, cand se vorbeste despre balanta de plati si investitiile straine, se pune problema finantarii deficitului de cont curent din fluxul intrarilor de investitii straine directe (ISD).
- Dar datele din ultimii patru ani (2004-2007) arata ca fluxul incepe sa creeze si reflux: veniturile din ISD, adica ceea ce castiga companiile straine din filialele locale, au ajuns la 4,3 mld. euro in 2007 (din care 2,3 mld. euro profit reinvestit si 2,1 mld. euro dividende repartizate), fata de un flux pozitiv de ISD de 7,1 mld. Euro
- Ca urmare, ne-am pus problema: cum influenteaza veniturile din ISD, adica profiturile obtinute de investitorii straini directi (repatriate sau nu) deficitul de cont curent si ce scrie literatura economica despre relatia dintre cei doi indicatori, pentru a putea desprinde o tendinta
- Faptul ca investitiile straine au schimbat economia romaneasca in ultimii 8-10 ani, tripland produsul intern brut, salariile si exporturile, este incotestabil; dar, odata intrata in circuitul marilor fluxuri investitionale, economia este supusa unor tensiuni si riscuri noi; repatrierea profiturilor investitorilor straini este unul dintre acestea

Rezumat (1)

- Prima parte a lucrării tratează cadrul teoretic al impactului ISD asupra țărilor în dezvoltare - necesară având în vedere faptul că există o întreagă dispută în literatura economică pe această temă, contribuțiile unor economiști români, apoi sunt prezentate teoriile despre impactul ISD asupra balanței de plăți externe
- În cadrul precizărilor metodologice se clarifică termenii folosiți, apoi este evaluat impactul veniturilor din ISD asupra balanței de plăți din România
- Este prezentat un model al ciclului de viață financiar al unei investiții străine directe propus de economiștii Brada și Tomsik* în 2003 care, împreună cu datele privind veniturile din ISD în Polonia, Cehia, Ungaria și Bulgaria, arată posibile evoluții viitoare ale veniturilor obținute de investitorii străini în România

*Brada, C. Josef, and Tomsik, Vladimir, Reinvested Earnings Bias, The "Five Percent" Rule and the Interpretation of the Balance of Payments –With an Application to Transition Economies, William Davidson Working Paper Number 543, 2003

Rezumat (2)

- In conditiile in care o buna parte a profiturilor sunt obtinute de o minoritate de mari investitori, a fost evaluat impactul asupra contului curent a repartizarii de dividende catre companiile-mama de catre primele multinationale din Romania din punct de vedere al profitului net, in masura datelor disponibile
- Avand in vedere pozitia Austriei de investitor cheie atat in Romania ca si in celelalte tari din Europa Centrala si de Est (37% din ISD austriece erau in ECE inca din 2004), a fost interesant de privit evolutia ISD si a veniturilor din ISD "in oglinda", adica profiturile obtinute de companiile austriece din investitiile in strainatate relativ la investitiile facute in strainatate de acestea
- Concluzia: dezvoltarea costa si nu trebuie sa avem iluzia ca platim mai putin pentru dezvoltare prin atragerea investitorilor straini

ISD si tarile in dezvoltare –cadrul teoretic (1)

- Impactul veniturilor obtinute de ISD asupra balantei de plati se inscrie in discutia mai generala a impactului ISD asupra economiei tarii-gazda
- In general, se considera ca ISD creeaza valoare in economiile gazda, ca aduc tehnologii noi, stiinta managementului si a marketingului. Prezenta lor maresta competitia, imbunatatesta eficienta si creeaza locuri de munca
- Exista economisti care explica insa dinamica ISD-urilor prin strategia corporatista de a crea bariere de intrare intr-o industrie
- Repatrierea profiturilor este considerata de catre unii economisti din Europa Centrala si de Est, in situatia cand statul gazda pierde din atractivitate pentru investitori si fluxurile de intrare nu mai acopera fluxurile de iesire, un posibil risc macroeconomic
- Explozia ISD-urilor din ultimele doua decenii este explicata de catre alti economisti prin criza datoriilor externe a tarilor in curs de dezvoltare din anii '80; este si cazul Romaniei, chiar daca aceasta evolutie se datoreaza si schimbarilor politice

ISD si tarile in dezvoltare –cadrul teoretic (2)

- Economistii romani au pledat pentru ISD: “Nu poate fi conceputa o tranzitie reala fara aportul capitalului investitional international. Este ca si cum ne-am imagina ca organismul uman poate fi mentinut in viata fara sange si circulatie sanguina”, scriau Costea Munteanu si Catalin Valsan in 1992 in lucrarea “Politica investitiilor internationale de capital” (Syntesis, 1992)
- Avand in vedere “seceta” de ISD in Romania pina foarte recent (75% din stocul de ISD de 42 mld. euro de la sfarsitul anului 2007 a fost creat in doar 4 din cei 18 ani de dupa Revolutie, adica intre 2004-2007), discutia despre impactul ISD asupra economiei abia acum se poate sustine
- Teoria economica spune ca impactul ISD asupra unei economii este relevant cand stocul de ISD depaseste 40% din PIB (35% din PIB la sfarsitul anului 2007 pentru Romania, in timp ce in Ungaria era 31% din PIB la sfarsitul anului 1995)
- Unii economisti romani au fost relativ surprinsi de explozia ISD din ultimii 4 ani; in 1998 existau opinii ca am fi urmat sa ajungem la un stoc de investitii straine de 40% din PIB abia in 40 de ani

Veniturile din ISD in Romania

- Veniturile din ISD, adica suma dintre profitul reinvestit si dividendele repartizate, au crescut de la 53 mil. euro in 1999 la 4.504 mil. euro in 2007, adica de 85 de ori; pina in 2002, veniturile din ISD au fost o cantitate neglijabila pentru economie sau deficitul de cont curent – sub 200 mil. euro pe an
- Cum **profitul reinvestit** este calculat doar teoretic ca o iesire, banii raminand in tara, mai relevanta este tendinta **dividendelor repartizate**, adica a banilor obtinuti de catre investitorii straini directi in Romania si repatriati
- Dividendele repartizate au crescut de la 446 mil. euro in 2003 la 1 mld. euro in 2005 si la 2 mld. euro in 2007
- Comparand dividendele repartizate cu **participatiile la capital**, adica banii scosi de catre investitorii straini ca profituri cu banii noi adusi in Romania de catre investitorii straini la capital social, se observa ca in 2007 dividendele repartizate de 2,1 mld. euro au fost dublul participatiilor la capital, de 968 mil. euro

Evolutia investitiilor straine directe (ISD) si a veniturilor din ISD (mil. euro)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Profit reinvestit*	n/a	n/a	n/a	n/a	-570	-1453	-1164	-2673	-2368
Dividende repartizate	-53	-69	-114	-200	-448	-567	-1110	-586	-2117
Venituri din ISD	-53	-69	-114	-200	-1.018	-2020	-2274	-3259	-4485
Participatii la capital	979	1014	1142	985	691	3032	2688	4159	968
Profit reinvestit*	n/a	n/a	n/a	n/a	572	1452	1164	2673	2368
Credite	n/a	113	150	225	683	699	1361	2227	3805
ISD	979	1127	1292	1210	1946	5183	5213	9059	7141

Sursa: Rapoartele BNR, Constantin Chirca, BNR, prezentarea "Cresterea economica si investitorii straini -dependenta sau castig reciproc?", iunie 2008 si FMI, Balance of Payment Statistic Yearbook, 2007;

* a inceput sa fie evidentiat doar din 2003 in balanta de plati a BNR

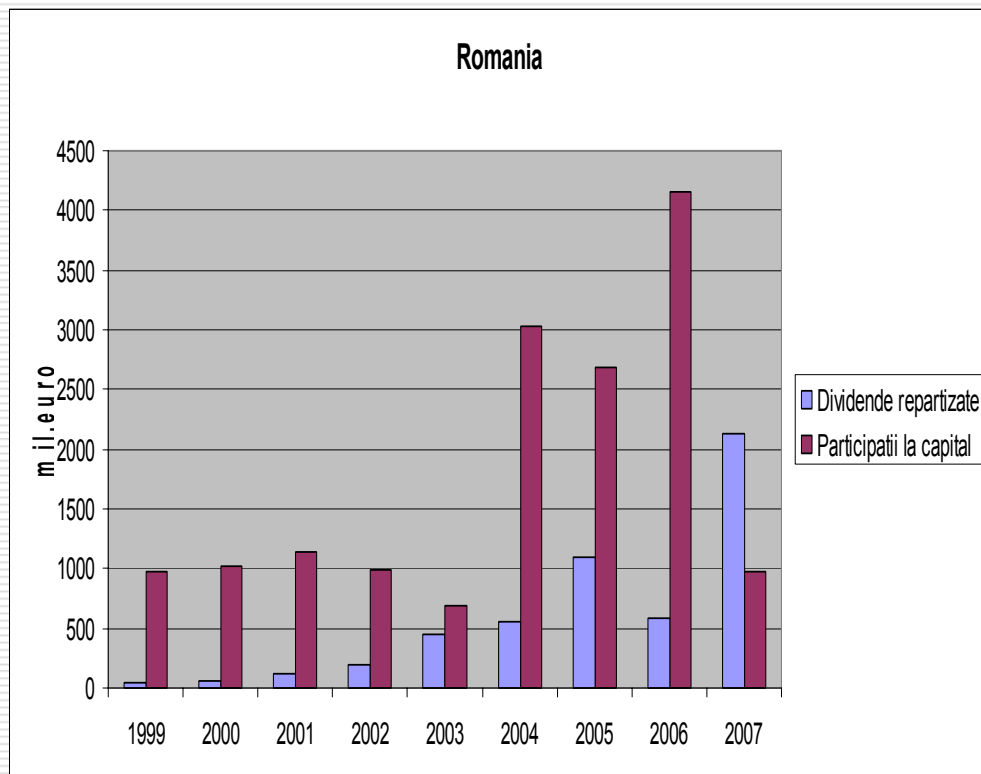
Deficitul de cont curent si veniturile din ISD

- Deficitul de cont curent a depasit pragul critic ca pondere in PIB de 5% in ultimii patru ani (8,4% in 2004, 8,6% in 2005, 10,4% in 2006 si 14% in 2007), dar a fost acoperit cuprinzator de ISD (80-90%) in primii trei dintre acestia
- Veniturile din ISD au crescut brusc imediat dupa ce BNR a introdus profiturile reinvestite in deficitul de cont curent, pina la circa o treime din deficitul de cont curent; este mai relevant de urmarit nivelul dividendelor repartizate, care reprezinta circa 12% din deficitul de cont curent intre 2003 si 2007

Deficitul de cont curent si veniturile din ISD (mil. euro)		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB		33505	40302	44901	48504	52605	60808	79532	97754	121268
Def de cont curent (DCC)		-1355	-1494	-2488	-1623	-3060	-5099	-6888	-10156	-16950
DCC/PIB(%)		-4,0	-3,7	-5,5	-3,3	-5,8	-8,4	-8,7	-10,4	-14,0
Venituri din ISD/DCC(%)		3,9	4,6	4,6	12,3	33,3	39,6	33,0	32,1	26,5
Dividende repartizate/DCC(%)		3,9	4,6	4,6	12,3	14,6	11,1	16,1	5,8	12,5
ISD		979	1127	1292	1210	1946	5183	5213	9059	7141
Sursa: BNR, INS										

Dividendele repartizate si participatiile la capital in Romania

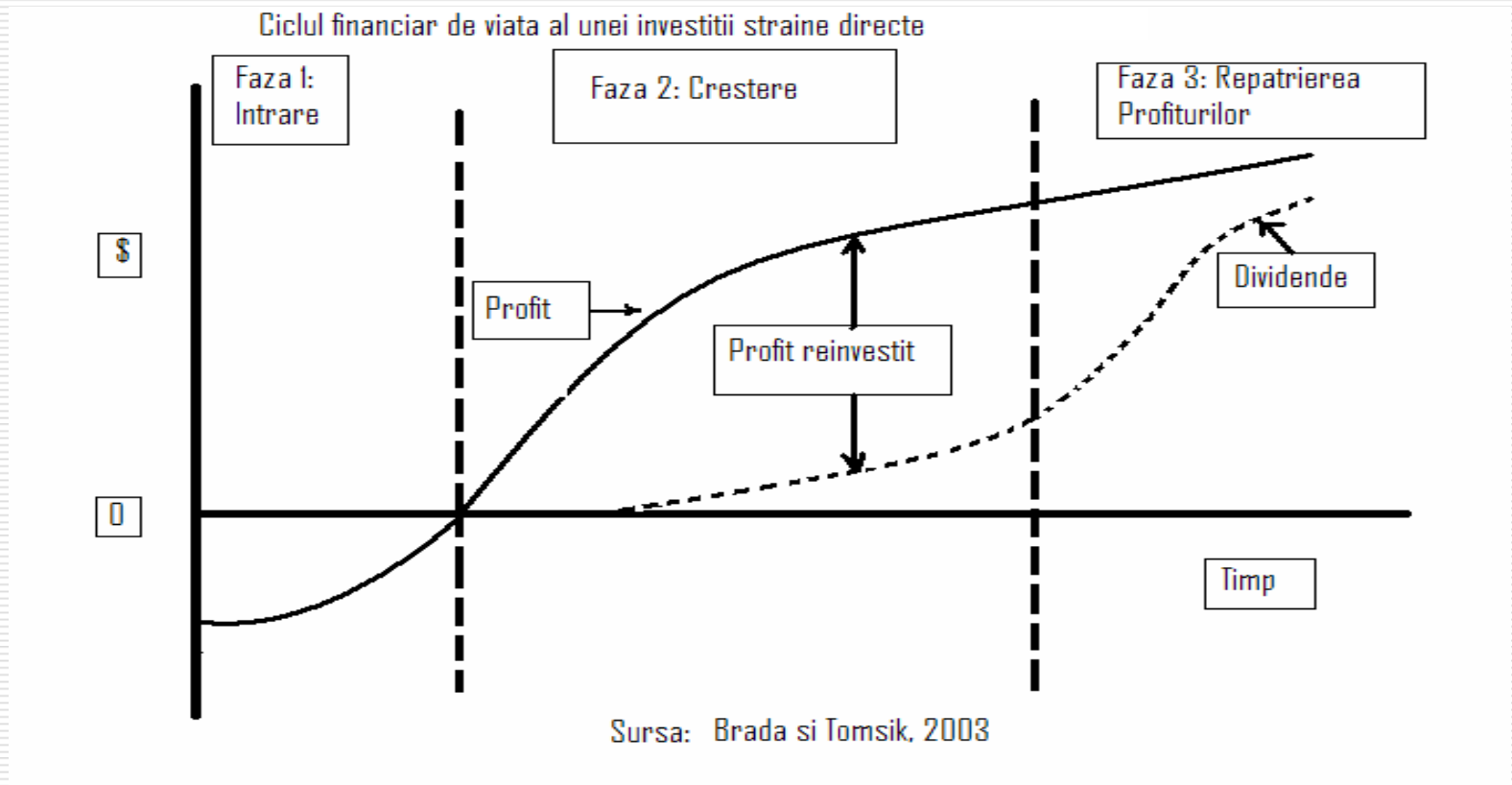
- Pe masura ce investitiile straine ajung la o masa critica, incep sa produca profituri substantiale
- In teoria economica s-au construit modele pentru a descrie evolutia veniturilor din ISD si a profiturilor repatriate
- Conform unui studiu asupra veniturilor din ISD in Brazilia, dupa cinci ani investitorii ajung la capacitatea maxima de a repatria profit
- Alti economisti au propus un model de ciclu financiar de viata al unui proiect ISD



Ciclul financiar de viata al unei ISD (1)

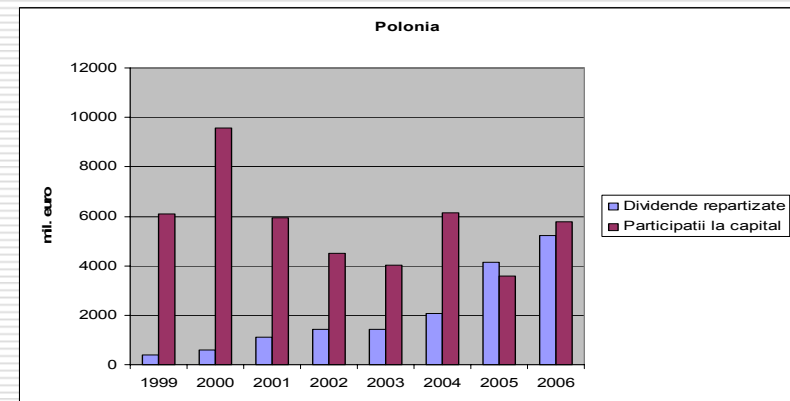
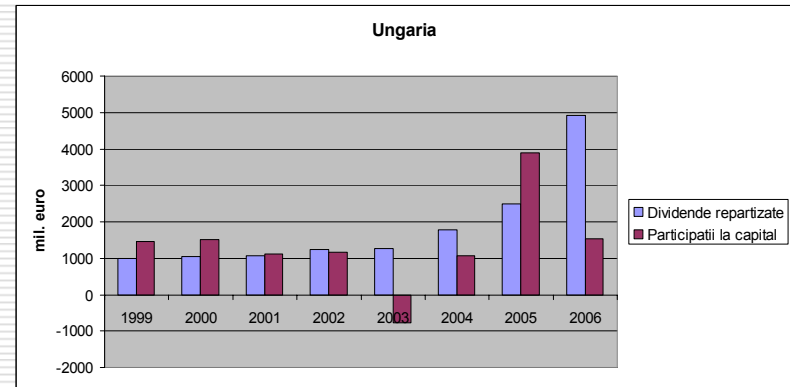
- Economistii cehi Josef Brada si Vladimir Tomsik au propus un model al ciclului financiar de viata al unei ISD, care reprezinta o relatie stilizata intre profituri, dividende si profituri reinvestite in decursul unui proiect ISD, impartit in 3 etape:
- **Faza 1, Intrare** – compania face o investitie in tara gazda pentru a fonda o filiala, care la inceput va opera pe pierderi; in cazul unei achizitii, aceasta perioada poate fi scurta daca firma cumparata este sau poate fi adusa pe profit
- **Faza 2, Crestere** – filiala incepe sa opereze pe profit in conditiile in care incepe productia sau firma este restructurata; cu toate acestea, pentru a capata o pozitie mai buna pe piata, este probabil sa aiba nevoie si de alte investitii, pentru capital de lucru si dezvoltarea capacitatilor; in aceasta faza este probabil ca tot profitul sa fie reinvestit; odata cu cresterea profitului, firma mama poate cere filialei remiterea unei parti a profiturilor sub forma de dividende, desi valoarea profiturilor reinvestite va continua sa creasca
- **Faza 3, Repatrierea profiturilor** – filiala a atins un stadiu matur de dezvoltare in care cota sa de piata si marjele de profit s-au stabilizat; acum compania mama decide sa repatrieze o mare parte din profituri sub forma de dividende; aceste fonduri vor fi utilizate pentru a finanta oportunitati de investitii care ofera cresteri mai dinamice pe alte piete sau in alte tari, iar profiturile reinvestite vor scadea si ca parte din profituri si ca valoare absoluta

Ciclul financiar de viata al unei ISD (2)



Dividendele repartizate si participatiile la capital in ECE

- In Ungaria si Polonia, dividendele repartizate au ajuns din urma si chiar au depasit participatiile la capital inca din 2004-2005
- Se observa tendinta de crestere constanta a dividendelor repartizate, cu o medie anuala de aproape 60% intre 2003 si 2006
- Ungaria si Polonia se afla, in cadrul modelului ciclului financiar de viata a unei ISD, la inceputul **Fazei 3**, de repatriere a profiturilor, cand dividendele repartizate egaleaza profitul reinvestit si concureaza cu participatiile la capital



Sursa: IMF, Balance of Payment Statistics Yearbook, 2007

Tendinte pentru Romania privind veniturile din ISD (1)

- Conform modelului Brada si Tomsik, Romania se afla in **Faza 2-Crestere**, in care profitul reinvestit este mai mare decat dividendele platite companiilor-mama, dar avand in vedere ca in 2007 a fost egalat (2,3 mld. euro profit reinvestit la 2,1 mld. euro dividende repartizate), se indreapta rapid spre **Faza 3- Repatrierea profiturilor**
- Este interesant insa ca Romania intra in **Faza 3** avand un nivel al stocului de ISD per capita (1.900 euro in 2007) de trei ori mai mic decat Ungaria si Cehia (fiecare cu peste 6.500 de euro in 2007), astfel incat este posibil sa intram in etapa de repatriere a profiturilor fara ca ISD sa fi depasit pragul critic dincolo de care influenteaza decisiv restructurarea economiei
- De asemenea, randamentul stocului de ISD (raportul dintre dividendele repartizate si stocul de ISD) a ajuns in Romania la 5,1% in 2007, fata de 1% in 1999, la fel ca in Ungaria sau Cehia, dar dublu fata de Bulgaria, in cazul careia intrarile de ISD sunt deocamdata mult mai mari decat iesirile de profituri, ceea ce inseamna de asemenea ca investitiile straine in Romania avanseaza catre etapa de repatriere a profiturilor

Tendinte pentru Romania privind veniturile din ISD (2)

- Cu adevarat in **Faza 3**, de repatriere a profiturilor, se afla Irlanda, unde intrarile de ISD in perioada 1996-2005, de circa 8% din PIB pe an, au fost de doua ori mai reduse decat veniturile din ISD, de circa 14% din PIB; acesta este un exemplu de economie matura in relatia cu ISD, fluxurile mari de ISD alegand Irlanda in anii '80
- Irlanda acopera deficitul provocat de investitorii straini prin surplusuri ale balantei comerciale si prin veniturile repatriate ale propriilor investitori din alte tari, ceea ce nu este cazul noilor state membre ale UE
- Ce arata modelul Brada si Tomsik: de abia acum incepe in Romania extragerea profiturilor de catre investitorii straini; iesirile de profituri pot majora deficitul de cont curent; Guvernul trebuie sa insiste in continuare pe atragerea de ISD pentru a atenua efectul extragerii de profituri si pentru a prelungi mentinerea Romaniei in **Faza 2 –Crestere**; trebuie incurajat capitalul romanesc sa iasa agresiv peste hotare, astfel incat peste 5-10 ani dividendele repatriate de investitorii romani sa suplineasca atat iesirile de profituri cat si eventuala scadere a remiterilor de catre muncitorii romani din strainatate

Exemple de alocari de dividende

Alocari de dividende pentru 2007 (mil. euro)						
	Investitor	Participatia	Profit net	Dividende	Rata alocare (%)	Dividende repartizate inv. strain
Petrom	OMV(Austria)	51%	530	324	61	165
BRD-SocGen	SocGen (Franta)	58%	306	118	39	68
BCR*	Erste (Austria)	69%	276	99	36	68
Alro	Vimetco (Rusia)	84%	130	117	90	98
Alocari de dividende pentru 2006 (mil. euro)						
	Investitor	Participatia	Profit net	Dividende	Rata alocare (%)	Dividende repartizate inv. strain
Petrom	OMV(Austria)	51%	648	285	44	155
BRD-SocGen	SocGen (Franta)	58%	186	75	40	44
BCR*	Erste (Austria)	69%	232	110	47	76
Alro	Vimetco (Rusia)	84%	108	80	1	67
Alocari de dividende pentru 2005 (mil. euro)						
	Investitor	Participatia	Profit net	Dividende	Rata alocare (%)	Dividende repartizate inv. strain
Petrom	OMV(Austria)	51%	391	208	53	106
BRD-SocGen	SocGen (Franta)	58%	153	60	39	35
Vodafone	Vodafone (UK)	100%	206	202	98	202
Alro	Vimetco (Rusia)	84%	31	27	87	23
Alocari de dividende pentru 2004 (mil. euro)						
	Investitor	Participatia	Profit net	Dividende	Rata alocare (%)	Dividende repartizate inv. strain
ArcelorMittal	ArcelorMittal (UK)	100%	345	161	46,7	161

Sursa: Ziarul Financiar

Cazul in "oglinnda" al Austriei

- Dividendele repatriate de catre investitorii austrieci din Romania, Ungaria, Cehia sau Polonia sunt de fapt venituri din investitii straine directe reflectate in balanta de plati a Austriei
- Un cercetator austriac, Wilfried Altzinger, arata ca profitabilitatea investitiilor austriece in ECE se imbunatateste simtitor incepand cu anii 4-5 ai investitiei; return on equity creste la 6% in al cincilea an al investitiei, fata de sub 2% in primii 3 ani, pentru ca in anii 7-8 sa se ridice la 10-14%
- Profiturile nu sunt inasa repatriate decat in proportie de 10-15%, pentru ca filialele din Europa Centrala si de Est au nevoie de reorganizare si reconstructie
- Angajamentul investitorilor austrieci ramine ridicat, dar strategia de a investi in Europa Centrala si de Est incepe sa-si arate roadele: firmele austriece au incasat in 2005 3,8 mld. euro dividende de la filialele lor din strainatate, de noua ori mai mari decat in 1999; in aceeași perioada, profitul reinvestit de catre firmele austriece in strainatate a crescut de 2,5 ori, de la 670 mil. euro la 1,7 mld. euro

Concluzii

- Investitorii straini pleaca intotdeauna cu mai multi bani decat au venit, iar datele arata ca acest fenomen este pe cale sa se produca si in Romania; important este insa ce lasa in urma – o economie mai competitiva, oameni de afaceri care reusesc sa se dezvolte singuri dupa ce au crescut la “umbra” marilor multinationale
- Disputa privind impactul ISD asupra economiilor tarilor gazda are radacini mai adanci si unii autori avertizeaza ca daca se decide ca profiturile din ISD sunt imorale si aduc pagube economiei locale, pasul urmator este sa consideram ca in general investitorii sunt imorali si ca aduc pagube economiei prin extragerea de profituri
- Teoria comertului si a investitiilor libere este credinta ca indivizii (si societatile) vor fi mai prosperi daca sunt liberi sa produca si sa consume fara restrictii artificiale
- Chiar daca acum 10 ani economistii romani erau foarte pesimisti si nu credeau ca Romania o sa atraga investitii straine, acum avem deja “simptomele” unei economii dezvoltate, in care iesirile de profituri concureaza cu intrarile de capital