



Munich Personal RePEc Archive

An assessment of the current account sustainability in Romania

Dumitru, Ionut

2008

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18614/>
MPRA Paper No. 18614, posted 18 Nov 2009 09:29 UTC

O EVALUARE A SUSTENABILITĂȚII DEFICITULUI DE CONT CURENT ÎN ROMÂNIA

Ionuț Dumitru¹

ABSTRACT:

Această lucrare evaluează sustenabilitatea deficitului de cont curent în România, identificând componenta sa structurală pe baza unei analize calitative și cantitative. Analiza calitativă este realizată pe baza structurii deficitului de cont curent pornind de la clasificarea Nomenclatorului combinat. Folosind date panel, lucrarea estimează în partea sa cantitativă relații pe termen lung între contul curent și factorii săi fundamentali pe baza a două modele folosite în literatură. Concluzia principală a lucrării este aceea că deficitul de cont curent actual este unul excesiv, deficitul structural dat de factorii fundamentali fiind cuprins între 6.3% și 10.9% din PIB, funcție de modelul folosit și procedura econometrică utilizată. De asemenea, lucrarea identifică factorii fundamentali și contribuția acestora de deficitul de cont curent structural. Contribuția cea mai importantă la deficitul structural revine factorilor de convergență economică.

Cuvinte-cheie: deficit de cont curent structural, convergența, venituri relative, echivalența Ricardiana, convergență.

Clasificare JEL: F15, F32, F37, F41

¹ Lector doctor în cadrul ASE București, Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori și Economist-șef la Raiffeisen Bank România. Lucrarea a beneficiat de discuțiile avute de autor în cadrul Școlii Doctorale de Finanțe Bănci (DOFIN, www.dofin.ase.ro) condusă de Prof. univ. dr. Moisă Altăr. Eventualele erori rămase sunt în responsabilitatea autorului.

CUPRINS

1. Introducere	4
2. O analiza calitativa a deficitului de cont curent in România	7
2.1 Balanța comerciala	9
2.2 Balanța veniturilor si transferurile curente	16
2.3 Evoluții recente ale deficitului de cont curent	17
3. Competitivitatea externa	19
4. Evaluarea cantitativa a deficitului de cont curent	22
4.1 Abordarea bazata pe balanța macroeconomica	22
4.1.1 Datele folosite	22
4.1.2 Rezultatele estimărilor	24
4.2 Abordare intertemporala si persistenta deficitului de cont curent	27
4.2.1 Modelul teoretic	28
4.2.2 Datele folosite și rezultatele estimărilor	30
5. Concluzii	36
BIBLIOGRAFIE	39

Lista graficelor si tabelelor

Graficul 1 - Deficitul de cont curent (% din PIB) in Noile State Membre si alte piețe emergente si in dezvoltare (PED).....	4
Graficul 2 – Deficitul de cont curent in România si investițiile străine directe (% din PIB).....	5
Graficul 3 – Surse de finanțare a deficitului de cont curent in România (% din PIB).....	5
Graficul 4 - Datoria externa pe sectoare (% din PIB).....	6
Graficul 5 - Rata economisirii-investirii si deficitul de cont curent.....	9
Graficul 6 – Componentele contului curent.....	9
Graficul 7 - Ponderea exporturilor si importurilor in PIB.....	10
Graficul 8 – Soldul balanței comerciale pe principalele componente ale Nomenclatorului Combinat.....	11
Graficul 9 – Soldul balanței comerciale pentru produse agricole (% din PIB).....	12
Graficul 10 – Balanța comerciala pentru Mijloace de transport (% din PIB).....	13
Graficul 11 – Balanța comerciala pentru Textile si incaltaminte (% din PIB).....	14
Graficul 12 – Balanța comerciala pentru Metale comune si articole din acestea (% din PIB).....	15
Graficul 13 – Balanța comerciala pentru produse din lemn si mobila (% din PIB).....	15
Graficul 14 – Componentele balantei comerciale in tarile din Europa Centrala si de Est (2007, % din PIB).....	16

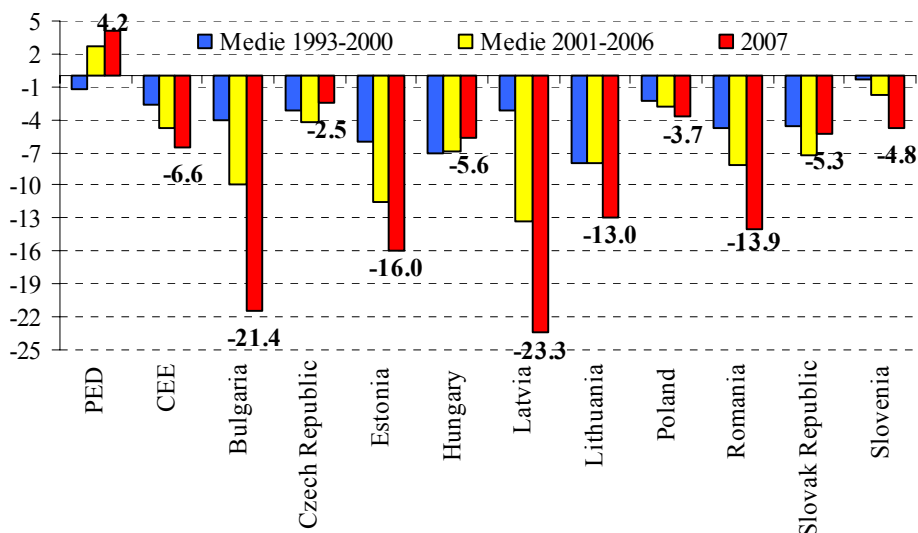
Graficul 15 – Deficitul de cont curent si componentele acestuia (% din PIB).....	17
Graficul 16 – Cresterea exporturilor si corelatia cu productia industrială din zona euro .	18
Graficul 17 – Cresterea exporturilor si contributia exporturilor de combustibili	19
Graficul 18 – Cota de piața a exporturilor românești in exporturile mondiale, EU27 si Europa de Est.....	20
Graficul 19 – Structura exporturilor pe nivele de tehnologie (% din PIB).....	20
Graficul 20 – Deficitul de cont curent efectiv si de echilibru in România (% din PIB)...	27
Graficul 21 – evoluția deficitului structural si a celui efectiv.....	35
Tabelul 1 - Indicatori de vulnerabilitate externa – România vs tarile din Europa Centrala si Est.....	7
Tabelul 2 - Balanța economisire-investire in România.....	9
Tabelul 3 – Structura investițiilor străine directe pe sectoare CAEN in Noile State Membre.....	21
Tabelul 4 - Rezultatele estimărilor relației de echilibru pentru contul curent	24
Tabelul 5 – Indicatorii folosiți in perioada 1995-2007	31
Tabelul 6 – Modelul dinamic, specificare de baza	33
Tabelul 7 – Modelul dinamic, specificare alternativa.....	34
Tabelul 8 – Coeficienții pe termen lung si valorile deficitului structural pentru România in 2007	34
Tabelul 9 – Deficitul de cont curent efectiv si structural in 2007.....	35
Tabelul 10 – Contribuția factorilor explicativi la deficitul structural in 2007.....	36

1. Introducere

După căderea comunismului, țările în tranziție din Europa Centrală și de Est și țările Baltice au înregistrat deficite de cont curent ridicate, considerabil mai mari decât în cazul altor țări în tranziție de pe alte continente. Explicația cea mai plauzibilă este legată de faptul că perspectiva aderării la Uniunea Europeană și apoi apartenența la acest club au fost factori determinanți pentru investiții masive care, cumulat cu un nivel de economisire relativ modest au condus la dezechilibre externe ridicate. Ritmul de creștere economică foarte ridicat înregistrat de aceste țări a fost însoțit în unele cazuri de creșterea deficitelor externe.

Cu toate acestea, noile state membre au avut un comportament diferit în evoluția deficitului de cont curent. Astfel, dacă unele state (Ungaria, Polonia, Cehia, Slovacia și Slovenia) și-au îmbunătățit sau stabilizat balanța externă în ultimii ani după o perioadă de deficite ridicate, alte state (Bulgaria, România și Țările Baltice) au înregistrat un trend diferit în ultimii ani, deficitul de cont curent crescând la nivele chiar foarte ridicate (graficul 1).

Graficul 1 - Deficitul de cont curent (% din PIB) în Noile State Membre și alte piețe emergente și în dezvoltare (PED)

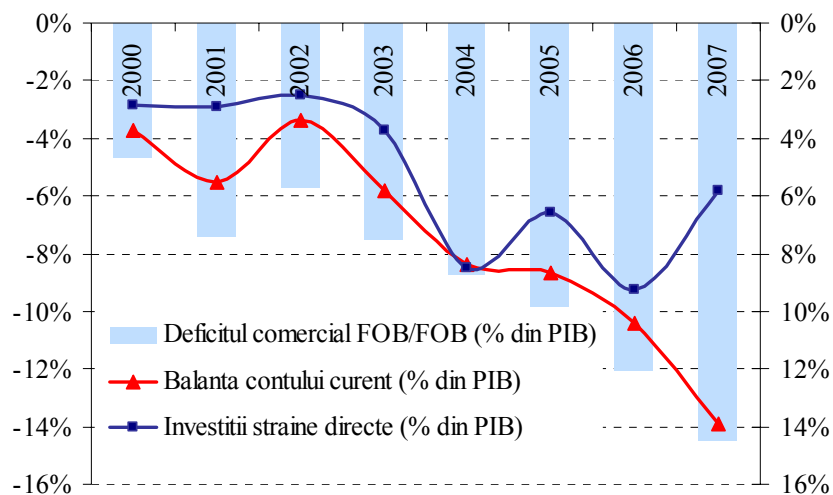


Sursa: FMI. Nota: CEE cuprinde 16 țări: Albania, Bosnia și Herțegovina, Bulgaria, Croația, Cehia, Croația, Estonia, Ungaria, Letonia, Lituania, Macedonia, Muntenegru, Polonia, România, Serbia, Slovacia, Turcia.

Deși în cazul unor țări acoperirea deficitului de cont curent rămâne confortabilă, în cazul altora aceasta s-a diminuat, așa cum este cazul României (graficul 2), făcând

foarte dificila susținerea pe termen lung a unui deficit de cont curent foarte ridicat, mai ales în contextul actual internațional în care aversiunea la risc a crescut după izbucnirea crizei creditelor ipotecare cu risc ridicat în SUA.

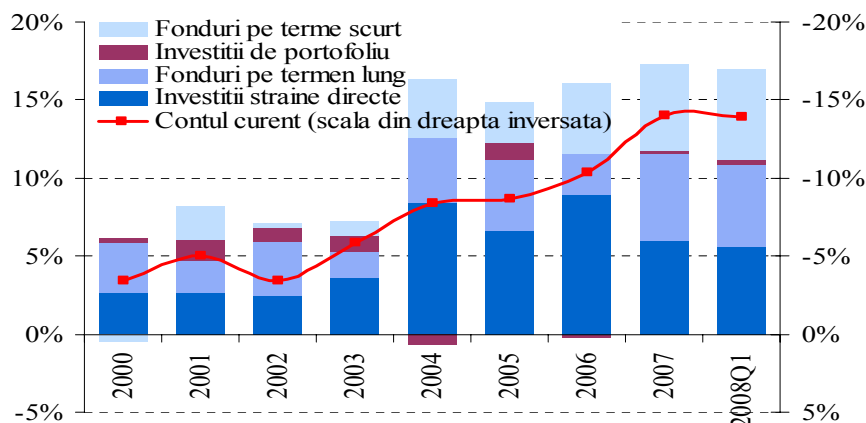
Graficul 2 – Deficitul de cont curent în România și investițiile străine directe (% din PIB)



Sursa: INSSE, BNR

În cazul României, îngrijorarea legată de sustenabilitatea deficitului de cont curent este legată și de deteriorarea structurii finanțării acestuia, componenta de finanțare pe termen scurt crescând (graficul). Creditele externe (mare parte din ele pe termen scurt – graficul 3) finanțează din ce în ce mai mult deficitul de cont curent, multe dintre ele fiind contractate de către băncile comerciale (graficul 4).

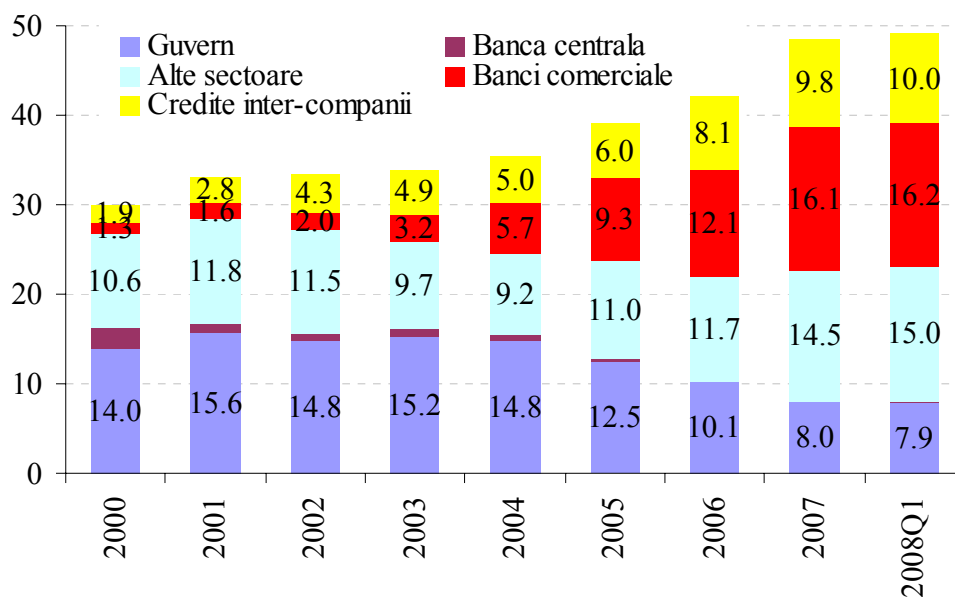
Graficul 3 – Surse de finanțare a deficitului de cont curent în România (% din PIB)



Sursa: BNR

Datoria externă, deși la un nivel încă relativ redus, a crescut foarte rapid în ultimii ani, în special componenta pe termen scurt, ceea ce a dus la creșterea foarte rapidă a serviciului datoriei (tabelul 1). Chiar dacă datoria externă ca procent din PIB este încă ușor sub nivelele din alte țări din regiune, acoperirea datoriei externe și a serviciului acesteia cu exporturi și rezerve internaționale s-a deteriorat rapid, fiind chiar mai slabă decât în alte țări din regiune. Indicatorii de vulnerabilitate externă (tabelul 1) s-au deteriorat continuu în ultimii ani.

Graficul 4 - Datoria externă pe sectoare (% din PIB)



Sursa: BNR

Ca urmare, temerile privind sustenabilitatea deficitului de cont curent au crescut în ultimul timp, riscul privind o corecție care să provoace o „aterizare forțată” (engl. hard landing) a economiei fiind adus în discuție din ce în ce mai des în ultimul timp. Preocuparea privind sustenabilitatea deficitului de cont curent foarte ridicat al României a crescut în ultima perioadă pe fondul turbulențelor de pe piețele internaționale care ridică riscuri legate de posibilitatea susținerii unui astfel de deficit pe termen lung în condițiile în care finanțarea lui va fi din ce în ce mai dificilă.

Tabelul 1 - Indicatori de vulnerabilitate externa – România vs tarile din Europa Centrala si Est

INDICATORI	TARA	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008-Q1
Datoria externa (% din PIB)	Romania	33.4%	33.9%	35.4%	39.1%	42.1%	47.5%	49.1%
	CEE	49.2%	49.8%	49.3%	45.1%	51.2%	51.4%	na
Datoria externa (% din exporturi)	Romania	94.7%	97.5%	98.4%	117.8%	131.0%	155.7%	159.1%
	CEE	130.0%	127.4%	119.6%	111.8%	118.8%	119.3%	na
Serviciul datoriei externe (% din PIB)	Romania	8.8%	7.2%	8.2%	17.1%	20.3%	21.5%	19.9%
	CEE	9.6%	9.7%	9.1%	8.6%	9.1%	8.8%	na
Serviciul datoriei externe (% din exporturi)	Romania	24.8%	20.8%	22.8%	51.5%	63.0%	70.3%	64.4%
	CEE	25.3%	24.9%	22.1%	21.4%	21.0%	20.5%	na
Serviciul datoriei externe pe termen scurt (% din PIB)	Romania	1.1%	1.0%	1.6%	10.4%	13.6%	14.8%	13.7%
Serviciul datoriei externe (% din rezervele internationale)	Romania	60.6%	50.8%	41.7%	74.4%	86.3%	95.8%	91.1%
Serviciul datoriei externe pe termen scurt (% din rezervele internationale)	Romania	7.5%	7.2%	7.9%	45.3%	58.0%	66.0%	62.9%
Datoria externa pe termen scurt (% din total datorie externa)	Romania	7.6%	11.1%	14.9%	20.8%	30.6%	35.7%	34.6%
	CEE	17.4%	20.6%	21.8%	23.8%	24.3%	24.5%	na
Grad de acoperire a importurilor cu rezerva internationala (luni)	Romania	4.2	4.1	5.2	6.3	6.4	6.0	5.8
	CEE	5.0	4.9	4.4	4.2	4.2	4.1	na

Sursa: BNR, FMI.

In acest context, lucrarea de fata realizează o evaluare a sustenabilitatii deficitului de cont curent prin evaluarea calitativa si cantitativa a componentei structurale, data de factorii fundamentali pe termen lung, a acestuia. Lucrarea este organizat in felul următor. Capitolul 2 face o evaluare calitativa a deficitului de cont curent utilizând o analiza de structura, scoțând in evidenta secțiunile Nomenclatorului combinat care au condus la adâncirea deficitului de cont curent. In capitolul 3 sunt analizate unele aspecte legate de competitivitatea externa. In capitolul 4 este realizata o analiza cantitativa a factorilor fundamentali ai deficitului de cont curent si a modului in care aceștia influențează deficitul pe baza a doua modele folosite in literatura de specialitate de cuantificare a deficitului structural sau de echilibru. Capitolul 5 cuprinde concluziile lucrării.

2. O analiza calitativa a deficitului de cont curent in România

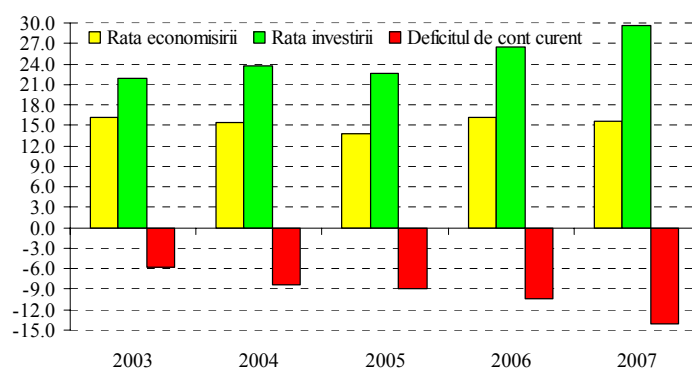
In comparație cu situația din celelalte țări din centrul și estul Europei, precum și din Țările Baltice, deficitul de cont curent al României este unul relativ ridicat, situându-se peste cel înregistrat în Cehia, Polonia sau Slovenia, dar inferior celui înregistrat în Tarile Baltice si Bulgaria.

Practic, odată ce fluxurile de capital s-au liberalizat, este de așteptat ca România, ca de altfel în cazul multor alte țări în tranziție, să înregistreze intrări ridicate de capital care vor conduce la un excedent pe contul de capital și financiar al balanței de plăți și care vor genera în contrapartidă deficite de cont curent. În plus, necesitatea recuperării decalajelor în termeni de convergență reală conduce la importuri de capital fizic, nu numai financiar, care vor genera deficite comerciale. Practic apare ca o situație normală faptul că o țară în tranziție, cu excepția celor care au resurse naturale abundente (în special petrol), să înregistreze deficite de cont curent.

Credem că dezechilibrul extern al României este explicat în cea mai mare parte de procesul de convergență. Așa cum vom vedea în continuare, există o anumită rigiditate a deficitului extern la o scădere sub 10% din PIB, o scădere sub acest prag putând fi posibilă decât cu prețul încetinirii activității investiționale din România (lucru scos în evidență și de analiza cantitativă din capitolul 4 al lucrării), care are un preț ridicat în termeni de convergență reală a economiei.

În fapt, credem că deficitul de cont curent al României este structural și persistent (așa acum vom vedea și din estimările cantitative din capitolul 4). El reflectă pe de o parte o nevoie crescută de investiții care să susțină procesul de convergență către nivelul de dezvoltare din UE, iar pe de altă parte un nivel de economisire limitat datorat unui nivel al veniturilor scăzut orientat mai degrabă către consum și mai puțin către economisire (graficul 5). Deficitul este generat în cea mai mare parte de sectorul privat, sectorul public având o contribuție limitată la deficit (tabelul 2). În opinia noastră, politicile economice trebuie orientate mai mult către stimularea economisirii, altfel deficitul de cont curent fiind așteptat să rămână foarte ridicat o perioadă lungă de timp.

Graficul 5 - Rata economisirii-investirii si deficitul de cont curent



Sursa: BNR, INSSE

Tabelul 2 - Balanța economisire-investire in România

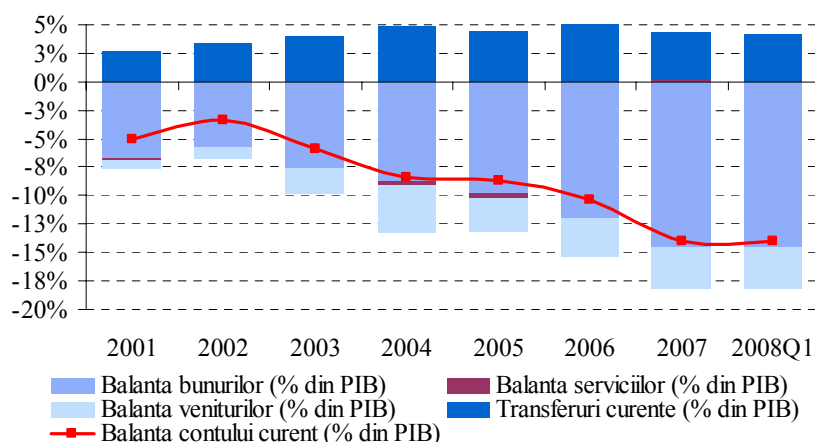
	2003	2004	2005	2006	2007
Rata economisirii publice	1.2	1.7	1.8	2.6	1.2
Rata investirii publice	3.4	2.8	2.6	3.2	3.6
<i>Deficitul sectorului public</i>	-2.2	-1.1	-0.8	-0.6	-2.4
Rata economisirii private	14.9	13.7	11.9	13.5	14.4
Rata investirii private	18.5	21.0	20.0	23.3	26.0
<i>Deficitul sectorului privat</i>	-3.6	-7.3	-8.1	-9.8	-11.6
<i>Deficitul de cont curent</i>	-5.8	-8.4	-8.9	-10.4	-14.0

Sursa: BNR, INSSE

2.1 Balanța comerciala

Analizând in structura, principala sursa a deficitului de cont curent este balanța comerciala (graficul 6).

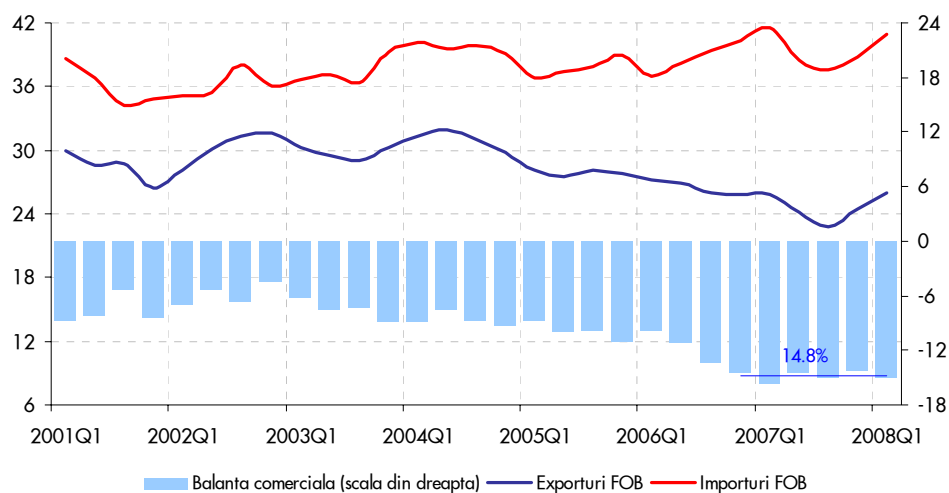
Graficul 6 – Componentele contului curent



Sursa: BNR, INSSE

Deficitul balanței comerciale a crescut foarte rapid în ultimii ani, crescând de la 7.5% din PIB în 2003 la 14.5% din PIB în 2007. Deteriorarea s-a accentuat în anii 2004-2005. În același timp, datele arată (graficul 7) că ponderea importurilor în PIB s-a menținut în medie la circa 38.5% din GDP între 2003 și 2007, în timp ce exporturile au scăzut abrupt de la 30% din PIB în 2003 la doar 24.2% din PIB în 2007. La prima vedere, se poate spune că deteriorarea balanței comerciale se datorează slabei performanțe a exporturilor ca urmare a declinului sectoarelor economice orientate tradițional către exporturi. Acest lucru este parțial adevărat, dar trebuie făcută o analiză mai detaliată a balanței comerciale pentru că s-au produs modificări structurale în interiorul acesteia în ultimii ani.

Graficul 7 - Ponderea exporturilor și importurilor în PIB

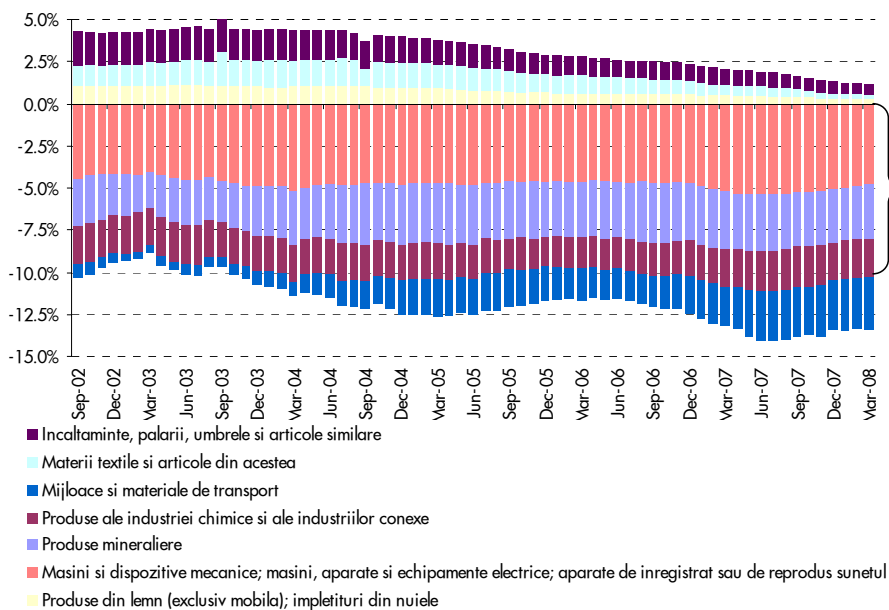


Sursa: INSSE, calculele autorului

Privind în structura deficitului comercial pe categorii de bunuri, se poate face o observație foarte interesantă². Trei din cele 19 secțiuni ale Nomenclatorului Combinat explică cea mai mare parte a deficitului comercial: *V – Produse minerale, VI – Produse chimice, și XVI – Mașini și dispozitive mecanice; mașini, aparate și echipamente electrice; aparate de înregistrat sau de reproduc sunetul și imaginile*. Deficitul pe cele 3 secțiuni a rămas aproape neschimbat între 2002 și 2007, la circa 10% din PIB (graficul 8). Credem că aceasta poate fi considerată o componentă structurală a deficitului comercial.

² Analiza se bazează pe cifre FOB/FOB din Nomenclatorul Combinat, care cuprinde 19 secțiuni. Toate cifrele sunt exprimate ca procent în PIB utilizând o fereastră mobilă de 12 luni.

Graficul 8 – Soldul balanței comerciale pe principalele componente ale Nomenclatorului Combinat



Sursa: INSSE, calculele autorului

Ponderea ridicata a secțiunii *XVI – Mașini și dispozitive mecanice; mașini, aparate și echipamente electrice; aparate de înregistrat sau de reprodus sunetul și imaginile* (in jur de 5% din PIB) in balanța comerciala este rezultatul creșterii activității de investiții in economie, in special ca efect al investițiilor străine directe foarte ridicate din ultimii ani. Importurile pe aceasta secțiune au crescut de la 9% din PIB in 2002 la 10.5% din PIB in 2007. Aceasta va crea o baza sustenabila pentru convergenta reala a economiei si va creste capacitatea de export in anii următori. Importurile de tehnologie este de așteptata sa ramana ridicate in anii următori, fiind practic o fațeta si o cerința a convergenței reale.

Economia României este mare consumatoare de energie, intensitatea energetica a României este una din cele mai mari din UE27, consumul de energie la 1000 euro PIB produs fiind de 5 ori mai mare decât EU27 si de peste 6 ori mai mare decât media din zona euro. Din consumul total de energie, 45% este energie importata, iar din cadrul *Produselor Minerale* (circa 3.3% din PIB deficit comercial pe aceasta secțiune, graficul 8), 60% din consumul de petrol si 30% din consumul de gaz provine din importuri. In concordanta cu Strategia Energetica a României, se intenționează o reducere a

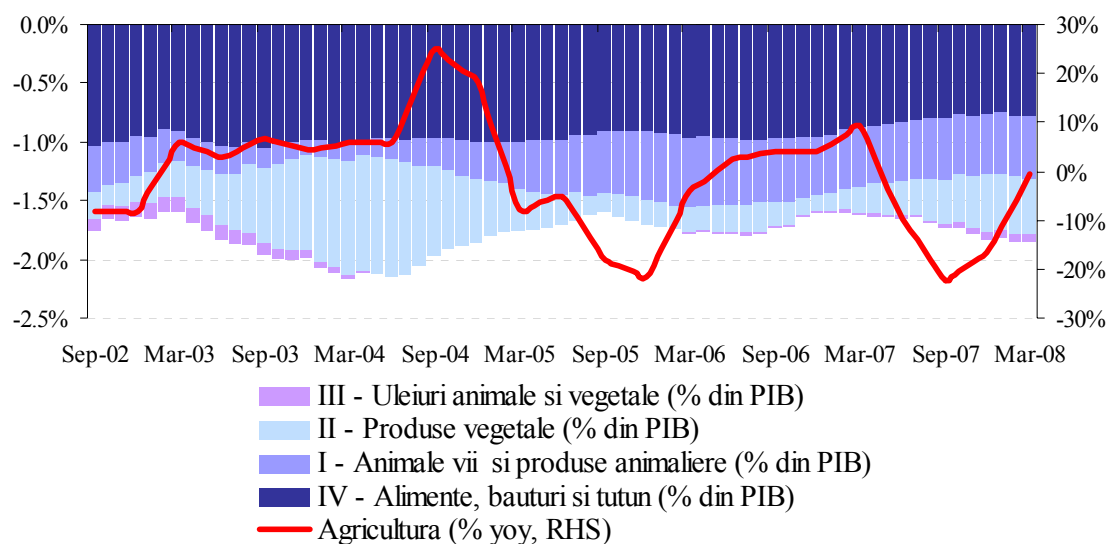
consumului de energie cu 4.5% până în 2010 și limitarea dependenței de importuri de energie, ceea ce reprezintă o prioritate obligatorie.

Produsele chimice generează un deficit comercial de circa 2.3% din PIB, din care produsele farmaceutice contribuie cu circa 50% la deficitul comercial al acestei secțiuni (1.1% din PIB).

Deficitul comercial pe aceste 3 secțiuni arată o persistență foarte ridicată, ceea ce înseamnă că ar putea continua să pună presiune puternică în continuare pe deficitul comercial. În plus, cursul de schimb nu pare a avea o influență semnificativă asupra deficitului pe aceste 3 secțiuni.

Mai sunt încă patru secțiuni ale Nomenclatorului combinat pentru care deficitul comercial ca procent din PIB a rămas aproape neschimbat între 2002 și 2007: *I – Animale vii și produse animaliere; II – Produse vegetale; III – Grăsimi și uleiuri vegetale sau animale; și IV – Produse alimentare, băuturi și tutun* (graficul 9). Aceste patru secțiuni au totalizat un deficit de circa 1.7% din PIB între 2002 și 2007. Cu toate acestea, secțiunea *II – Produse vegetale* a avut o volatilitate ridicată, crescând în anii agricoli slabi. România ar trebui să își valorifice mai bine potențialul agricol uriaș pe care îl are, iar finanțările europene nerambursabile ar putea fi o oportunitate imensă în acest sens.

Graficul 9 – Soldul balanței comerciale pentru produse agricole (% din PIB)

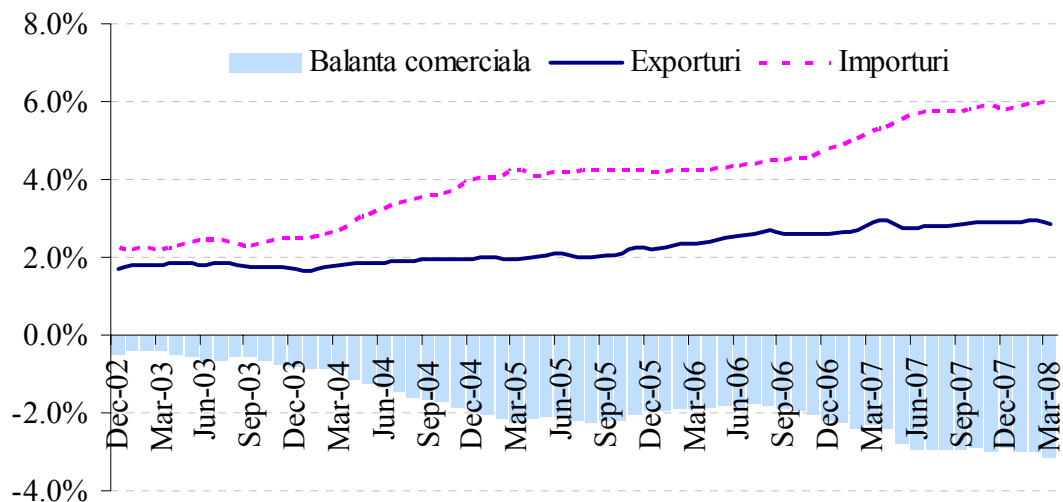


Sursa: INSSE, calculele autorului

In ceea ce privește secțiunile care au contribuit la creșterea deficitului balanței comerciale, acestea sunt comentate in continuare.

Secțiunea XVII Mijloace si materiale de transport a avut cea mai mare contribuție la creșterea deficitului. In cadrul acestei secțiuni, vehiculele si tractoarele rutiere au avut ponderea cea mai ridicata. Chiar daca începând cu 2004-2005 după lansarea modelului Logan de către Renault exporturile au crescut in aceasta secțiune, importurile au crescut mai rapid, astfel incat deficitul acestei secțiuni a ajuns 3% din PIB in 2007 (graficul 10). Creșterea importurilor acestei secțiuni a accelerat la începutul anului 2007 după eliminarea taxelor vamale cu Uniunea Europeana si scăderea acestora in relația cu statele extra-UE. Cu toate acestea, cativa producători internaționali de autovehicule si-au anunțat deja sau intenționează sa deschidă capacitați de producție in România. Aceasta ar putea conduce la reducerea deficitului pe aceasta secțiuni si poate chiar transformarea in excedent in viitor.

Graficul 10 – Balanța comerciala pentru Mijloace de transport (% din PIB)

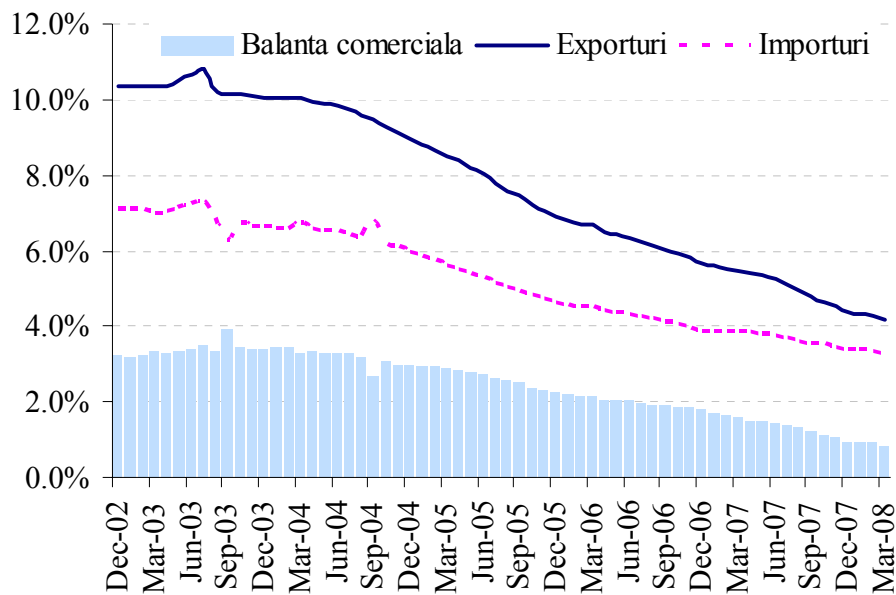


Sursa: INSSE, calculele autorului

Alt factor important care explica creșterea mare a deficitului comercial este legat de declinul sectoarelor *X - Materii textile si articole din acestea* si *XI - Incaltaminte, palarii, umbrele si articole similare*. Aceste sectoare sunt sectoare industriale tradiționale care au contribuit cu o pondere importanta in producția industrială si exporturi pana in 2004. Activitatea de lohn, cu valoare adăugata mica si marje reduse, a jucat un rol important in cazul acestor sectoare. Declinul acestor sectoare a accelerat rapid începând

cu sfârșitul anului 2004 când comerțul internațional cu textilele a fost liberalizat în cazul exporturilor Chinei. Balanța comercială pe aceste 2 secțiuni arată un surplus de circa 3% din PIB la sfârșitul anului 2004, dar acesta a scăzut la doar 0.9% din PIB în 2007 (graficul 11). Nu este exclus ca această tendință să continue și anii următori, costurile crescând cu forța de muncă din România putând conduce la noi relocări de activitate pentru producătorii din aceste industrii în țări cu o forță de muncă mai ieftină.

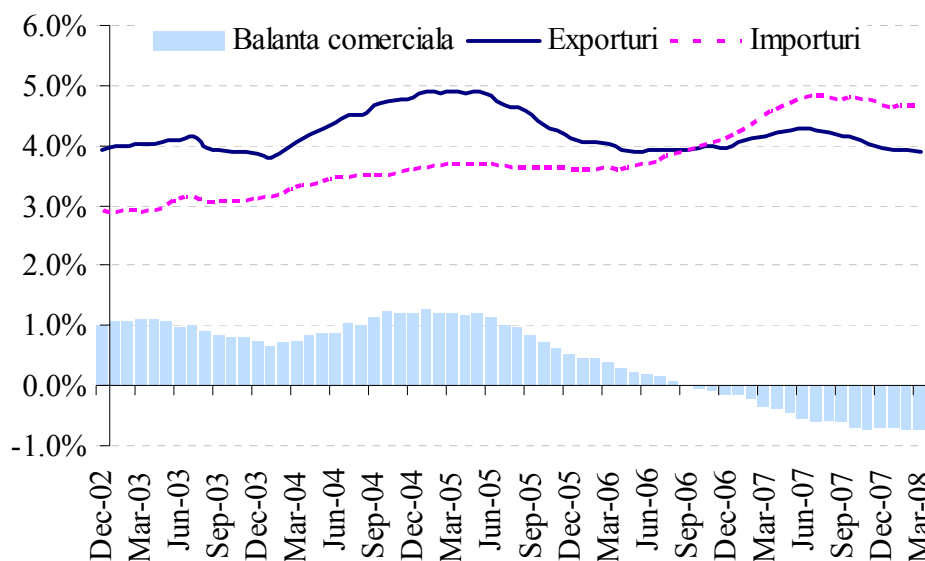
Graficul 11 – Balanța comercială pentru Textile și încălțăminte (% din PIB)



Sursa: INSSE, calculele autorului

Un declin în surplusul comercial a fost înregistrat de asemenea pe secțiunea XV - *Metale comune și articole din acestea*. Excedentul a scăzut de la circa 1% din PIB până la sfârșitul anului 2005 la un deficit de circa 0.5% din PIB în 2007 (graficul 12). Explicația poate fi legată de avântul construcțiilor din ultimii ani și eficienței energetice scăzute a acestui sector. În fapt, ponderea exporturilor acestei secțiuni a rămas aproximativ aceeași ca în 2002, dar ponderea importurilor a crescut la aproape 5% din PIB în 2007 (de la circa 3% din PIB în 2002).

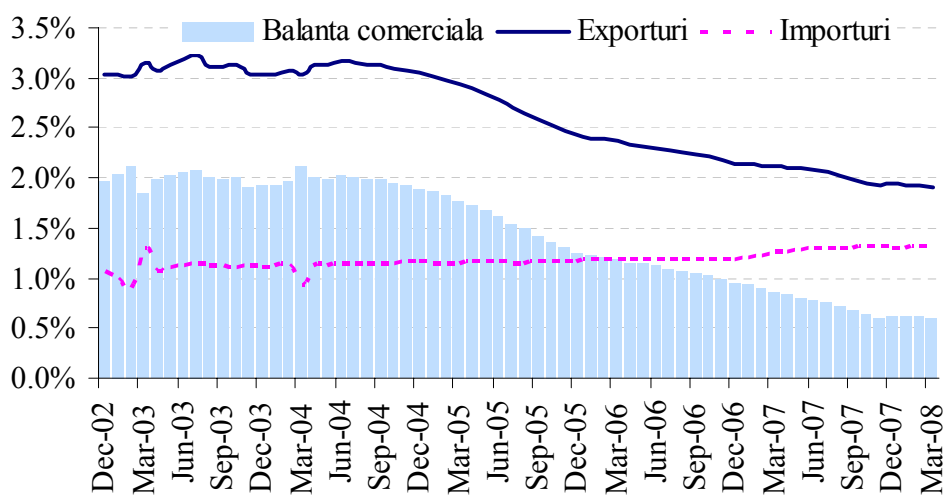
Graficul 12 – Balanța comercială pentru Metale comune și articole din acestea (% din PIB)



Sursa: INSSE, calculele autorului

Mai sunt 2 secțiuni cu o deteriorare importantă a balanței comerciale în perioada analizată. Acestea sunt *Produce din lemn și mobilă* care și-au scăzut excedentul de la circa 2% of GDP în 2003-2004 la 0.6% din PIB în 2007 (graficul 13). Acest trend s-a datorat în principal scăderii exporturilor ca procent în PIB de la peste 3% din PIB în 2003-2004 la mai puțin de 2% din PIB în 2007, cel mai probabil din cauza aprecierii cursului de schimb începând cu sfârșitul anului 2004.

Graficul 13 – Balanța comercială pentru produse din lemn și mobilă (% din PIB)

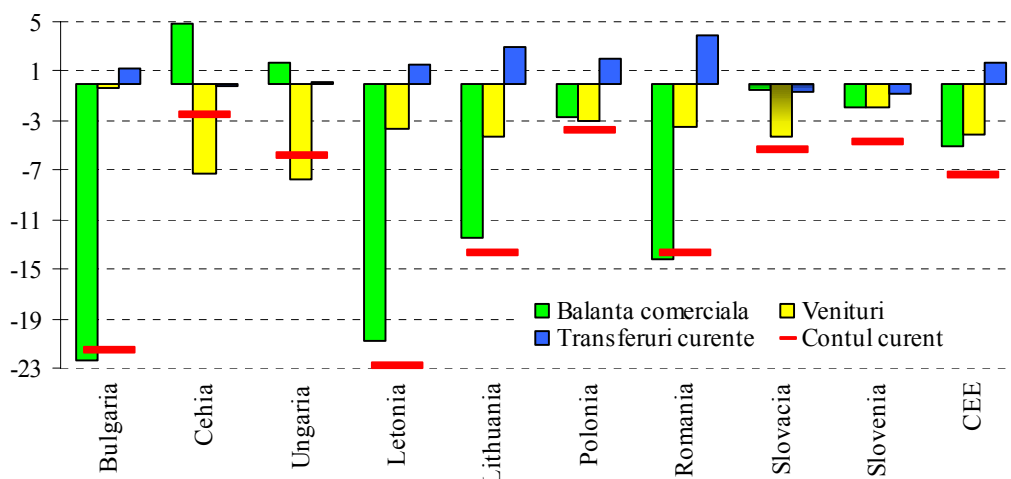


Sursa: INSSE, calculele autorului

2.2 Balanța veniturilor și transferurile curente

Așa cum am menționat, principalul factor al deficitului de cont curent în România este deficitul balanței comerciale. Cea de-a doua componentă a balanței comerciale, balanța veniturilor, a avut de asemenea o contribuție negativă (3.6% din PIB în 2008 Q1, reprezentând 26.2% din deficitul de cont curent). Este posibil însă ca veniturile să contribuie din ce în ce mai mult la deficitul de cont curent în anii următori, fiind de așteptat ca profiturile repatriate și dividendele plătite la investițiile străine să crească (datorită stocului ridicat de investiții străine directe și experienței din alte țări din Europa Centrală și de Est – graficul 14, cum ar fi Cehia în care balanța comercială are excedent dar balanța veniturilor conduce totuși la un deficit de cont curent).

Graficul 14 – Componentele balanței comerciale în țările din Europa Centrală și de Est (2007, % din PIB)



Sursa: IMF. Nota: CEE: Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Hungary, Lithuania, Latvia, Macedonia, Poland, Romania, Yugoslavia, Slovakia, Slovenia.

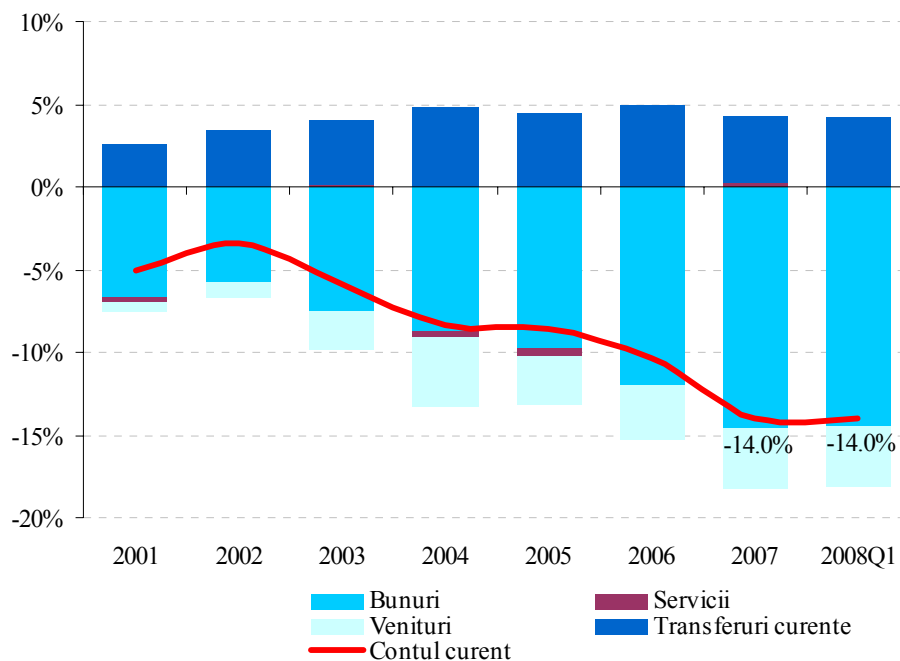
Cea de-a treia componentă a contului curent, transferurile curente, care reflectă remitențele de la muncitorii români din străinătate și transferurile curente dintre România și bugetul Uniunii Europene, este pozitivă, reflectând intrări nete. Transferurile curente înregistrau un surplus de 4.2% din PIB în 2008 Q1, reprezentând 30% din deficitul de cont curent. Însă, contribuția pozitivă a acestei componente s-a redus în ultimii ani, creșterea remitențelor încetinind. În plus, contribuția României la bugetul UE (în jur de 1% din PIB în anii următori) și faptul că majoritatea fondurilor atrase de la Uniunea Europeană se vor înregistra pe contul de capital face ca transferurile cu UE să fie

negative, ducând astfel la diminuarea contribuției pozitive a transferurilor curente în contul curent.

2.3 Evoluții recente ale deficitului de cont curent

După o creștere foarte rapidă în ultimii ani, deficitul de cont curent s-a stabilizat în ultimele 2 trimestre (Q4 2007 și Q1 2008) la 14% din PIB (graficul 15). Acesta a fost rezultatul unei rate de creștere mai mari a exporturilor decât a importurilor în 5 din ultimele 6 (Dec 2007 – Mai 2008).

Graficul 15 – Deficitul de cont curent și componentele acestuia (% din PIB)

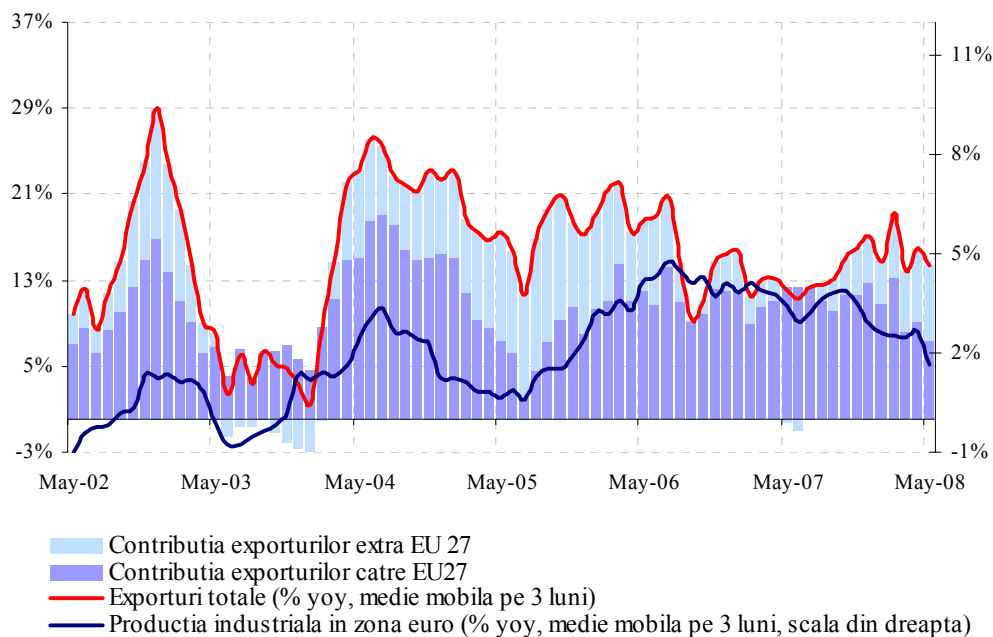


Sursa: INSSE, BNR

Deficitul de cont curent a crescut doar cu 10.9% în trimestrul 1 2008 față de aceeași perioadă a anului anterior. Aceasta a fost cea mai mică rată de creștere din ultimii 2 ani. Stabilizarea deficitului ca procent în PIB poate fi explicată printr-un efect de bază pe importuri (acestea au crescut foarte rapid în trimestrul 1 2007 ca urmare a introducerii metodologiei INTRASTAT și eliminării taxelor vamale cu Uniunea Europeană). De asemenea, deprecierea leului începând cu a doua parte a anului 2007 a avut un efect favorabil asupra balanței comerciale. Acoperirea cu investiții străine directe a crescut ușor în trimestrul 1 2008, de la 42% în 2007 la 47.6% în Q1 2008.

Cu toate acestea, riscurile sunt in continuare pentru creșterea deficitului de cont curent. Factorul de risc principal este legat de o posibila încetinire economica in zona euro, principalul partener comercial al României. Deja exporturile către Uniunea Europeana au încetinit in ultima perioada (graficul 16). In plus, încetinirea puternica a economiei Spaniei, si in special sectorul construcțiilor, ar putea conduce la o încetinire sau chiar reducere a transferurilor curente de la muncitorii români din străinătate.

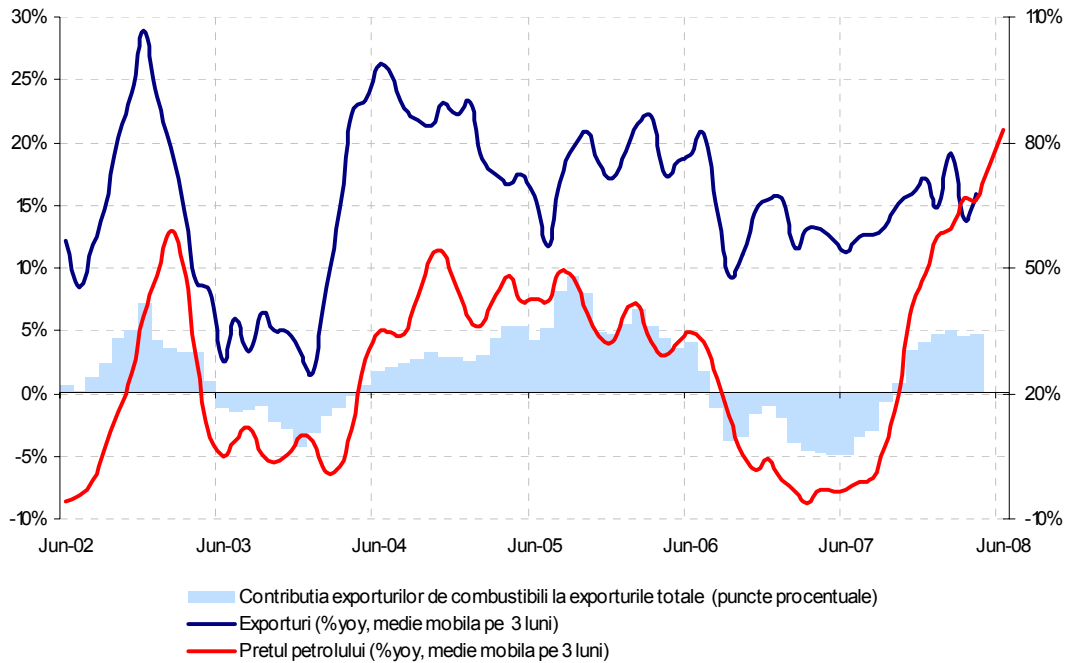
Graficul 16 – Cresterea exporturilor si corelatia cu productia industrială din zona euro



Sursa: INSSE, calculele autorului

Așa cum am precizat mai sus, deși rata de creștere a exporturilor a fost ridicata in lunile anterioare, exporturile către tarile UE27 (contribuind cu circa 70% in exporturile totale) au încetinit. Aceasta încetinire a fost inasa compensata pentru moment de accelerarea exporturilor extra UE27, in special datorita unuia preț al petrolului mai mare care se reflecta mai rapid in exporturile de produse petroliere (graficul 17) si întârziat in importurile de produse petroliere.

Graficul 17 – Cresterea exporturilor si contributia exporturilor de combustibili

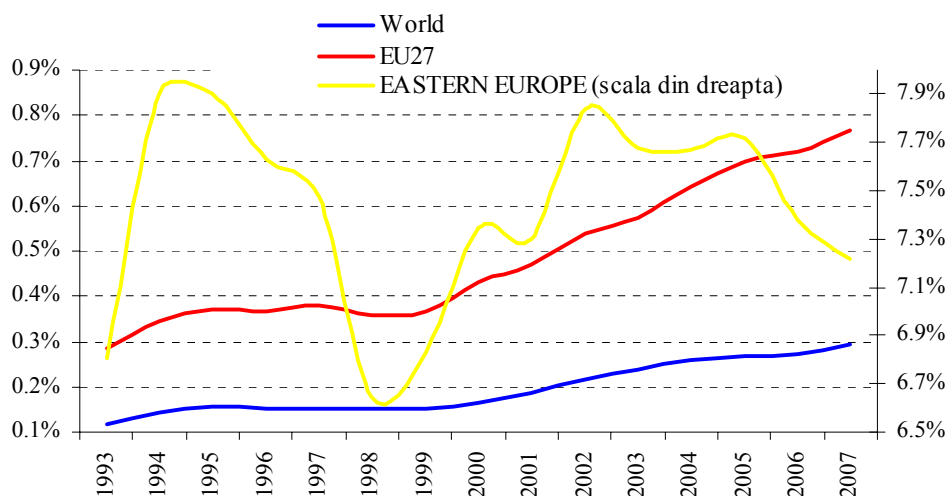


Sursa: INSSE, calculele autorului

3. Competitivitatea externa

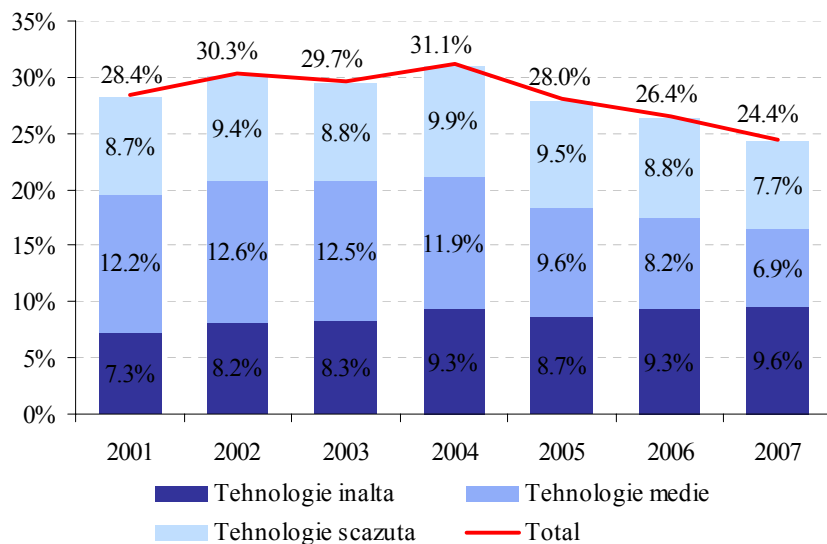
România a înregistrat creșteri de cota de piață în exporturile mondiale în ultimii ani, ceea ce arată că nu scăderea competitivității este cauza deteriorării balanței comerciale (graficul 18). Cu toate acestea, performanța României este mai slabă decât a altor țări din regiune, raportul cota de piață a României în exporturile țărilor din Europa de Est scăzând în ultimii ani.

Graficul 18 – Cota de piața a exporturilor românești în exporturile mondiale, EU27 și Europa de Est



Sursa: EIU. Eastern Europe: Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Hungary, Lithuania, Latvia, Macedonia, Poland, Romania, Yugoslavia, Slovakia, Slovenia.

Graficul 19 – Structura exporturilor pe nivele de tehnologie (% din PIB)



Sursa, INSSE, calculele autorului

Structura exporturilor s-a îmbunătățit în favoarea exporturilor cu tehnologie mai ridicată care au valoare adăugată mai mare (graficul 19), exporturile de textile, cu valoare adăugată mică, pierzându-și importanța în exporturi.

Interesul investitorilor străini în locarea producției în România rămâne ridicat, iar cea mai mare parte a investițiilor străine directe fiind concentrate în sectoare generatoare

de exporturi (tradabile, în cea mai mare parte industria prelucrătoare), experiența diferită cea a Țărilor Baltice și în linie cu experiența altor țări din regiune (tabelul 3).

Tabelul 3 – Structura investițiilor străine directe pe sectoare CAEN în Noile State Membre

Tara	CZ	HU	PL	SK	SI	BG	RO	EE	LV	LT	NMS-10
An referinta	2006	2006	2006	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2007	2006
A_B Agricultură, vanatoare, silvicultură, pescuit	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	0.4	0.5	0.7	1.6	0.6	0.4
C Industria extractivă	2.5	0.2	0.1	0.5	0.1	0.5	6.1	0.5	0.5	0.5	1.3
D Produse ale industriei prelucrătoare	36.1	35.7	33.9	48.0	37.1	17.8	34.1	14.4	8.8	36.3	34.3
E Energie electrică și termică, gaze și apă	9.0	4.1	2.9	6.9	4.0	4.0	3.7	2.9	5.3	9.3	5.1
F Construcții	1.4	0.8	1.9	1.1	0.1	6.5	1.5	2.2	1.8	1.6	1.6
G Comerțul cu ridicata și cu amănuntul, repararea autovehiculelor, etc	10.2	15.7	17.4	11.8	16.5	12.6	12.2	13.4	12.4	11.5	14.1
H Hoteluri și restaurante	0.7	0.6	0.5	0.2	0.3	1.5	0.8	0.2	0.8	0.8	0.7
I Transport, depozitare și comunicații	7.6	9.3	8.0	6.1	4.4	17.6	9.3	3.7	7.9	12.8	8.6
J Intermedieri financiare	16.8	10.1	18.9	18.3	20.7	18.6	22.2	31.3	28.3	17.2	17.4
K Tranzacții imobiliare, închirieri și activități de servicii prestate întreprinderilor	14.3	20.7	13.7	6.1	15.8	19.4	9.0	29.2	18.3	8.4	14.7
L Administrația publică și apărare; asigurări sociale din sistemul public									0.0		0.0
M Învățământ	0.0				0.0	0.0			0.0		0.0
N Sănătate și asistență socială	0.1			0.3	0.0	0.0		0.0	0.1	0.2	0.1
O Alte activități de servicii colective, sociale și personale	1.0			0.3	0.7	0.7		0.8	1.2	0.7	0.3
Altele		0.4	2.2		0.1	0.3	0.6	0.5	13.1	0.1	1.1
Tranzacții private imobiliare		1.9									0.3
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total, EUR mn	60,621	54,730	94,603	19,968	6,775	24,848	34,512	11,282	7,226	10,021	312,255

Sursa: WIIW. Nota: CZ – Cehia, HU – Ungaria, PL – Polonia, SK – Slovacia, SI – Slovenia, BG – Bulgaria, RO – România, EE – Estonia, LV – Letonia, LT – Lituania, NMS-10 – Noile state membre cuprinse în tabel.

Experiența empirică arată că și creșterea economică este mai sustenabilă în țările cu un sector *tradable* mai dezvoltat. Astfel, experiența Irlandei este una pozitivă, în care investițiile străine directe orientate preponderent către acest sector au contribuit la performanța remarcabilă în termeni de convergență reală și creșterea exporturilor. La cealaltă extremă se află exemplul negativ al Portugaliei, în care investițiile străine directe orientate mai mult către sectorul *nontradable* (în special sectorul imobiliar) au condus în final la adâncirea deficitului de cont curent nesustenabil și pierderi de competitivitate care în final s-au transformat în încetinirea și chiar inversarea convergenței reale.

4. Evaluarea cantitativa a deficitului de cont curent

4.1 Abordarea bazata pe balanța macroeconomics

In aceasta abordare (Isard and others, 2001 and IMF, 2006), soldul balanței comerciale ca procent in PIB este determinat de soldul dintre rata economisirii si rata de investire din economie. Soldul de echilibru al contului curent este determinat in consecința de factori care afectează economisirea si investițiile din economie.

4.1.1 Datele folosite

Bazat pe studiile empirice efectuate in special in cadrul Fondului Monetar Internațional, următoarele variabile au fost considerate factori fundamentali explicativi in estimarea deficitului de cont curent de echilibru:

- ***Soldul bugetului (Def)***. Un sold bugetar mai mare duce la creșterea economisirii in economie in absenta echivalentei Ricardiene (impactul deficitului fiscal nu este compensat de mișcări în sens opus ale balanței dintre economii și investiții la nivelul sectorului privat). Semnul așteptat este pozitiv, un deficit bugetar mai mare generând un deficit de cont curent mai mare. In cazul unor tari cu un sistem financiar mai dezvoltat si constrângeri de lichiditate mai reduse la nivelul sectorului privat (permițându-i acestuia sa economisească mai mult), impactul deficitului bugetar asupra deficitului de cont curent este de așteptat sa fie mai mic. Variabila este exprimata ca procent in PIB.
- ***Factori demografici (pop si dep)***. O pondere mai mare a populației inactive (dependente) conduce la reducerea economisirii naționale si la deteriorarea soldului balanței contului curent. Au fost luate in considerare 2 proxy pentru gradul de dependenta: ponderea populației peste 65 de ani in populația 15-65 ani si rata de creștere a populației (ca proxy pentru dependenta economica a populației tinere. Semnul așteptat este negativ, creșterea gradului de dependenta ducând la reducerea economisirii si deteriorarea contului curent.

- **Activele externe nete (NFAM).** Nivelul activelor externe nete (poziția investițională internațională) poate avea efect asupra contului curent în 2 direcții diferite. Astfel, țările cu un nivel mai ridicat al activelor externe nete își pot permite deficite de cont curent mai mari fără a le afecta solvabilitatea (conducând astfel la o relație negativă între contul curent și activele externe nete). Dar, în același timp, un nivel mai mare al activelor externe nete implică intrări de venituri din capital mai mari din străinătate ducând la o relație pozitivă între contul curent și activele externe nete. Studiile empirice arată că al doilea efect este mai puternic. Variabila este măsurată ca stoc al activelor externe nete ca procent din PIB la începutul perioadei și sursa datelor este Lane and Milesi-Ferretti (2006) și FMI.
- **Balanța comercială pentru combustibili (Fuel).** Prețurile mai mari la petrol cresc balanța comercială a țărilor exportatoare de petrol și o scade pe a cea a importatorilor de petrol, caeteris paribus. Variabila utilizată este balanța comercială pe combustibili ca procent în PIB iar semnul așteptat este pozitiv.
- **Veniturile relative (Reli).** Țările mai sărace este de așteptat să importe capitaluri, atât capitaluri fizice cât și financiare, pentru a susține dezvoltarea. Variabila este măsurată ca PIB per capita la PPP ca procent din PIB per capita al SUA. Pe măsura ce o țară se dezvoltă către un nivel intermediar importă în mod tipic capital și înregistrează deficite de cont curent. După ce ating un nivel ridicat de dezvoltare, vor înregistra excedente de cont curent pentru a plăti datoriile externe acumulate și vor exporta capital către țările mai puțin avansate.
- **Creșterea economică (growth).** La același nivel de dezvoltare, țările care înregistrează o creștere economică mai ridicată vor crea probabil o deteriorare a balanței contului curent dacă creșterea economică rapidă se bazează pe investiții finanțate cu resurse din străinătate (Obstfeld and Rogoff, 1996). Această variabilă este măsurată prin creșterea PIB-ului real per capita. Semnul așteptat este negativ.
- **Investițiile străine directe (FDI).** Investiții străine directe mai mari pot conduce la creșterea deficitului de cont curent prin stimularea importurilor, ceea ce ar sugera o relație negativă cu contul curent. Variabila utilizată este ca procent în PIB.
- **Remitențele (Rem).** Pentru unele țări în dezvoltare, remitențele trimise de muncitorii din străinătate reprezintă o sursă importantă de venit disponibil care poate fi economisit

sau cheltuit. Variabila folosita este o variabila dummy care ia valoarea 1 daca remitentele sunt mai mari de 5% din PIB si 0 in rest. Acest prag este ales arbitrar la un nivel relativ ridicat in ideea de a scoate in evidenta influenta remitentelor doar daca reprezintă o sursa stabila si semnificativa de venit.

➤ **Crize economice.** In timpul crizelor economice au loc de regula corecții bruște ale deficitului de cont curent datorita scăderii activității economice si/sau reducerii accesului la finanțare externa. S-au folosit 2 dummy-uri pentru a surprinde crizele din Asia **ACR_DUMMY** (pentru China, Hong Kong, India, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan si Thailanda pentru perioada 1997-2004) si episoadele de crize bancare din diferite tari **BCR_DUMMY** (sursa este Demirguc-Kunt and Detragiache (2005), and Gruber and Kamin (2005)).

Estimările au fost efectuate cu date panel. Sursa datelor este FMI, Banca Mondiala si Națiunile Unite. Perioada acoperita este 1980-2007, datele fiind anuale. Estimările au fost efectuate pe doua eșantioane: primul, mai larg care cuprinde 118 de tari dezvoltate si in curs de dezvoltare, iar al doilea, mai restrâns care cuprinde 56 de tari (21 de tari dezvoltate si 35 de tari in curs de dezvoltare, excluzând continentul african).

4.1.2 Rezultatele estimărilor

Rezultatele estimărilor atât cu efecte fixe cat si pentru varianta pooled sunt sintetizate in tabelul 4. Rezultatele arata ca semnele coeficienților sunt in concordanta cu așteptările si teoria economica. Cea mai mare parte a lor sunt semnificativi statistic la un prag de încredere de 1%.

Tabelul 4 - Rezultatele estimărilor relației de echilibru pentru contul curent

	MB1	MB2	MB3	MB4	MB5
	Pooled	Fixed effects	Fixed effects	Fixed effects	Fixed effects
<i>Dependent Variable:</i>	<i>CA ?</i>	<i>CA ?</i>	<i>CA ?</i>	<i>CA ?</i>	<i>CA ?</i>
<i>Eșantion:</i>	<i>1980-2007</i>	<i>1980-2007</i>	<i>1980-2007</i>	<i>1980-2007</i>	<i>1980-2007</i>
<i>Cross-sections included:</i>	<i>118</i>	<i>118</i>	<i>118</i>	<i>56</i>	<i>56</i>
<i>Total pool observations:</i>	<i>1867</i>	<i>1867</i>	<i>1867</i>	<i>1224</i>	<i>1224</i>
DEF ?	0.243*	0.157*	0.163*	0.232*	0.231*
POP ?	-0.259*	-0.317*	-0.316*	-1.548*	-1.486*
DEP ?	-0.093*				
FDI ?	-0.008	-0.066*	-0.068*	-0.018	-0.014
REM ?	0.125	0.326	0.379		

RELI_?	0.023*	-0.358*	-0.238*	-0.049**	-0.343*
RELI_?^2		0.001**			0.002*
NFAM_?	0.053*	0.038*	0.037*	0.050*	0.047*
FUEL_?	0.200*	0.326*	0.326*	0.564*	0.511*
GROWTH_?	-0.131*			-0.162*	-0.136*
ACR_DUMMY_?	4.062*	5.987**	5.845*	5.293*	5.562*
BCR_DUMMY_?	1.225*	0.600*	0.628**		
R-squared	0.403	0.635	0.635	0.64	0.647
CA echilibru Romania 2007	-4.38	-8.43	-8.07	-8.53	-9.15

Nota: * Coeficient semnificativ statistic la 1%. ** Coeficient semnificativ statistic la 5%

Mărimea coeficienților este similară cu cea obținută în alte studii similare (Rahman, 2008, Chinn and Ito, 2007, CGER - IMF, 2006).

În continuare vom face câteva comentarii supra coeficienților obținuți:

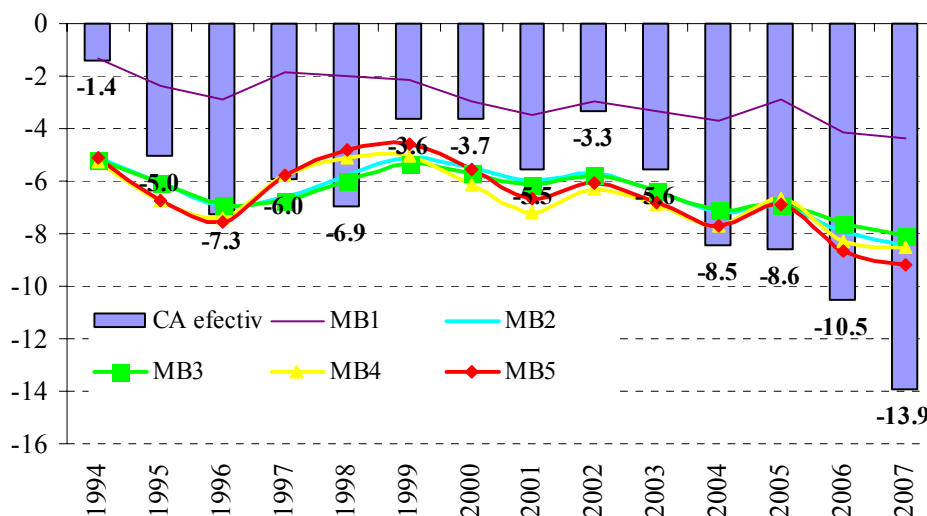
- Coeficientul balanței bugetului arată că la creșterea deficitului bugetului cu 1% din PIB, deficitul de cont curent crește între 0.157%-0.243% din PIB. Acest rezultat este consistent cu estimările din alte studii empirice care situează acest coeficient între 0.15-0.4.
- O dependență a populației mai mare conduce la reducerea balanței contului curent. O creștere a populației cu 1% duce la reducerea balanței comerciale cu 0.26-1.55% din PIB, în funcție de modelul luat în considerare.
- Coeficientul investițiilor străine directe (FDI) este semnificativ statistic la 1% doar în cazul modelelor MB2 și MB3. În plus, dimensiunea coeficientului este scăzută, 1% din PIB creștere a investițiilor străine directe duce la creșterea deficitului de cont curent (diminuarea balanței contului curent) între 0.008% și 0.066%. Acest rezultat ar putea implica faptul că investițiile străine directe nu au un impact omogen asupra contului curent în rândul țărilor aflate în eșantion, scăzând impactul total.
- Coeficientul activelor externe nete implică faptul că la o creștere a activelor externe nete inițiale cu 10% din PIB, balanța contului curent crește cu 0.37%-0.53% din PIB. Deși din punct de vedere teoretic, coeficientul activelor externe nete este ambiguu, rezultatul obținut este în linie cu studiile empirice anterioare (Lane and Milesi-Ferretti, 2002, Chinn and Prasad, 2003, IMF, 2008).
- Coeficientul balanței comerciale pe combustibili arată că o creștere a acestuia cu 1% din PIB conduce la o creștere a balanței contului curent cu 0.2-0.56% din PIB.

Coeficientul este mai mare in cazul modelelor cu efecte fixe decât in modelul pooled, reflectând o corelație negativa între balanța combustibililor și factorul fix specific fiecărei țări. Țările exportatoare de petrol cheltuie o parte din veniturile obținute importând alte bunuri și servicii, ducând astfel un surplus mai mic pe contul curent. Țările importatoare de petrol își reduc alte importuri atunci când cresc importurile de combustibili.

- Coeficientul veniturilor relative este discutabil, chiar și din punct de vedere teoretic. În cazul modelului MB1, dacă o țară va avea PIB-ul per capita mai mare, va înregistra un sold al contului curent mai mare. În schimb, în cazul modelului MB3 și MB4, o creștere a venitului relativ duce la deteriorarea balanței contului curent. Relația este însă mai complexă, fiind de așteptat să fie un prag al venitului per capita la care influența asupra contului curent se modifică. Pe măsura ce o țară se dezvoltă către un nivel intermediar importă în mod tipic capital și înregistrează deficite de cont curent. După ce ating un nivel ridicat de dezvoltare, vor înregistra excedente de cont curent. Pentru a surprinde acest lucru, am introdus și variabila *rel* la pătrat.
- Coeficientul creșterii PIB per capita arată că la o creștere a PIB per capita cu 1%, balanța contului curent se deteriorează cu 0.13-0.16% din PIB.
- Crizele din Asia și crizele bancare conduc la îmbunătățirea balanței contului curent cu 4-6% din PIB în cazul crizelor din Asia și 0.6-1.2% din PIB în cazul crizelor bancare, confirmând astfel efectul de ajustare a deficitului de cont curent în astfel de situații prin stoparea intrărilor de capital și încetinirea activității economice.

În cazul României, rezultatele obținute în urma estimărilor arată un deficit de cont curent de echilibru în 2007 cuprins între 4.4% și 9.2% din PIB, în funcție de modelul luat în considerare. Totuși, modelele bazate pe efecte fixe pot fi considerate mai adecvate, ceea ce înseamnă că deficitul de cont curent de echilibru a fost cuprins între 8.1-9.2% din PIB, depinzând de modelul luat în considerare. Rezultatul este similar cu rezultatele obținute de FMI (2008). Estimările sugerează de asemenea că începând cu 2004, deficitul de cont curent efectiv a fost mai mare decât cel sugerat de factorii fundamentali (graficul 20). Explicația poate fi legată de creșterea foarte puternică a investițiilor în sectorul privat.

Graficul 20 – Deficitul de cont curent efectiv si de echilibru in România (% din PIB)



4.2 Abordare intertemporală și persistența deficitului de cont curent

Abordarea intertemporală a deficitului de cont curent a fost propusă inițial de Sachs (1981) și extinsă ulterior de Obstfeld și Rogoff (1995, 1996). Ea privește contul curent din perspectiva economisirii și investiției și se bazează pe un agent reprezentativ care își „netezește” consumul în timp împrumutându-se și împrumutând din și în străinătate. O țară va avea deficit de cont curent dacă temporar va avea o rată a investiției ridicată și/sau o rată a economisirii scăzută. Abordarea este una potrivită pentru cazul țărilor care se integrează în Uniunea Europeană, care sunt în proces de recuperare a decalajelor și au nevoie de investiții ridicate care le vor conduce la înregistrarea unor deficite ridicate de cont curent.

Modelul pe care îl utilizăm este unul similar cu cel utilizat de Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004) și Zanghieri (2004). Modelul lor aduce ca element de noutate față de literatura existentă până la acel moment luarea în considerare a două observații empirice legate de persistența deficitelor de cont curent și existența unui impact important din partea deficitului fiscal, care în varianta clasică, adică cea în care echivalența Ricardiană este validă, este compensat de mișcări contrare la nivelul balanței economisire-investire la nivelul sectorului privat.

4.2.1 Modelul teoretic

Modelul teoretic se bazează pe teoria venitului permanent, șocurile temporare pe termen scurt la nivelul veniturilor putând fi atenuate și fiind reflectate în variații temporare ale economisirilor agregate și ale contului curent (Obstfeld și Rogoff, 1995, 1996).

Economia considerată este una deschisă, de mici dimensiuni, cu o rată a dobânzii internațională constantă, cu agenți omogeni care au un orizont de planificare infinit. Spre deosebire de modelul original intertemporal descris de Obstfeld și Rogoff, 1995, 1996, Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004) aduc ca prima ipoteză suplimentară o anumită heterogenitate a populației. Populația este normalizată la 1, similar cu considerarea unui agent reprezentativ.

Agentul reprezentativ maximizează utilitatea pe durata vieții:

$$\sum_{j=0}^{\infty} \beta^j E_t(u(C_{t+j})) \quad (1)$$

unde β este factorul de actualizare subiectiv, $0 < \beta < 1$, E_t este operatorul de așteptare condiționat asupra setului de informații al agentului la momentul t , iar C reprezintă consumul privat.

Constrângerea bugetară a agentului reprezentativ este:

$$C_t + I_t + G_t + B_{t+1} = Y_t + (1+r)B_t \quad (2)$$

$$B_{t+1} - B_t = Y_t + rB_t - C_t - I_t - G_t \quad (3)$$

Y - PIB real;
B - stocul real net de active externe în curs la începutul perioadei;
I - reprezintă investițiile reale;
G - consumul guvernamental real;
CA - balanța reală a contului curent.

Aplicând operatorul de așteptare asupra relației (2), și prelucrând, obținem rezultă următoarea constrângere intertemporală:

$$-(1+r)B_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^j E_t(Y_{t+j} - C_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) + \lim_{T \rightarrow \infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^T E_t(-B_{T+1}) \quad (4)$$

Punând condiția de inexistența a unei scheme „Ponzi” (în cazul acesta datoria externă nu poate fi rostogolită la nesfârșit), trebuie ca:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^T E_t(-B_{T+1}) = 0 \quad (5).$$

Prin urmare, se obține din ecuația 4 următoarea relație:

$$-(1+r)B_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^j E_t (Y_{t+j} - C_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^j E_t (TB_{t+j}) \quad (6).$$

Conform relației (6), stocul de datorie externă trebuie să fie egal cu valoarea actualizată prezenta a tuturor surplusurilor viitoare ale balanței comerciale.

Derivarea consumului optim al agentului reprezentativ se face maximizând relația (1) ținând cont de constrângerea bugetară (2). Se ajunge la:

$$E_t (U(C_{t+j})) = (1+r)\beta E_t (U(C_{t+j+1})), j = 0, 1, \dots$$

Pentru $j=0$:

$$U(C_t) = (1+r)\beta E_t (U(C_{t+1})) \quad (7).$$

Modelul intertemporal standard este modificat prin introducerea de către autori (Bussiere, Frazscher și Muller, ECB, 2004) a două tipuri de agenți și anume un tip care prezintă constrângeri de lichiditate și care își consumă întregul venit în fiecare perioadă și o a doua categorie caracterizată printr-un comportament optimal care însă manifestă *habit formation persistence* (agenții optimizează utilitatea intratemporală în funcție de modificarea consumului curent față de un anumit procent (γ) din consumul anterior).

Pentru a determina nivelul optim al deficitului de cont curent, se pleacă de la ideea că o schimbare permanentă în contul curent nu se materializează imediat, ci în prezența *habit formation*, care are un impact gradual în timp asupra contului curent. Nivelul structural al deficitului de cont curent este acela care va elimina influențele ciclice și care poate fi considerat normal din punct de vedere intertemporal. Astfel, deficitele pot fi considerate ca prezentând un anumit grad de persistență.

Se definește contul curent ca o creștere a creanțelor rezidenților asupra activelor externe deținute $CA_t = B_{t+1} - B_t$. În termeni de conturi naționale, aceste economii nete corespund sumei dintre venitul net (randamentul la activele externe nete) rB_t și output-ul net $NO_t = Y_t - I_t - G_t$ minus consumul agregat:

$$CA_t = rB_t + NO_t - \overline{C}_t \quad (8)$$

Expresia la care se ajunge pentru deficitul de cont curent este următoarea:

$$CA_t = (1-\lambda)\gamma CA_{t-1} + \lambda(T_t + rB_t^G - G_t) + \frac{\gamma(1-\lambda)}{1+r} \Delta NO_t + (1-\lambda)\left(1 - \frac{\gamma}{1+r}\right)(NO_t - E_t \overline{NO}_t) \quad (9)$$

unde:

CA – deficitul de cont curent;
T – veniturile bugetare;
 B_t^G – activele nete bugetare;
 G_t – cheltuielile bugetare.

NO – Valoarea adăugată brută (*net output* $NO=Y-I-G$)

$E_t \overline{NO}_t$ - valoarea așteptată a valorii permanente.

λ reprezintă proporția de consumatori pentru care echivalența Ricardiană nu este satisfăcută, iar γ este gradul de *habit persistence*.

Se poate observa că dacă cei doi parametri, λ și γ sunt egali cu zero, ecuația (9) devine: $CA_t = NO_t - E_t \overline{NO}_t$ care reflectă faptul că dacă echivalența Ricardiană este validă și nu există *habit persistence*, deficitul de cont curent reflectă doar deviații ale valorii adăugate brute de la valoarea sa permanentă. Dacă λ și γ sunt diferite de zero, deficitul de cont curent depinde de: valoarea anterioară a deficitului de cont curent, deficitul bugetar, prima diferență a valorii adăugate brute ca urmare a *habit persistence* și deviația valorii adăugate brute de la valoarea permanentă.

4.2.2 Datele folosite și rezultatele estimărilor

Așa cum am precizat, în estimarea modelului am ales metodologia realizată de Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004). Autorii menționați au utilizat în estimarea lor date panel pentru țările OECD plus cele 12 țări nou intrate în Uniunea Europeană (în 2004 și 2007) pentru perioada 1980-2002. În lucrarea de față vom utiliza un eșantion mai larg de țări (138), pe perioada 1980-2007 (1995-2007 pentru țările în curs de dezvoltare). Țările OECD le-am utilizat ca referință. Sursa principală de date a fost reprezentată de FMI și Banca Mondială, cu excepția datelor de curs de schimb real efectiv care au fost luate de la EIU.

Variabilele luate ca variabile explicative pentru soldul contului curent ca % din PIB pe care le-am considerat conform modelului sunt:

- **Valoarea anterioară a soldului contului curent ca procent în PIB ($CA(-1)$)** – semn așteptat pozitiv;
- **Balanța fiscală** ca procent din PIB (*Def*) - semn așteptat-pozitiv;
- **Venitul relativ ($YPPPC$)** calculat ca $100 \cdot \ln(\text{țara}_{it} / \text{medie OECD}_t)$ pentru țările OECD respectiv $\ln(\text{țara}_{it} / \text{medie întregul eșantion}_t)$ pentru celelalte țări, variabila

primară fiind PIB *per capita* in USD la PPP. Diferența dintre cele 2 modalități de calcul fiind explicată de convergență. Semnul așteptat este pozitiv, un venit *per capita* sub medie fiind asociat cu deficit de cont curent.

- **Rata investițiilor (INVC):** țara_{it} – medie OECD_{it} pentru întregul eșantion. Variabila primară este formarea brută de capital ca procent in PIB. Semnul așteptat este negativ, o rata a investițiilor peste valoarea permanentă, media în cazul nostru, inducând deficit.
- **Rata cheltuielilor publice (GOVEC):** țara_{it} – medie OECD_{it} pentru întregul eșantion. Variabila primară este reprezentata de cheltuielile bugetare ca procent in PIB. Semnul așteptat este negativ, un nivel al cheltuielilor bugetare peste valoarea permanentă, media în cazul nostru, inducând deficit.
- **ΔNet output ca procent in PIB (Dno) calculat ca** Δ(PIB – Investiții - Consum guvernamental)/PIB. Semnul așteptat este pozitiv.
- **Cursul de schimb efectiv real (REER) calculat ca** ln(REER țara_{it}/media țara_i). Variabila primară este REER (calculata pe baza IPC), fiind introdusă doar în specificarea alternativă. Semnul așteptat este negativ, o rata de schimb peste trend (creștere=apreciere), in cazul nostru media, creează deficit mai mare.

Tabelul 5 prezintă deficitul contului curent, deficitul bugetar, rata investițiilor si a cheltuielilor guvernamentale in tarile noi state membre plus Turcia si Croația, precum si in statele OECD. In afara de Slovenia care a înregistrat un deficit de cont curent redus, celelalte tari din CEEC12+2 au înregistrat deficite ridicate, media fiind de -5.9% din PIB in comparație cu un excedent de 0.2% din PIB in tarile OECD. Rata investițiilor este mai mare cu circa 2 puncte procentuale din PIB in cazul tarilor CEEC12+2 fata de cazul tarilor OECD, iar rata cheltuielilor publice este mai mica in medie cu 4.5 puncte procentuale din PIB. PIB-ul per capita a fost in medie in cazul tarilor CEEC12+2 doar 55% din media tarilor OECD.

Tabelul 5 – Indicatorii folosiți in perioada 1995-2007

	Contul curent (% din PIB)			Deficitul bugetar (% din PIB)	PIB per capita (USD la PPP)	Investiții (% din PIB)	Cheltuielile guvernamentale (% din PIB)
	Medie	Max	Min	Medie	Medie	Medie	Medie
Bulgaria	-6.9	4.1	-21.4	1.0	7,624	19.2	38.7
Cyprus	-3.8	3.0	-7.1	-3.2	19,093	18.5	40.2

Czech Republic	-4.1	-1.6	-6.3	-2.2	17,318	26.8	40.7
Estonia	-10.2	-5.2	-16.0	0.9	12,899	29.6	35.8
Croatia	-7.2	-2.9	-14.1	-4.5	11,109	26.1	49.9
Hungary	-6.9	-4.6	-8.4	-5.2	14,192	22.6	50.7
Lithuania	-8.5	-4.7	-13.0	-2.7	11,015	22.3	34.9
Latvia	-11.2	-4.7	-23.3	-1.1	10,245	25.9	36.5
Malta	-5.6	2.5	-12.3	-6.0	19,111	20.9	48.8
Poland	-3.7	-1.6	-7.4	-2.9	11,674	20.9	21.9
Romania	-6.9	-3.3	-13.9	-2.9	7,745	21.5	33.1
Slovakia	-6.7	-0.9	-9.5	-5.5	13,370	28.0	47.6
Slovenia	-1.7	1.1	-4.8	-1.0	19,527	25.3	45.9
Turkey	-3.0	2.3	-8.1	-6.0	6,585	20.0	26.3
CEEC 12+2	-5.9	4.1	-23.3	-2.8	12,297	23.3	39.4
OECD	0.2	17.2	-15.3	-1.8	22,277	21.3	44.9

Modelul estimat va fi de forma:

$y_{it} = \alpha y_{it-1} + \beta X_{it} + u_{it}$ (10) unde $i = 1 \dots N$ si $t = 1 \dots T$ reprezintă țara, respectiv momentul de timp. Variabila dependentă y este deficitul de cont curent ca procent în PIB. Modelul este dinamic prin prezenta valorii anterioare a variabilei dependente. Variabilele explicative X sunt modificarea output-ului net, deficitul bugetar, veniturile relative, rata relativă a investițiilor, rata relativă a cheltuielilor guvernamentale și, într-o estimare alternativă, cursul real efectiv de schimb.

Estimările au fost efectuate în mai multe variante pentru a putea elimina unele probleme econometrice care ar putea părea și pentru a putea obține estimatori consistenți și nedepășați. În cazul unor modele statice, fără valori anterioare ale variabilei dependente ca și variabile explicative, folosirea unor metode cu efecte fixe bazate pe Least square dummy variable (LSDV în continuare) se pot obține estimatori consistenți prin exprimarea variabilelor ca deviații de la medie în timp. Utilizarea acestei proceduri însă pentru modelele dinamice aplicate pe o perioadă limitată și grupe de observații (țări în cazul de față) mari poate produce însă estimatori depășați datorită corelației dintre erori și valoarea anterioară a deficitului de cont curent. În literatura de specialitate această depășare este cunoscută ca „Nickell bias” (Nickell, 1981). Deși în lucrarea de față am folosit un esantion mult mai mare decât cel folosit de Bussiere, Frazscher și Muller (ECB, 2004), rezultatele obținute prin LSDV trebuie privite însă cu o anumită rezerva.

Alternativ, am folosit două metode care diminuează din dezavantajele enumerate mai sus în cazul LSDV. Prima dintre ele este two-stage least squares sau instrumental

variables (IV în continuare) sau estimatorul Anderson-Hsiao (1982). Cea de-a doua metodă de estimare este bazată pe metoda generalizată a momentelor (GMM în continuare) și a fost dezvoltată de Arellano și Bond (1989).

Rezultatele estimărilor potrivit celor trei metode în cazul specificației de baza sunt prezentate în tabelul 6. Trebuie remarcat că deși la nivelul estimatorilor se înregistrează o serie de diferențe, la nivelul relațiilor pe termen lung implicate acestea sunt minore, cu excepția metodei IV. Toți estimatorii au semnul așteptat și sunt semnificativi statistic, mai puțin în cazul IV în care coeficientul deficitului bugetar este foarte mic și nu este semnificativ statistic. De asemenea, R^2 este ridicat pentru toate estimările.

Tabelul 6 – Modelul dinamic, specificare de baza

	LSDV		IV		GMM	
	Coeficient	t-stat	Coeficient	t-stat	Coeficient	t-stat
CA(-1)	0.45	29.43	0.46	11.68	0.39	992.56
DEF	0.30	11.18	0.02	0.30	0.39	839.99
DNO	0.03	5.88	0.18	4.27	0.08	471.55
YPPPC	0.02	2.51	0.02	2.39	0.001	81.93
INVC	-0.42	-19.50	-0.18	-3.77	-0.56	-556.98
GOVEC	-0.03	-1.41	-0.14	-3.35	-0.05	-148.21
R^2	0.71		0.64			

Coeficientul valorii anterioare a deficitului de cont curent este situat în jurul lui 0.4, fiind în linie cu alte stimări din literatura (Chinn and Prasad, 2003, Bussiere, Frazscher și Muller, 2004). Astfel, între 37-46% din valoarea anterioară a deficitului de cont curent sunt reflectate în deficitul efectiv curent, arătând un anumit grad de persistență și nerăspunzând instantaneu la schimbările din sectorul real. Dintr-o creștere a deficitului fiscal, în jur de 30% este reflectată într-o majorare a deficitului de cont curent. În plus, impactul pe termen lung este chiar mai mare (tabelul). Aceasta confirmă evidența empirică din alte studii care arată că echivalența Ricardiana nu este completă. Creșterea valorii adăugate brute este consumată în cea mai mare parte, doar o parte mică fiind economisită și reflectată în contul curent. Coeficientul venitului relativ arată că un venit per capita sub medie va fi asociat cu un deficit de cont curent. Un venit per capita sub medie cu circa 10% va crea o deteriorare a deficitului de cont curent cu circa 0.2% din PIB (efectul pe termen lung este dublu, tabelul). Astfel, țările cu rate de creștere înalte și venit relativ scăzut vor înregistra deficite mai ridicate în procesul de convergență, împrumutându-se pe baza veniturilor viitoare. Existența unei rate a investițiilor și a celei

a cheltuielilor publice cu 1 punct procentual peste medie va genera o creștere a deficitului cu 0.18-0,42% din PIB, respectiv 0,03-0.14% din PIB..

În pasul următor am introdus ca și variabilă dependentă și *REER*, reestimând modelul. Influenta cursului de schimb este una redusă. Un curs de schimb supraapreciat (peste nivelul sau permanent - media) cu 10% conduce la un deficit de cont curent mai mare doar cu 0.2-0.3% din PIB (tabelul). Efectul pe termen lung (tabelul 7) este mai ridicat.

Tabelul 7 – Modelul dinamic, specificare alternativa

	LSDV1		GMM1	
	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat
CA(-1)	0.43	25.89	0.30	11.96
DEF	0.27	10.05	0.29	8.23
DNO	0.04	7.36	0.05	4.50
YPPPC	0.02	2.73	0.03	1.20
INVC	-0.45	-19.59	-0.40	-8.75
GOVEC	-0.06	-2.66	-0.12	-2.96
REERC	-0.03	-6.88	-0.02	-2.50
R ²	0.73			

În continuare am calculat impactul pe termen lung (tabelul 8), obținând deficitele structurale, adică acele deficite care sunt considerate „normale” din punct de vedere intertemporal și când efectele ciclice dispar.

În calcularea coeficienților pe termen lung am urmat metodologia folosită de Isard et al, 2001. Astfel, coeficienții pe termen lung vor fi calculați ca $\frac{\beta}{1-\alpha}$. Impactul schimbărilor în valoarea adăugată brută nu a fost luat în considerare, datorită presupusei persistențe scăzute a acestuia.

Tabelul 8 – Coeficienții pe termen lung și valorile deficitului structural pentru România în 2007

	LSDV	TSLS	GMM	LSDV1	GMM1
DEF	0.545	0.046	0.635	0.480	0.604
YPPPC	0.028	0.042	0.002	0.032	0.087
INVC	-0.767	-0.324	-0.925	-0.781	-0.866
GOVEC	-0.057	-0.259	-0.088	-0.107	-0.223
REERC				-0.053	-0.036
<i>Deficit de cont curent structural în 2007</i>	-10.7	-10.9	-6.3	-10.3	-7.8

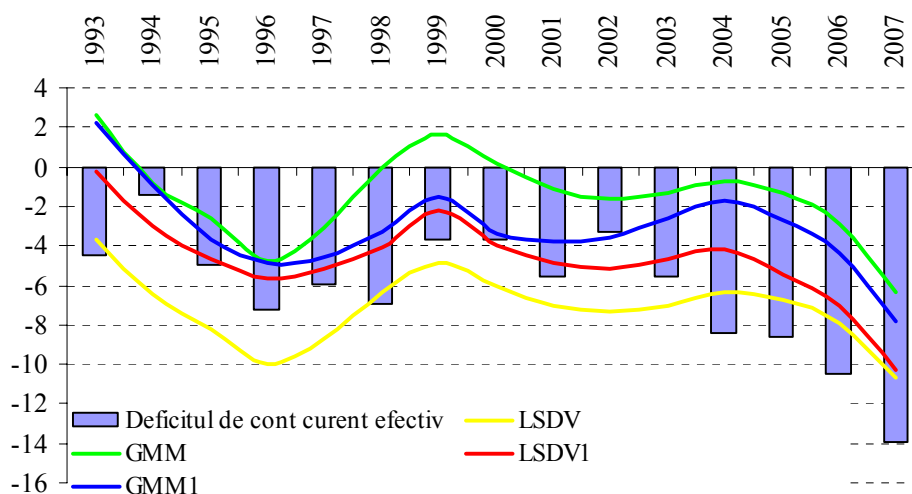
Astfel, pe baza relațiilor pe termen lung estimate, deficitul structural în 2007 era cuprins între 6.3-10.9% din PIB, funcție de modelul luat în considerare, fiind situat sub nivelul efectiv, sugerând astfel ca și în cazul abordării din capitolul anterior al lucrării un deficit excesiv. În plus, începând cu 2004, deficitul efectiv a devenit unul excesiv (graficul 21).

De asemenea, pe baza relațiilor din tabelul, seriile cu deficitul implicat au fost derivate pentru fiecare țară din Europa Centrală și de Est și Tarile Baltice în 2007. Astfel, conform estimărilor (tabelul 9), România, Bulgaria și Tarile Baltice au înregistrat deficite excesive, în timp ce celelalte țări au înregistrat deficite apropiate de cele structurale.

Tabelul 9 – Deficitul de cont curent efectiv și structural în 2007

	Deficit de cont curent efectiv în 2007	Deficit de cont curent structural în 2007 (LSDV1)
Bulgaria	-21.37	-16.31
Cehia	-2.50	-2.31
Estonia	-15.99	-10.31
Ungaria	-5.60	-6.76
Lituania	-13.01	-11.09
Letonia	-23.34	-15.21
Polonia	-3.68	-3.53
România	-13.93	-10.30
Slovacia	-5.33	-4.99
Slovenia	-4.82	-3.42

Graficul 21 – evoluția deficitului structural și a celui efectiv



Descompunând contribuțiile factorilor la deficitul structural (modelul LSDV1 și GMM1) din România pentru 2007 vom avea următoarele (tabelul 11):

- Un deficit fiscal de 2.3% din PIB, impactul acestuia asupra deficitului de cont curent fiind de -1.1% respectiv -1.4% din PIB;
- Un venit relativ mult sub media pentru întreg eșantionul (la nivelul anului 2007, PIB per capita – în dolari SUA la paritatea puterii de cumpărare (PPP) – era estimat ca fiind 11419 dolari, în timp ce media pentru întreg eșantionul pentru același an era de 14109 dolari) – această variabilă contribuind cu -0.7% respectiv -1.8% din PIB;
- O rată a investițiilor/PIB mult peste media grupului *OECD*, acest fapt contribuind decisiv la accentuarea deficitului de cont curent -4.76% respectiv -5.27% din PIB;
- O rată a cheltuielilor publice sub media *OECD*, aceasta contribuind în sensul reducerii deficitului cu 0.97% respectiv 2.04% din PIB;
- Cursul de schimb real efectiv în 2007, supraapreciat față de media pentru 1990-2005, contribuie la creșterea deficitului cu aproximativ 1.98% respectiv 1.34% din PIB.

Tabelul 10 – Contribuția factorilor explicativi la deficitul structural în 2007

	Valoare	Contributie la deficitul de cont curent LSDV1	Contributie la deficitul de cont curent GMM1
Deficitul bugetar	-2.30	-1.10	-1.39
Veniturile relative	-21.15	-0.69	-1.83
Investitii relative	6.09	-4.76	-5.27
Cheltuielile guvernului relative	-9.13	0.97	2.04
Cursul real de schimb relativ	37.59	-1.98	-1.34
Efect fix		-2.75	
Total		-10.30	-7.80

5. Concluzii

Lucrarea de față a realizat o evaluare a sustenabilității deficitului de cont curent prin evaluarea calitativă și cantitativă a componentei structurale a acestuia, data de factorii fundamentali pe termen lung. Utilizând mai întâi o evaluare calitativă, lucrarea a scos în evidență secțiunile Nomenclatorului combinat care au condus la adâncirea deficitului de cont curent și a identificat în mod intuitiv componenta structurală a acestuia. Trei din cele 19 secțiuni ale Nomenclatorului Combinat explică cea mai mare parte a deficitului comercial: *V – Produse minerale*, *VI – Produse chimice*, și *XVI – Mașini și dispozitive mecanice; mașini, aparate și echipamente electrice; aparate de înregistrat*

sau de reprodus sunetul și imaginile. Deficitul pe cele 3 secțiuni a rămas aproape neschimbat între 2002 și 2007, la circa 10% din PIB. Credem ca aceasta poate fi considerată o componentă structurală a deficitului comercial. Deficitul comercial pe aceste 3 secțiuni arată o persistență foarte ridicată, ceea ce înseamnă că ar putea continua să pună presiune puternică în continuare pe deficitul comercial. În plus, cursul de schimb nu pare a avea o influență semnificativă asupra deficitului pe aceste 3 secțiuni.

De asemenea, sunt analizate în cadrul lucrării și unele aspecte legate de competitivitatea externă. România a înregistrat creșteri de cota de piață în exporturile mondiale în ultimii ani, ceea ce arată că nu scăderea competitivității este cauza deteriorării balanței comerciale. Cu toate acestea, performanța României este mai slabă decât a altor țări din regiune, raportul cota de piață a României în exporturile țărilor din Europa de Est scăzând în ultimii ani. Structura exporturilor s-a îmbunătățit în favoarea exporturilor cu tehnologie mai ridicată care au valoare adăugată mai mare, exporturile de textile, cu valoare adăugată mică, pierzându-și importanța în exporturi.

Analiza cantitativă realizată în cadrul lucrării se bazează pe două modele folosite în literatura de specialitate de cuantificare a deficitului structural sau de echilibru și a factorilor fundamentali ai deficitului de cont curent și a modului în care aceștia influențează deficitul. În cazul României, rezultatele obținute pe baza estimărilor cu date panel arată în cazul abordării bazate pe balanța macroeconomică un deficit de cont curent de echilibru în 2007 cuprins între 4.4% și 9.2% din PIB, în funcție de modelul luat în considerare. Totuși, modelele bazate pe efecte fixe pot fi considerate mai adecvate, ceea ce înseamnă că deficitul de cont curent de echilibru a fost cuprins între 8.1-9.2% din PIB, depinzând de modelul luat în considerare. Luând în considerare a doua abordare, una intertemporală, deficitul de cont curent actual este unul excesiv, deficitul structural dat de factorii fundamentali fiind cuprins între 6.3% și 10.9% din PIB, funcție de modelul folosit și procedura econometrică utilizată.

Indiferent de procedura de estimare folosită, rezultatele obținute în cadrul lucrării indică că România, la nivelul anului 2007, a avut un deficit de cont curent efectiv peste structural, lucru valabil începând cu 2004. În principal veniturile relative scăzute și rata investițiilor ridicată sunt factorii principali care explică deficitul de cont curent structural,

fiind rațional ca aceste deficite să existe, dar nu la o dimensiune atât de mare ca aceea atinsă în 2007. În plus, persistența pe termen scurt a deficitului este relativ ridicată.

Credem ca, așa cum arată rezultatele obținute, dezechilibrul extern al României este explicat în cea mai mare parte de procesul de convergență. Analiza cantitativă a scos în evidență faptul că există o anumită rigiditate a deficitului extern la o scădere sub 10% din PIB, o scădere sub acest prag putând fi posibilă decât cu prețul încetinirii activității investiționale din România, care are un preț ridicat în termeni de convergență reală a economiei.

În fapt, credem că deficitul de cont curent al României este structural și persistent. El reflectă pe de o parte o nevoie crescută de investiții care să susțină procesul de convergență către nivelul de dezvoltare din UE, iar pe de altă parte un nivel de economisire limitat datorat unui nivel al veniturilor scăzut orientat mai degrabă către consum și mai puțin către economisire. În opinia noastră, politicile economice trebuie orientate mai mult către stimularea economisirii, altfel deficitul de cont curent fiind așteptat să rămână foarte ridicat o perioadă lungă de timp.

BIBLIOGRAFIE

Abiad, Abdul; Daniel Leigh; and Ashoka Mody (2007) "International Finance and Income Convergence: Europe is Different", *IMF Working Paper*, WP/07/64 (March).

Aizenman, J. and Riera-Chrichton, D. (2006), Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration, NBER Working Paper, No. 12363, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Aizenman, J. and Sun, Y. (2008), Globalisation and the Sustainability of large current account imbalances: Size Matters, NBER Working Paper, No. 13734, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Arellano, Manuel and Stephen Bond (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.

Aristovnik, A. (2008), Short-Term Determinants of Current Account Deficits, *Eastern European Journal*, Vol. 46, No. 1.

Bakker, Bas (2008) "Current Account Deficits in Eastern Europe—Do Exchange Rate Regimes matter?" *IMF Policy Discussion Paper (forthcoming)*.

Banerji, A. and Kähkönen, J. (2007), Real Convergence and the Balance of Payments, Paper presented at the ECB conference on central, eastern and south-eastern Europe, 1-2 October 2007, Frankfurt am Main.

Beck, Torsten; Asli Demirguc-Kunt; and Ross Levine (1999) "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2146 (July).

Bems, Rudolfs and Philip Schellekens (2007) "Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe", *IMF Working Paper*, WP/07/244 (October).

Bussiere, Frazscher și Muller (2004), *Current Account Dynamics in OECD and EU Acceding Countries-An Intertemporal Approach*, ECB Working Paper 311

Caselli, Francesco and Silvana Tenreyro (2005) "Is Poland the Next Spain", *NBER Working Paper*, No. 11045 (January).

Chinn, M. D. and Ito, H. (2005), Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Saving Glut', NBER Working Paper, No. 11761, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Chinn, M. D. and Ito, H. (2007), East Asia and Global Imbalances: Saving, Investment, and Financial Development, NBER Working Paper, No. 13364, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Chinn, M. D. and Prasad, E. S. (2003), Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration, *Journal of International Economics*, Vol. 59 (1), pp. 47-76.

- Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2007) "Current Account, Financial Development and Institution: Assaying the World Savings Glut", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, No. 1, pp. 546-69.
- Chinn, Menzie D. and Shang-Jin Wei (2008) "A Faith-based Initiative: Do We Really Know that a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment?", *NBER Working Paper*.
- Copaciu, M. și Racaru, I. (2006), *Echilibrul extern al României – abordari calitative si cantitative*, BNR, 2006
- Debelle, Guy and Hamid Faruqee (1996), "What Determines the Current Account? A Cross-Sectional and Panel Approach," IMF Working Paper 96/58, International Monetary Fund, Washington.
- Eschenbach, Felix and Bernard Hoekman (2006) "Services Policy Reform and Economic Growth in Transition Economies, 1990-2004", *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper Series*, No. 5625 (April).
- Herrmann, Sabine and Axel Jochem (2005) "Trade Balances of the Central and East European EU Member States and the Role of Foreign Direct Investment", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, No. 41.
- International Monetary Fund (2003), *Republic of Estonia: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Country Report
- International Monetary Fund (2006) Czech Republic, Republic of Estonia, Hungary, Republic of Latvia, Republic of Lithuania, Republic of Poland, Slovak Republic, and Republic of Slovenia—Export Structure and Credit Growth IMF Country Report No. SM/06/318 (September).
- International Monetary Fund, 2006, "Methodology for CGER Exchange Rate Assessments," Washington, DC: Report No. 06/283.
- International Monetary Fund, Romania: Selected Issues July 2008, IMF Country Report No. 08/210
- Isard, Peter, Hamid Faruqee, G. Russell Kincaid and Martin Fetherston (2001), "Methodology for Current Account and Exchange Rate Assessments," IMF Occasional Paper 209, International Monetary Fund, Washington.
- Kamil, Herman (2007) "Does Moving to a Flexible Exchange Rate Regime Reduce Currency Mismatches in Firms' Balance Sheets?" Paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference, International Monetary Fund (November).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Assaf Razin (1996) "Sustainability of Persistent Current Account Deficits", *NBER Working Paper*, No. 5467 (February).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Assaf Razin (1998), "Current Account Reversals and Currency Crisis-Empirical Regularities," IMF Working Paper 98/89, International Monetary Fund, Washington.
- Nickell, Steven (1981), "Biases in dynamic models with fixed effects," *Econometrica*, 49, 1417-1426.

- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (1995), "The Intertemporal Approach to the Current Account," in: Gene Grossmann and Kenneth Rogoff (eds.) *Handbook of International Economics*, vol. III, Elsevier.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (1996), *Foundation of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge M.A..
- Rahman, Jesmin, 2008, "Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria," IMF Working Paper 08/92.
- Rogoff, Kenneth; Asim M. Husain; Ashoka Mody; and Robin Brooks (2004) "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes," *IMF Occasional Paper*, No. 229 (May).
- Sorsa, Pritta, Bas Bakker, Christoph Duenwald, Andrea Maechler, and Andrew Tiffin, 2007, "Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe—How Much Cause for Concern?," IMF Working Paper 07/236.
- Tiusanen, Tauno (2006) "Foreign Investors in Transition Economies: Cases in Manufacturing and Services," Lappeenranta University of Technology Northern Dimension Research Centre (Finland), Publication No. 27.
- Zanghieri, P. (2004), *Current Account Dynamics in new EU members: Sustainability and Policy Issues*, CEPII Working Paper, 2004