

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

Savings in Romania - developments and fundamentals

Ionut Dumitru and Romulus Mircea and Ionela Jianu
(Dumitru)

20. February 2011

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/29027/>

MPRA Paper No. 29027, posted 23. February 2011 16:57 UTC

Economisirea în România – evoluții și factori determinanți

Ionuț Dumitru¹
Romulus Mircea²
Ionela Jianu (Dumitru)³

1. Introducere

Țările din Europa Centrală și de Est, și în particular România, înregistrează decalaje considerabile în termeni de dezvoltare economică față de nivelul mediu de dezvoltare din Uniunea Europeană. Pentru a progresa cât mai rapid în termeni de convergență reală este nevoie de investiții masive, mai ales dacă ținem cont că pe parcursul tranziției stocul de capital a suferit un proces de depreciere substanțială.

Investițiile pot fi finanțate fie din economisire internă fie prin atragere de economisire externă, adică prin intrări de capital din străinătate. Din punct de vedere teoretic, a existat opinia conform căreia dacă contul de capital este complet liberalizat, investițiile realizate în economie ar putea varia în mod independent de economisirea internă (Feldstein, Horioka, 1980). În practică însă, așa cum studiile empirice o arată, intrările de capital străin pot juca doar un rol de substitut limitat pentru economisirea internă în finanțarea investițiilor. Fluxurile internaționale de capital pot fi destul de volatile, iar fluxurile și refluxurile de capital străin pot fi de o amplitudine ridicată, cu un potențial destabilizator major atât la intrare, dar mai ales la ieșire.

Atât modelele teoretice cât și experiența practică susțin o legătură puternică între economisirea dintr-o anumită țară și nivelul investițiilor și, implicit, creșterea economică din acea țară. În plus, o economisire internă scăzută și dependența ridicată de intrările de capitaluri din străinătate în finanțarea investițiilor reprezintă o vulnerabilitate majoră în contextul unor turbulențe/crize pe piețele financiare internaționale. Criza financiară și economică internațională declanșată în 2008 a afectat cel mai sever țările care erau mai dependente de influxurile de capital din străinătate, categorie în care s-a aflat și România. Întreruperea fluxurilor private de

¹ Lector universitar doctor la Catedra de Monedă, Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori, Academia de Studii Economice București; Președinte Consiliul Fiscal; Economist-șef Raiffeisen Bank, dumitruionut@yahoo.com, ionut.dumitru@fin.ase.ro, ionut.dumitru@raiffeisen.ro.

² CFA, analist financiar Raiffeisen Bank, romulus.mircea@raiffeisen.ro.

³ Asistent universitar doctor la Catedra de Administrarea Afacerilor, Facultatea de Administrarea Afacerilor (cu predare în limbi straine), Academia de Studii Economice București, ionela.jianu@yahoo.com.

capital din străinătate a condus la o contracție amplă a cererii interne și în final a activității economice în ansamblu.

Prin urmare, stimularea economisirii interne prin politici economice adecvate este esențială, mai ales în cazul țărilor emergente, ea putând conduce la limitarea dependenței de intrările de capital din străinătate în finanțarea necesarului ridicat de investiții. În acest context, identificarea factorilor care determină economisirea internă, în special pe cea privată, este fundamentală pentru decidenții de politici economice.

Lucrarea de față analizează în prima ei parte evoluția economisirii în România în comparație cu celelalte țări din Europa Centrală și de Est pe perioada tranziției (capitolul 3 al lucrării), pornind de la definirea economisirii interne conform contabilității conturilor naționale (capitolul 2 al lucrării). În plus, economisirea este analizată pe sectoare instituționale, cu accent pe sectorul gospodăriilor populației și al companiilor nefinanciare. De asemenea, se scoate în evidență în capitolul 3 al lucrării și impactul evoluției economisirii asupra bilanțurilor populației și companiilor nefinanciare.

În capitolul 4 al lucrării sunt estimate relații cantitative între rata economisirii și factorii determinanți ai acesteia pe baza unor modele ce utilizează date panel. Modelele estimate sunt folosite apoi pentru determinarea tendinței ratei economisirii pe termen lung în România în comparație cu celelalte țări din Europa Centrală și de Est, dar și cu alte țări emergente și țări dezvoltate, pe baza unor ipoteze de evoluție plauzibilă a factorilor determinanți.

2. Economisirea agregată la nivelul conturilor naționale

La nivel macroeconomic, din perspectiva conturilor naționale, pentru a calcula nivelul economisirii agregate, se pornește de la venitul național brut, care este definit ca:

$$VNB = PIB + VPN \quad (1)$$

unde VNB – venitul național brut, PIB – produsul național brut și VPN - venituri primare nete, adică venituri primare primite în țara pentru care se face calculul pentru activități desfășurate în străinătate din care se deduc veniturile primare plătite în străinătate. Veniturile primare luate în considerare sunt cele de natura veniturilor salariale și din proprietate, dobânzi, dividende sau profitul reinvestit.

Dacă la venitul național brut se adaugă transferurile curente nete – TCN se obține venitul disponibil brut – VDB :

$$VDB = VNB + TCN \quad (2)$$

Transferurile curente nete - *TCN* se obțin ca diferență între transferurile curente (impozite pe venit și patrimoniu, cotizații sociale, prestații sociale, alte transferuri curente) primite de unitățile rezidente de la restul lumii și transferurile curente plătite de unitățile rezidente la restul lumii. Alte transferuri curente plătite cuprind, printre altele, în cazul României contribuțiile la diferite organisme internaționale, iar cele încasate, fondurile primite de la Uniunea Europeană sub forma asistenței tehnice (fără transferuri de capital). În România, transferurile curente cuprind și cea mai mare parte din câștigurile rezidenților români care lucrează în străinătate care nu pot fi clasificate ca venituri din muncă.

Economisirea brută – *EB* reprezintă soldul contului de utilizare a venitului disponibil și măsoară partea de venit disponibil brut care nu este destinată cheltuielii pentru consum final total (public și privat) – *CT*:

$$EB = VDB - CT \quad (3)$$

Economisirea brută reprezintă resursele disponibile pentru investiții, inclusiv pentru înlocuirea capitalului fix. Dacă din economisirea brută se deduce deprecierea (consumul) de capital fix se obține **economisirea netă** – *ENeta*.

Există o legătură directă între economisire, investiții și deficit de cont curent. Într-o economie deschisă există următoarea identitate în conturile naționale:

$$PIB = C + I + G + EN \quad (4)$$

unde *PIB* – produsul intern brut, *C* – consumul privat, *I* – investițiile private și publice, *G* – cheltuielile de consum ale guvernului, iar *EN* – exportul net (exporturi minus importuri).

Dacă în ambele părți ale relației (4) adăugăm veniturile primare nete - *VPN* și transferurile curente nete – *TCN* și rearanjăm termenii, obținem:

$$PIB + VPN + TCN - C - G - I = EN + VPN + TCN \quad (5)$$

Dacă utilizăm relațiile (1) și (2) și ținem cont de faptul că suma dintre exportul net, veniturile primare nete și transferurile curente nete reprezintă soldul contului curent al balanței de plăți (CC) relația (5) devine:

$$EB - I = CC \quad (6)$$

Prin urmare, dacă economisirea internă nu este suficientă pentru a acoperi investițiile, țara respectivă va înregistra deficit de cont curent, adică va apela la economisire din străinătate prin intrări de capitaluri.

Capacitatea sau necesarul de finanțare, echivalentă deficitului de cont curent, reprezintă, în esență, soldul dintre formarea brută de capital și economisire. Capacitatea (+) sau necesarul (-) de finanțare reprezintă valoarea netă a resurselor disponibile, pe care un sector instituțional le pune la dispoziția altui sector instituțional, dacă valoarea este pozitivă, sau de care are nevoie pentru a-și acoperi investițiile, dacă valoarea este negativă.

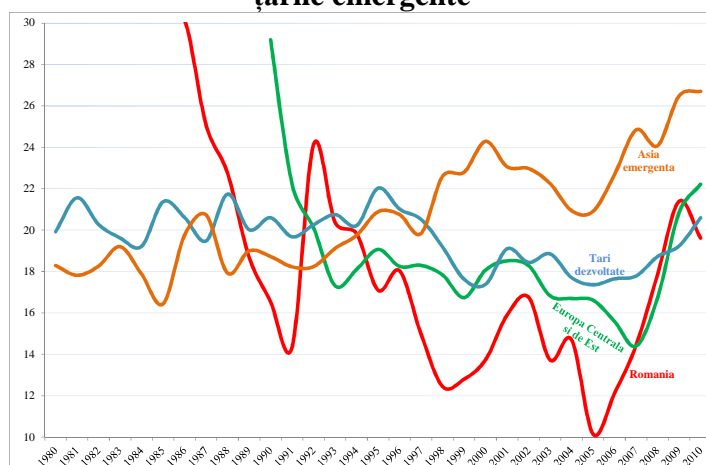
Capacitatea (+) / necesarul (-) de finanțare a unui sector instituțional - *CAF* se calculează ca economisirea brută + transferurile de capital primite de la restul lumii - transferurile de capital transmise restului lumii - formarea brută de capital - achiziții minus active nefinanciare neproduse. Atunci când există un surplus de resurse (*CAF* pozitiv), acesta se va reflecta printr-o acumulare de active și/sau reducere de pasive financiare. În mod similar un deficit de resurse (*CAF* negativ) se manifestă fie prin lichidarea unor active financiare fie prin acumularea de noi datorii.

3. Evoluția economisirii în România în comparație cu alte state din Europa Centrală și de Est

Rata economisirii a fost excepțional de ridicată în România în perioada de dinainte de 1989, ca de altfel în toate celelalte țări din Europa Centrală și de Est. Spre exemplu, media ratei economisirii interne în 1989 în Europa Centrală și de Est era de peste 31% din PIB (tabelul 1), România având un nivel la acel moment de 29.5% din PIB. În același timp, în țările dezvoltate rata economisirii private era în medie de circa 20% din PIB (graficul 1).

Cu toate acestea, rata ridicată a economisirii din țările din fostul bloc comunist era determinată de 3 factori principali. În primul rând, era vorba de o economisire forțată „planificată” necesară investițiilor „planificate”. În al doilea rând, a existat și o economisire privată voluntară, în special pentru a finanța diverse achiziții ulterioare, în special de bunuri de folosință îndelungată sau mașini. În al treilea rând, penuria de bunuri de consum a condus la o economisire involuntară sau „forțată” (Denizer, Wolf, 2000 și 1998).

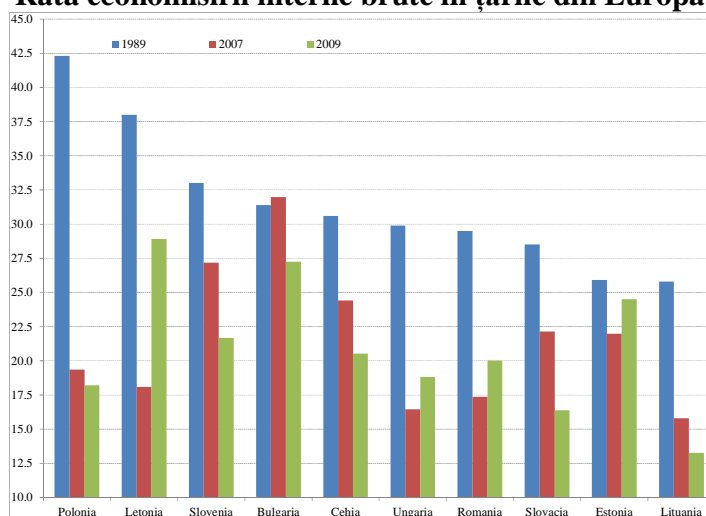
Graficul 1 - Economisirea brută în sectorul privat (% din PIB) în țările dezvoltate și în țările emergente



Sursa: FMI, Banca Mondiala

După 1990 ratele economisirii au scăzut substanțial în țările din Europa Centrală și de Est (graficul 2 și tabelul 1). Explicația este legată în primul rând de suprimarea consumului din perioada comunistă și economisirea forțată din acea perioadă. În plus, au fost și alți factori importanți care au condus la scăderea economisirii în prima parte a tranziției către economia de piață, printre care: ratele foarte ridicate ale inflației inerente procesului de restructurare a economiei și de liberalizare a prețurilor, scăderea PIB-ului și creșterea ratei șomajului. În plus, încrederea scăzută în moneda națională, falimentele bancare care au condus la o încredere scăzută în bănci, rata foarte ridicată și foarte volatilă a inflației și incertitudinea ridicată care au guvernat prima parte a tranziției au fost factori importanți care au condus la scăderea economisirii.

Graficul 2 – Rata economisirii interne brute în țările din Europa Centrală și de Est

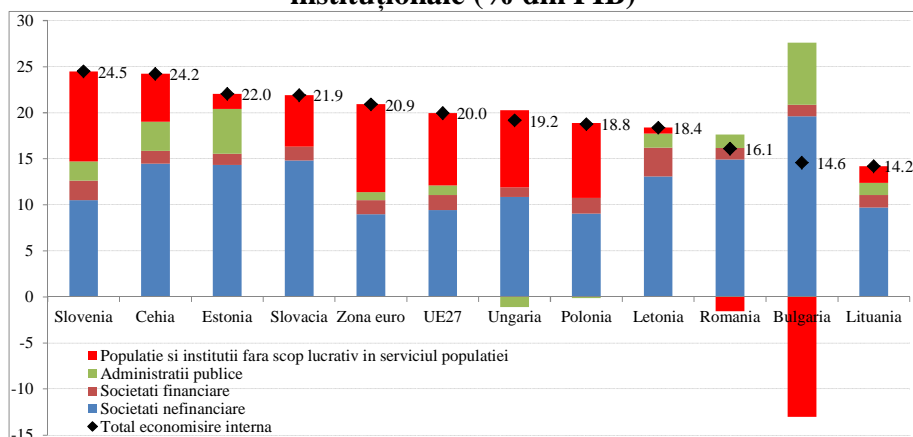


Sursa: FMI, EUROSTAT

Pe principalele sectoare instituționale, economisirea brută din economie a fost destul de echilibrată în perioada 1995-2009 în țări precum Ungaria, Polonia, Slovenia, zona euro și ca medie în Uniunea Europeană. În schimb, ea a fost dezechilibrată în țări precum Bulgaria, România, Estonia, Lituania și Letonia, țări în care gospodăriile populației fie au economisit foarte puțin, fie au avut, în medie, chiar o economisire negativă (în special în Bulgaria și România). În aceste țări, economisirea a fost generată în cea mai mare proporție de sectorul companiilor nefinanciare. De asemenea, sectorul guvernamental a avut o economisire semnificativă în țări precum Estonia și Bulgaria.

Economisirea reprezintă practic acea parte a venitului disponibil care nu este cheltuită pe consum final de bunuri și servicii. Ea poate fi pozitivă sau negativă dacă venitul disponibil este mai mare sau mai mic decât consumul final. Dacă economisirea brută este pozitivă, venitul disponibil necheltuit este folosit pentru a achiziționa active (sau pentru simple dețineri de numerar) și/sau pentru a reduce (plăti) datoriile. Dacă economisirea brută este negativă, trebuie lichidate unele active financiare sau nefinanciare (sau se utilizează numerarul) și/sau se acumulează datorii suplimentare. Dacă economisirea brută este zero, consumul final este egal cu venitul disponibil. Venitul disponibil este nivelul maxim pe care și-l permit sectoarele instituționale să îl cheltuiască pentru consumul final de bunuri și servicii fără a fi nevoite să apeleze la lichidarea/vânzarea unor active, fără să utilizeze numerarul disponibil sau să fie nevoite să contracteze datorie suplimentară.

Graficul 3 – Media anuală a economisirii brute pe perioada 1995-2009* pe sectoare instituționale (% din PIB)



Sursa: EUROSTAT

*Pentru UE27 și zona euro – 1999-2009; Pentru Bulgaria 2004-2007.

După cum se poate observa din graficele 3 și 4, în ultimii 15 ani, nivelul mediu al economisirii în România a fost unul redus în comparație cu celelalte state din Europa Centrală și de Est, doar Bulgaria și Lituania având în această perioadă o rată a economisirii mai reduse. În plus, sectorul populației a înregistrat o economisire medie negativă, ceea ce a condus la o îndatorare rapidă, consumul anual al populației fiind peste nivelul venitului disponibil anual al acesteia. Doar Bulgaria a mai avut o economisire negativă în sectorul populației, toate celelalte țări din Europa Centrală și de Est având în perioada 1995-2009 o economisire pozitivă în acest sector. În special Slovenia, Ungaria și Polonia au avut o economisire consistentă provenită din sectorul populației. În cazul Estoniei, chiar dacă aceasta a avut o economisire redusă a populației, printr-o politică fiscală foarte prudentă a reușit să compenseze acest lucru și economisirea totală a țării a fost ridicată.

Tabelul 1 - Economisirea internă brută (% din PIB) în țările din Europa Centrală și de Est

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Cehia	30.6	27.8	30.1	27.2	28.2	27.1	29.0	27.0	24.4	26.3	24.6	24.8	24.2	22.4	20.7	22.0	23.9	24.7	24.4	24.5	20.5
Ungaria	29.9	28.0	19.5	15.8	11.8	15.7	19.1	22.3	22.9	23.1	20.5	21.7	21.3	18.8	16.3	17.2	15.9	16.3	16.4	16.8	18.8
Polonia	42.3	32.8	18.0	16.7	16.5	19.9	20.1	19.8	20.1	21.2	20.2	19.5	18.4	16.5	17.0	15.9	18.1	18.0	19.4	19.1	18.2
Slovacia	28.5	24.2	28.2	24.1	21.3	27.2	26.8	24.5	25.1	24.1	23.7	23.4	22.4	21.6	18.2	19.7	20.3	19.7	22.1	20.8	16.4
Slovenia	33.0	32.0	26.4	24.7	20.4	23.2	23.0	23.2	24.2	24.6	24.1	24.1	24.4	24.7	24.3	24.8	25.5	26.5	27.2	25.2	21.7
Medie	32.9	29.0	24.4	21.7	19.6	22.6	23.6	23.4	23.3	23.9	22.6	22.7	22.1	20.8	19.3	19.9	20.7	21.0	21.9	21.3	19.1
Bulgaria	31.4	22.0	26.9	14.1	7.7	8.8	28.2	27.8	25.3	27.3	25.9	26.4	27.0	26.5	24.9	27.6	28.9	30.2	32.0	29.9	27.3
România	29.5	20.8	24.1	23.0	24.0	22.7	18.3	15.3	14.6	10.7	11.1	15.5	16.6	20.9	17.1	17.9	14.4	15.9	17.4	19.8	20.0
Medie	30.5	21.4	25.5	18.6	15.9	15.8	23.3	21.6	19.9	19.0	18.5	21.0	21.8	23.7	21.0	22.7	21.6	23.0	24.7	24.9	23.6
Estonia	25.9	22.3	34.5	32.7	22.6	16.7	21.4	20.7	20.2	21.7	20.7	23.4	23.1	22.0	21.8	21.9	23.7	23.0	22.0	20.6	24.5
Letonia	38.0	38.8	43.5	48.1	25.0	20.8	14.6	13.2	15.1	15.3	14.5	18.9	19.1	20.0	20.6	20.2	21.9	17.2	18.1	18.1	28.9
Lituania	25.8	24.0	32.9	19.2	11.4	12.4	13.5	12.4	14.8	12.7	10.4	13.0	14.6	15.6	15.1	15.2	16.8	16.0	15.8	13.7	13.3
Medie	29.9	28.4	37.0	33.3	19.7	16.6	16.5	15.4	16.7	16.6	15.2	18.4	18.9	19.2	19.2	19.1	20.8	18.7	18.6	17.5	22.2
Medie	31.5	27.3	28.4	24.6	18.9	19.5	21.4	20.6	20.7	20.7	19.6	21.1	21.1	20.9	19.6	20.2	20.9	20.7	21.5	20.8	21.7

Sursa: Eurostat, Banca Mondială, Institutelor naționale de statistică

Tabelul 2 – Economisirea brută a populației (% din PIB)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Cehia	8.9	6.6	6.7	5.3	4.8	4.7	4.1	4.5	4.1	3.3	4.3	5.0	5.6	5.6	5.2
Estonia	6.1	4.9	3.9	2.6	1.4	2.1	1.5	0.0	-1.2	-2.6	-2.5	-3.4	-1.0	1.9	7.8
Letonia	-0.6	-1.0	2.8	0.6	0.0	1.6	-0.4	0.8	1.8	2.7	0.4	-2.5	-3.2	3.1	5.8
Lituania	0.9	-0.7	1.8	4.6	2.5	4.5	3.3	3.2	2.0	0.9	0.7	0.7	-3.2	-1.4	5.9
Ungaria	12.5	13.0	11.9	11.3	9.3	8.7	8.3	7.0	5.7	7.0	7.2	7.6	6.1	4.9	6.5
Polonia	12.1	10.0	10.0	10.2	8.9	8.6	10.3	7.5	7.3	6.6	6.5	6.6	5.5	2.2	6.3
România	1.3	12.9	10.2	-5.7	-2.5	3.8	4.2	-0.5	-6.1	-4.6	-7.0	-9.5	-7.6	-1.7	7.6
Slovenia	8.6	9.0	10.2	9.7	7.6	9.2	10.3	10.5	8.9	9.9	11.1	11.1	9.6	9.6	10.2
Slovacia	5.7	7.7	8.1	7.5	7.2	7.2	5.7	5.5	4.2	3.5	4.1	3.8	4.8	4.4	5.8

Sursa: Eurostat, Banca Mondială, Institutetele naționale de statistică

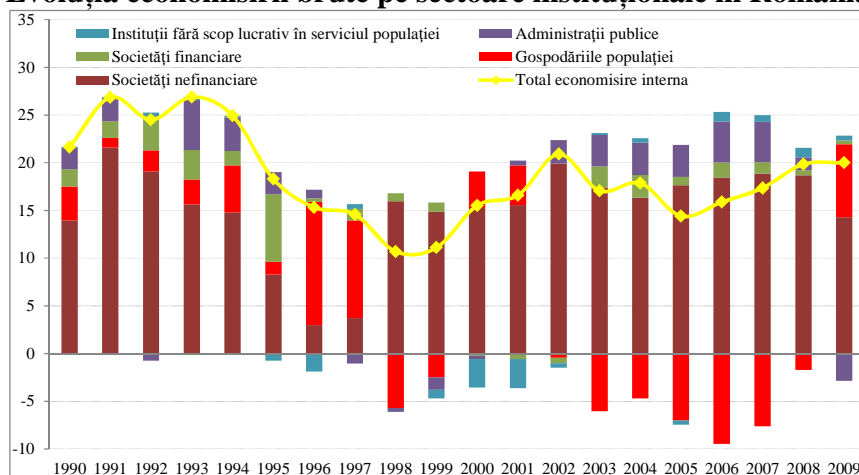
Tabelul 3 – Economisirea bruta a populației (% din venitul disponibil)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
UE27					12.1	11.4	12.3	12.2	12.0	11.5	11.3	11.1	10.9	11.1	13.2
Cehia	15.1	11.3	11.0	9.2	8.6	8.5	7.4	8.1	7.4	5.7	8.1	9.5	10.7	10.1	8.9
Estonia	10.2	8.0	6.5	4.5	2.6	4.1	3.1	0.5	-1.6	-4.8	-4.5	-6.3	-1.7	3.4	13.3
Letonia	-1.0	-1.6	3.9	0.7	-0.2	2.4	-0.8	1.1	2.7	4.4	1.4	-3.6	-5.0	5.0	9.4
Lituania	1.4	-1.3	2.9	7.1	3.8	6.5	4.9	4.7	3.0	1.2	1.2	1.1	-5.3	-2.3	7.9
Ungaria	18.7	20.0	18.9	18.1	14.9	14.0	13.5	11.4	9.2	11.4	11.6	12.4	10.3	8.4	10.9
Polonia	16.9	14.2	14.1	14.4	12.9	12.3	14.1	10.6	10.1	9.4	9.7	9.8	8.5	3.7	9.9
România	1.8	14.2	11.3	-7.3	-3.2	4.9	5.3	-0.6	-8.7	-6.3	-9.9	-13.6	-11.2	-2.3	11.2
Slovenia	12.5	13.0	14.9	14.0	11.1	14.0	15.5	16.1	13.9	15.4	17.4	17.7	15.7	15.5	15.9
Slovacia	9.9	13.3	13.7	12.2	11.1	11.0	9.0	8.6	6.8	5.9	6.6	5.8	7.5	6.6	8.1

Sursa: Eurostat, Banca Mondială, Institutetele naționale de statistică

Economisirea populației are o importanță deosebită pentru decidenții de politică economică întrucât dacă economisirea populației scade, dependența de intrările de capital din străinătate (economisire externă) în finanțarea investițiilor crește în situația în care această scădere a economisirii populației nu este compensată de creșterea economisirii în alte sectoare instituționale. În plus, economia devine mai expusă la potențiale modificări de comportament ale investitorilor pe piețele internaționale. De asemenea, o economisire negativă a populației conduce la creșterea îndatorării acesteia și la o sensibilitate mai ridicată la potențiale modificări de dobândă și/sau venituri, limitând spațiul de manevră și fiind o constrângere pentru politica monetară și pentru cea de venituri.

Graficul 4 – Evoluția economisirii brute pe sectoare instituționale în România (% din PIB)



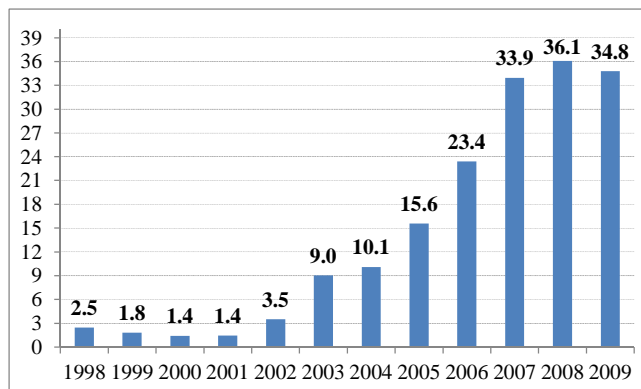
Sursa: EUROSTAT

Graficul 4 prezintă evoluția economisirii în România pe sectoare instituționale (ca procent din PIB) începând cu anul 1990. Economisirea sectorului societăților nefinanciare (companii private nefinanciare) a fost preponderentă în total economisire în perioada analizată, cu excepția anilor 1996-1997. Economisirea sectorului societăților nefinanciare reflectă practic profituri ale companiilor nerepartizate în dividende, arătând o profitabilitate pozitivă a acestora în perioada 1998-2009.

În ceea ce privește economisirea populației, aceasta a fost în general foarte mică, având o medie de doar circa 0.5% din PIB în perioada 1990-2009 (chiar negativă în perioada 1995-2009). În plus, au fost două perioade în care economisirea populației a fost puternic negativă: 1998-1999 și 2002-2008, perioade în care celelalte sectoare nu au compensat printr-o economisire mai ridicată și, în consecință, economisirea totală din economie a scăzut, cu minime în 1998-1999 și 2005. În fapt, aceste perioade au precedat crize de balanță de plăți externe și un proces de

ajustare foarte dureros pentru cererea agregată și pentru economie în ansamblu. Perioada 2002-2008 a fost una în care, pe fondul unei economisiri negative a populației (consum mai mare decât venitul disponibil), gradul de îndatorare a populației a crescut foarte rapid (graficul 5).

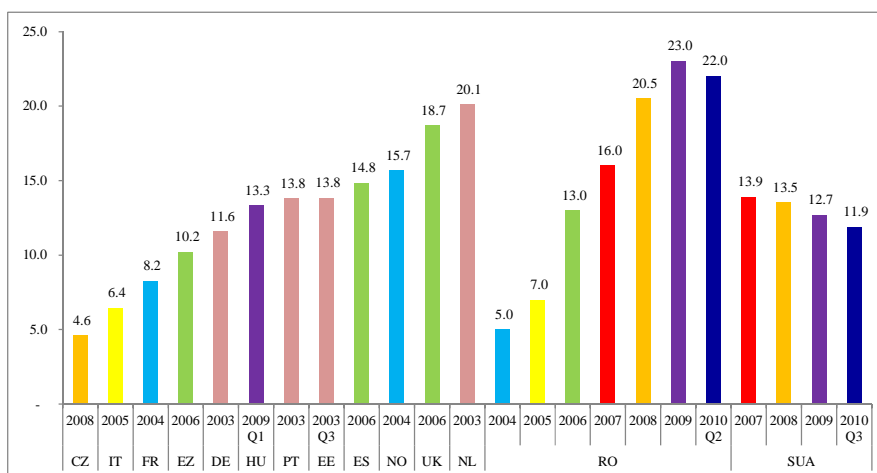
Graficul 5 – Evoluția raportului dintre datoria populației și venitul disponibil



Sursa: EUROSTAT

Ritmul rapid de îndatorare a populației, în special cu datorie pe termen scurt, a condus la o creștere exponențială a ponderii serviciului datoriei (rambursări de principal și dobânzi la creditele contractate) în total venituri disponibile⁴. Astfel, în România gradul de îndatorare al populației exprimat prin serviciul datoriei raportat la venitul disponibil a atins un nivel de 23% în anul 2009 de la 5% în anul 2004, depășind nivelurile înregistrate în alte economii dezvoltate sau emergente (grafic 6).

Graficul 6 – Gradul de îndatorare al populației – comparații internaționale



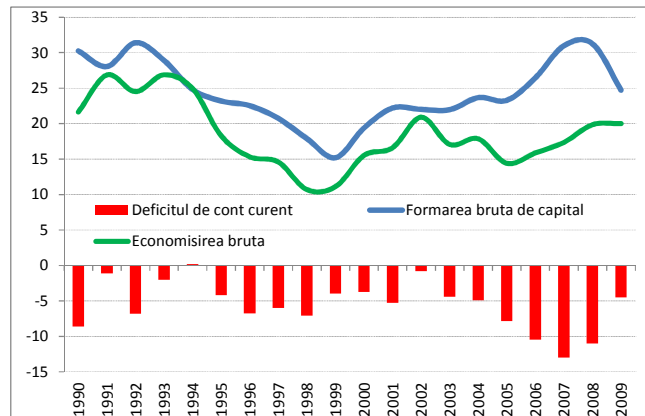
Sursa: Publicații bănci centrale, estimări proprii

Notă: Culoarea identifică serviciul datoriei dintr-un anumit an pentru mai multe țări CZ-Cehia, IT-Italia, FR-Franta, DE-Germania, HU-Ungaria, PT-Portugalia, EE- Estonia; ES-Spania, No- Norvegia, UK- Marea Britanie, NL-Olanda.

⁴ În graficul 6 venitul disponibil este un concept mai restrans decât cel din conturile naționale.

Chiar dacă economisirea internă totală a fost una pozitivă în perioada 1990-2009, ea nu a fost însă suficientă pentru a finanța investițiile și, în final, s-au înregistrat deficite de cont curent ridicate (graficul 7).

Graficul 7 – Economisirea, investițiile și deficitul de cont curent (% din PIB)

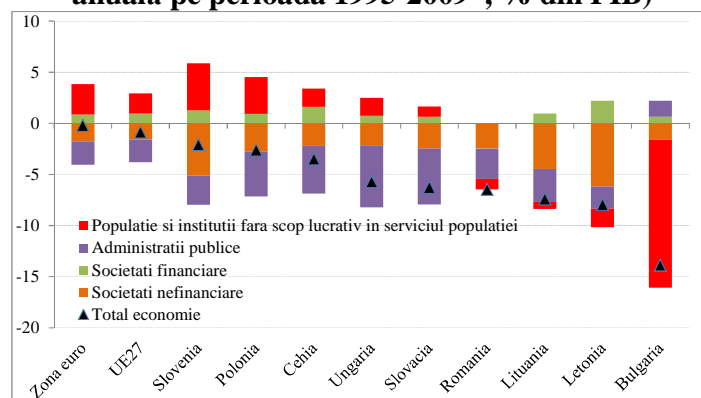


Sursa: EUROSTAT, INS

În majoritatea țărilor cu economii deschise în curs de dezvoltare necesarul de finanțare al activității economice depășește capacitatea internă de a genera resurse (economisire), deficitul fiind acoperit prin îndatorare externă. Graficul 8 ilustrează acest fenomen pentru principalele economii emergente din Uniunea Europeană, la nivel de sectoare instituționale.

România a înregistrat, în medie, pe perioada 1995-2009 un necesar de finanțare pe toate sectoarele instituționale, spre deosebire de țări precum Slovenia, Polonia, Cehia, Ungaria, Slovacia, care, deși au înregistrat un necesar net de finanțare pe ansamblul economiei (deficit de cont curent), sectorul populației a fost un furnizor net de resurse financiare pentru celelalte sectoare instituționale.

Graficul 8 - Capacitatea (+) sau necesarul (-) de finanțare pe sectoare instituționale (medie anuală pe perioada 1995-2009*, % din PIB)

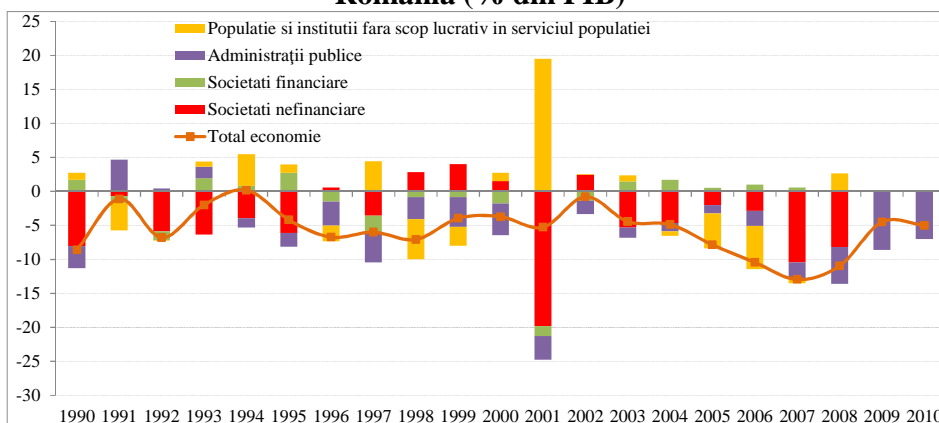


Sursa: EUROSTAT

*Pentru UE27 și zona euro – 1999-2009; Pentru Bulgaria 2004-2007.

Dacă privim în dinamică evoluția capacității/necesarului de finanțare pe sectoare în România (graficul 9), se pot observa aceleași 2 perioade - 1998-1999 și 2002-2007⁵ în care populația a consumat mai mult decât a avut venituri (economisire negativă) și a făcut investiții care au condus-o la un necesar de finanțare net.

Graficul 9 - Capacitatea (+) sau necesarul (-) de finanțare pe sectoare instituționale în România (% din PIB)



Sursa: EUROSTAT

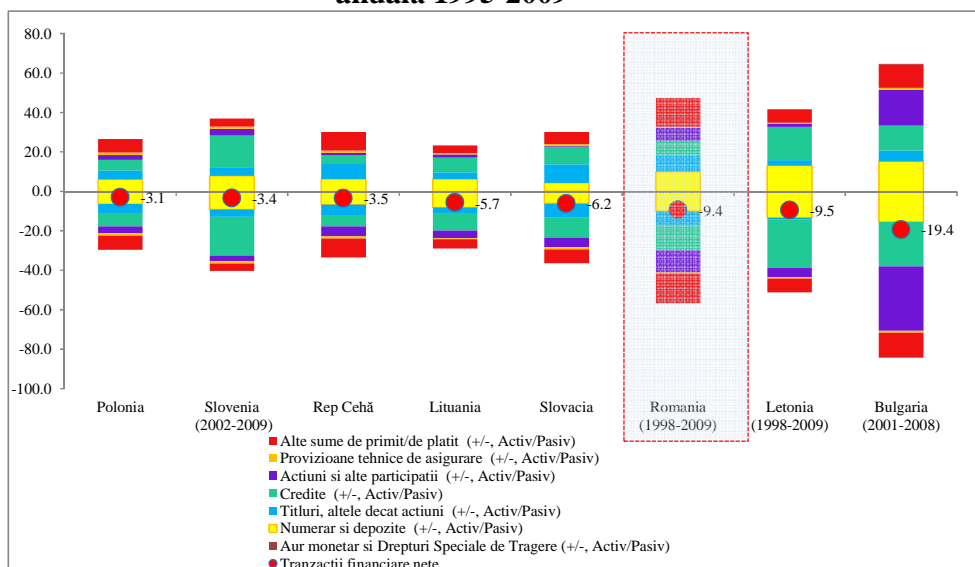
Fluxurile din bilanțul financiar agregat al unei economii explică modul în care este repartizat un surplus respectiv modul de finanțare al unui deficit de resurse. Astfel, capacitatea netă / necesarul net de finanțare se poate determina și ca suma a tranzacțiilor financiare nete dintr-o economie, adică prin diferența dintre dinamica activelor și pasivelor financiare. În practică însă pot apărea discrepanțe statistice semnificative între capacitatea netă de finanțare calculată prin metoda veniturilor și cea determinată ca sumă a tranzacțiilor financiare nete.

Dimensiunea tranzacțiilor financiare dintr-o economie raportată la produsul intern brut este de regulă invers corelată cu nivelul de dezvoltare al unei economii. Un nivel scăzut de dezvoltare implică de regulă și un nivel redus al bilanțului financiar dintr-o economie. Prin urmare, acumularea de active și pasive financiare raportată la dimensiunea activității economice va fi mai alertă în primele stadii ale dezvoltării unei economii. Graficul 9 surprinde această corelație: țări precum Bulgaria sau România înregistrează un volum al tranzacțiilor financiare raportat la PIB mult mai mare comparativ cu nivelurile înregistrate în țările mai dezvoltate precum Republica Cehă sau Polonia.

⁵ Cu excepția anului 2001 în care sunt valori extreme în seriile statistice în cazul populației și societăților nefinanciare.

Așa cum s-a arătat și mai devreme, în toate țările din Europa Centrală și de Est a existat în ultimii 15 ani un necesar net de finanțare, care a fost acoperit în special prin credite⁶ și într-o măsură mai mică prin emisiunea de acțiuni⁷ și alte titluri de participație (Graficul 10). În perioada 1998-2009, ritmul mediu anual de îndatorare netă⁸ al României a fost de 5.2 puncte procentuale din PIB, comparativ cu doar 1.3 pp în Polonia sau 0.7 pp în Republica Cehă și respectiv 7.8 pp în Letonia sau 10 pp în Bulgaria.

Graficul 10 – Tranzacții financiare nete⁹ la nivelul întregii economii (% din PIB) – medie anuală 1995-2009



Sursa: EUROSTAT

În România, sectorul companiilor nefinanciare și-a acoperit în perioada 1998-2009 necesarul net de finanțare într-o proporție mai ridicată prin autofinanțare decât prin credite (Graficul 11). Astfel, în perioada analizată autofinanțarea sectorului companiilor nefinanciare a fost de 7.8% din PIB comparativ cu un ritm mediu de îndatorare netă de 5.1% din PIB. Situația este similară cu cea din Bulgaria, restul țărilor din Europa Centrală și de Est apelând într-o proporție mai ridicată la finanțare externă. Accesul dificil al întreprinderilor mici și mijlocii (IMM) din România la finanțare bancară, datorat în special unei transparențe reduse și unui management financiar slab, poate explica ponderea mai ridicată a autofinanțării în acoperirea necesarului de finanțare.

⁶ În sens larg, datorii financiare de orice fel.

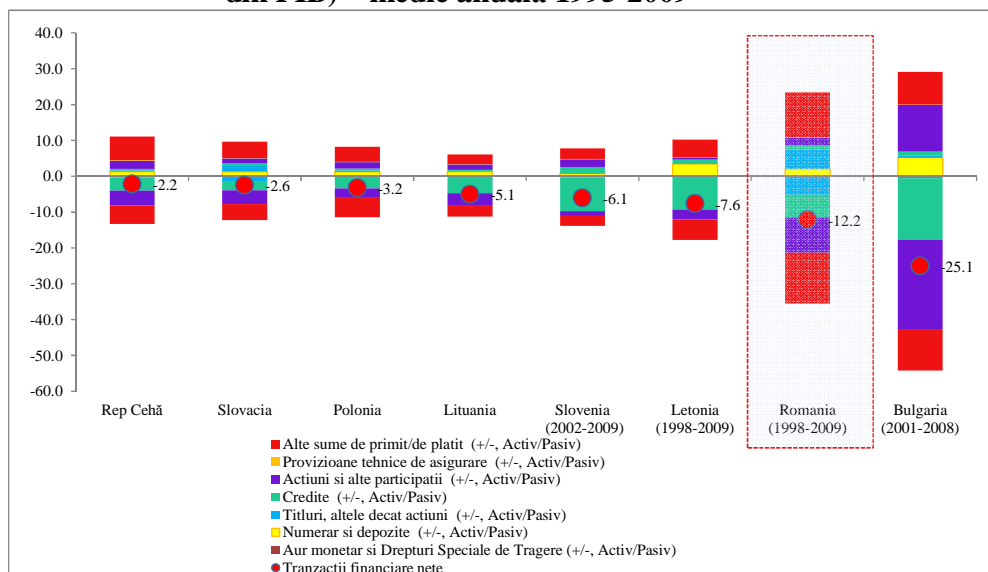
⁷ Acțiuni cotate și necotate.

⁸ Credite contractate – credite acordate într-un an.

⁹ Calculat ca diferență între tranzacțiile financiare pe partea de activ (creanțe) și cele de pe partea de pasiv (angajamente).

Ponderea cea mai ridicată în tranzacțiile financiare ale companiilor atât pe partea de activ cât și pe partea de pasiv o deține categoria “alte sume de primit respectiv de plătit”, care include în special creanțe și datoriile comerciale. La nivel agregat acest tip de tranzacții nu generează însă active sau pasive nete semnificative întrucât o bună parte a creanțelor comerciale au ca și contrapartidă datoriile comerciale tot ale sectorului companiilor nefinanciare. Lichiditățile (numerar și depozite) acumulate de companiile nefinanciare din România în perioada 1998-2009 s-au situat peste media înregistrată la nivelul principalelor economii emergente din Uniunea Europeană. În Bulgaria, Letonia și România sectorul companiilor nefinanciare a acumulat în medie active lichide în valoare de 5.2%, 3.4% și respectiv 2.1% din PIB anual, comparativ cu valori mult mai scăzute în Republica Cehă (1.3%), Polonia (1.2%) sau Slovenia (0.7%). Constrângerile de finanțare, un management financiar mai precar, o disciplină mai slabă în gestionarea și onorarea plăților pot fi posibile explicații pentru deținerile mai ridicate de active lichide în aceste țări.

Graficul 11 – Tranzacții financiare nete la nivelul sectorului companiilor nefinanciare (% din PIB) – medie anuală 1995-2009



Sursa: EUROSTAT

Tranzacțiile financiare nete la nivelul sectorului populației indică o creștere a averii financiare nete¹⁰ a acesteia în aproape toate țările emergente din Uniunea Europeană în perioada 1995 -2009. Sectorul populației din România și-a sporit averea financiară netă în medie cu 6.3% din PIB pe an (Grafic 12). Din acest punct de vedere, sectorul populației apare ca un furnizor net de resurse pentru restul economiei. În același timp însă, în România sectorul populației a

¹⁰ Active financiare – Pasive financiare.

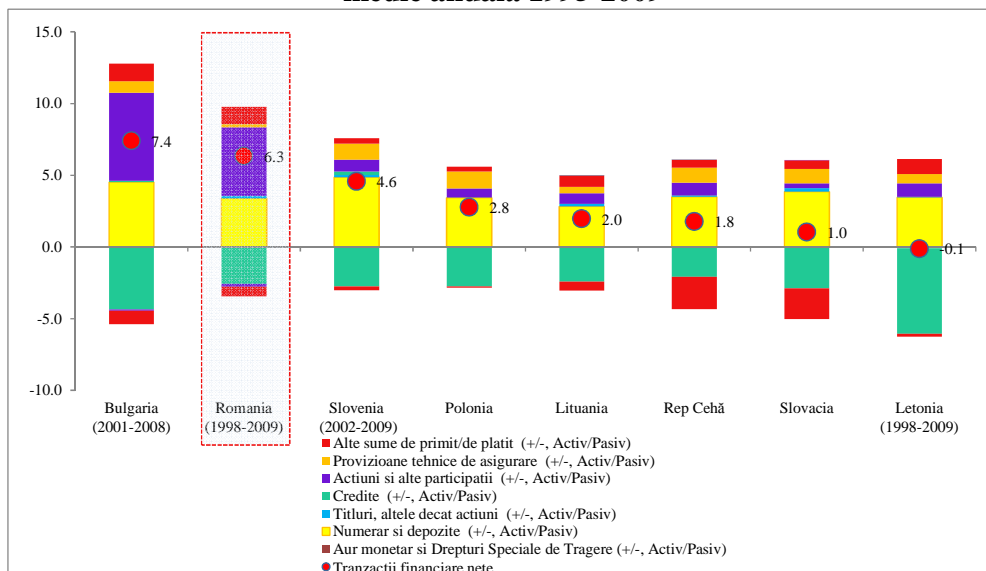
înregistrat un necesar net de finanțare (determinat după metoda veniturilor), ceea ce dovedește existența unei discrepanțe statistice semnificative între cele două metode de calcul ale capacității/necesarului de finanțare.

În dinamică, ritmul anual de creștere al averii financiare nete a populației în România s-a diminuat continuu în ultimii 10 ani, înregistrând chiar valori negative în anii 2006 (-3%), 2007 (-0.8%) și 2009 (-0.1%). Ritmul alert de îndatorare a populației, care a alimentat consumul excesiv și nesustenabil din perioada 2005-2008, a contribuit la această deteriorare.

În aceste condiții, începând cu anul 2007 populația s-a transformat dintr-un furnizor net de resurse pentru sectorul bancar într-un debitor net, situație care s-a accentuat până la debutul crizei financiare și economice din Septembrie 2008 (Graficul 13). Acest decalaj a fost determinat în special de creșterea rapidă a creditului în valută acordat populației, care s-a bazat pe resurse împrumutate de pe piețele externe (credite de la băncile mamă).

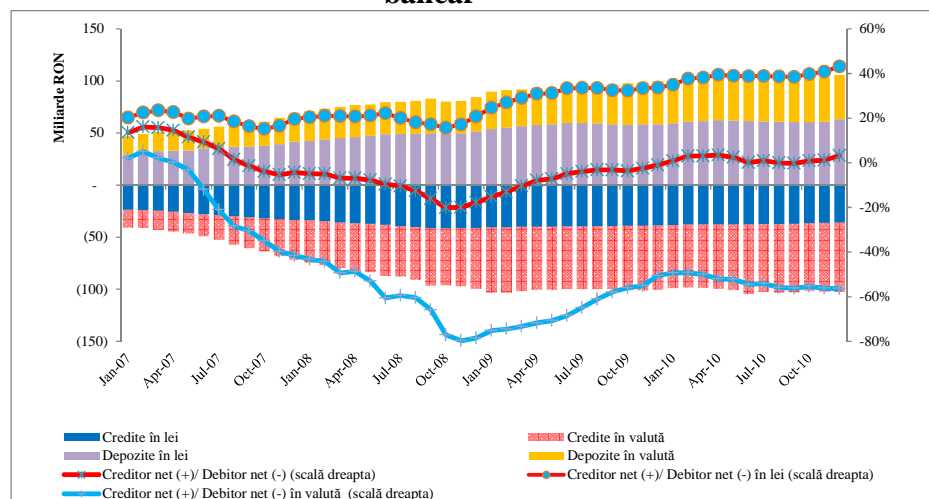
Odată cu intrarea în recesiune a economiei românești, sentimentul de încredere a populației în situația economică s-a deteriorat și incertitudinile privind evoluția viitoare a veniturilor disponibile au crescut. Aceste evoluții au determinat o creștere a economisirii, în special în scop de precauție, iar începând cu primul trimestru al anului 2010 populația a redevenit creditor net față de sectorul bancar.

Graficul 12 – Tranzacții financiare nete la nivelul sectorului populației (% din PIB) – medie anuală 1995-2009



Sursa: EUROSTAT

Graficul 13 – Evoluția poziției de creditor respectiv debitor net a populației față de sectorul bancar



Sursa: Banca Națională a României, calcule proprii

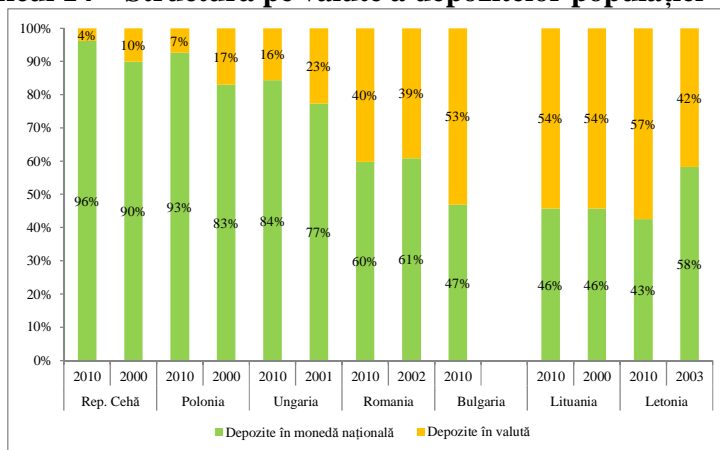
În majoritatea țărilor analizate, economisirea populației s-a reflectat în special printr-o creștere a deținerilor de numerar și depozite (Grafic 12). În schimb, în România și Bulgaria, economisirea a alimentat în special deținerile de acțiuni și alte participații, formate preponderent din acțiuni necotate și ilichide. O structură a activelor financiare orientată către plasamente cu un grad redus de lichiditate este considerată a fi nesănătoasă, întrucât crește vulnerabilitatea sectorului populației în fața unor șocuri economice și financiare și poate amplifica efectele unui declin economic.

De la debutul crizei financiare și economice, structura activelor financiare ale populației în România s-a îmbunătățit. Deținerile de active lichide (depozite bancare) s-au majorat pe fondul creșterii aversiunii la risc a populației, astfel încât la sfârșitul anului 2009 raportul între activele lichide și cele nelichide a devenit unitar (aproximativ 45% din totalul activelor financiare).

Structura activelor lichide ale populației în funcție de valuta în care economisește depinde în principal de încrederea pe care populația o are în moneda națională care este la rândul ei strâns legată de nivelul de euroizare dintr-o economie. Într-o economie cu inflație ridicată care exercită presiuni de depreciere asupra monedei naționale, populația va prefera să economisească într-o proporție mai ridicată într-o monedă stabilă (ex. euro, dolar). În ultimii 10 ani încrederea populației în moneda națională ca mijloc de economisire și acumulare a crescut în țări precum Republica Cehă, Polonia sau Ungaria, în timp ce în România, Bulgaria, Lituania sau Letonia încrederea a rămas neschimbată sau chiar a scăzut. Spre exemplu, în Republica Cehă ponderea

depozitelor populației în monedă națională a crescut de la 90% în anul 2000 la 96% la sfârșitul anului 2010, în timp ce în România proporția depozitelor în lei a rămas relativ neschimbată la 60% (Grafic 14).

Graficul 14 – Structura pe valute a depozitelor populației



Sursa: Publicații Bănci centrale, calcule proprii

4. Determinanții economisirii în România

4.1 Posibili determinanți ai economisirii

Selectarea posibilor factori determinanți ai economisirii se bazează atât pe literatura teoretică, cât și pe literatura empirică (tabelul 4). Au fost luate în calcul mai multe categorii de factori determinanți posibili ai economisirii. Tabelul 4 sintetizează potențialii determinanți ai economisirii private și semnul lor așteptat din punct de vedere teoretic, precum și semnul empiric estimat în diverse lucrări din literatura de specialitate.

Persistența comportamentului de economisire

Valoarea din perioada anterioară a economisirii private este un factor determinant pentru economisirea din perioada curentă, fiind de așteptat să existe o persistență în economisire datorită unor obiceiuri stabile de consum.

Variabile legate de venit

O legătură pozitivă între venit și economisire poate fi anticipată din punct de vedere intuitiv, însă relația este un pic mai complexă din punct de vedere teoretic. Evidențele empirice sugerează o relație de tip “U” inversată între economisire și nivelul venitului pe locuitor (Masson, Bayoumi, and Samiei, 1998). În principiu, economisirea crește într-o fază inițială a

dezvoltării (deși nu la nivele scăzute ale PIB pe locuitor) pe măsură ce crește nivelul venitului și scade pe măsură ce se atinge un nivel al venitului pe locuitor mai ridicat (Ogaki, Ostry, and Reinhart 1995). Însă, în țările cu venit pe locuitor foarte redus ne putem aștepta ca cea mai mare parte din venit să fie consumat și nu economisit. Venituri mai mari fac posibilă o economisire mai ridicată, însă acest efect se disipează pe măsură ce se diminuează oportunitățile de investiții și de creștere, îmbătrânirea populației și ratele scăzute de fertilitate fiind caracteristici comune țărilor cu nivel ridicat de dezvoltare.

Unele evidențe empirice arată, de asemenea, o relație posibil pozitivă între economisire și creșterea economică (Carrrol și Weil, 1994; Edwards, 1996; Loayza, Schmidt-Hebbel, și Serven, 2000), deși nu exista un suport empiric puternic în acest sens.

Din perspectiva teoriei venitului permanent, un efect tranzitoriu pozitiv din partea venitului conduce la creșterea economisirii în condițiile în care agenții își netezesc consumul în timp. Pe de altă parte, un șoc pozitiv permanent în venit are un efect ambiguu asupra economisirii. Un venit permanent mai ridicat fără o modificare a ratei economisirii pe grupe de vârstă a populației va conduce la creșterea economisirii agregate, deoarece conduce la creșterea veniturilor agregate ale celor care sunt în vârstă de muncă relativ cu pensionarii și cei care nu au câștiguri din muncă. Cu toate acestea, dacă ne raportăm la teoria ciclurilor de viață (inițiată de Modigliani, 1970), Tobin (1967), aceasta argumentează că o păstrare a ratei economisirii pe grupe de vârstă atunci când veniturile cresc se bazează pe o estimare incorectă asupra veniturilor din viitor. Dacă cei care muncesc anticipează că veniturile lor vor crește în viitor, ei vor dori să anticipeze măcar parțial aceste venituri din viitor printr-un consum mai mare în prezent. În acest caz, este posibil ca rata economisirii pentru cei care muncesc să scadă suficient de mult pentru a compensa efectul pozitiv al unei creșteri de venit.

Prin urmare, corelația dintre rata economisirii și creșterea veniturilor este mai degrabă ambiguă din punct de vedere teoretic și trebuie testată empiric.

În ceea ce privește legătura dintre rata economisirii și „terms of trade” (efectul Harberger-Laursen-Metzler, HLM, 1950), o îmbunătățire în „terms of trade” conduce la creșterea veniturilor reale. Prin urmare „terms of trade” influențează rata economisirii în același mod cu veniturile. În literatura mai recentă, există două curente de opinii în ceea ce privește această relație. Pe de o parte, există literatura legată de așa numita „boala olandeză” (engl „Dutch Disease”) care diferențiază economia în sectoare tradable și nontradable și impactul „terms of

trade” asupra economisirii este unul diferențiat. Pe de altă parte, literatura legată de alegerile intertemporale (Sachs, 1981, și Svensson și Razin, 1983), pune la îndoială bazele teoretice ale efectului HLM și susține că deciziile de economisire ale populației trebuie derivate din soluțiile unei probleme de optimizare dinamică de alegere a consumului și economisirii la diferite momente de timp. Aceste studii concluzionează că relația dintre „terms of trade” și economisire este dependentă de durata șocurilor în „terms of trade”. De exemplu, dacă șocurile pozitive în „terms of trade” sunt anticipate a fi permanente, agenții își vor revizui în sus estimarea lor de venit în viitor. În contrast cu efectul HLM, un nivel mai ridicat al veniturilor ar putea conduce doar la un consum mai mare, fără impact asupra economisirii. Dacă șocurile pozitive în „terms of trade” sunt anticipate a fi doar temporare, agenții vor netezi în timp aceste câștiguri crescând economisirea. Deci, efectul HLM ar fi valid doar dacă șocurile în „terms of trade” sunt temporare.

Studii ulterioare (Dornbusch, 1983, Edwards, 1989) pun la îndoială însă ideea că efectele tranzitorii asupra „terms of trade” ar avea un efect cert asupra economisirii private. De asemenea, Agenor și Aizenman (2002) au arătat că șocurile în „terms of trade” pot conduce la un răspuns asimetric la nivelul economisirii în economiile emergente.

Incertitudinea macroeconomică

Incertitudinea macroeconomică este de așteptat să aibă un efect ambiguu asupra economisirii. O motivație importantă a economisirii este una precauționară, adică oamenii vor economisi mai mult în perioade de incertitudine anticipând posibilitatea unor vremuri dificile. Sursele de incertitudine pot proveni din mediul macroeconomic și se pot materializa prin elemente de genul inflației ridicate și volatile, volatilității cursului de schimb, șomajului ridicat sau instabilității sistemului financiar. Un răspuns posibil la incertitudinea macroeconomică este neîncrederea în activele locale, în moneda națională, și poate conduce la reducerea economisirii (Edwards, 1996; și Taylor, 1996 și 1999).

Relația dintre inflație și economisire pare a fi una neliniară, întrucât o inflație scăzută spre moderată va avea probabil un impact foarte diferit asupra economisirii în comparație cu o inflație foarte ridicată. În plus, există evidențe empirice clare care arată că reducerea inflației conduce la o creștere economică mai mare pe termen mediu și lung, cu impact posibil pozitiv asupra economisirii (Fischer 1993, Andrés and Hernando 1997). Impactul creșterii inflației asupra economisirii este însă ambiguu (Masson et al., 1998). Inflația erodează valoarea reală a

stocului de economii, ceea ce conduce la reducerea economisirii din perioada curentă întrucât valoarea lor reală din viitor este incertă. Pe de altă parte, inflație mai mare înseamnă și dobânzi mai ridicate, care stimulează economisirea.

Accesul la finanțare și dezvoltarea piețelor financiare

Conform teoriei, accesul la finanțare permite netezirea în timp a consumului. Cu toate acestea, la nivele scăzute ale veniturilor, consumul este determinat primordial de veniturile curente datorită accesului limitat la creditare, iar la venituri mai ridicate consumul va urma mai degrabă venitul așteptat din viitor, existând acces la creditare care să permită netezirea consumului în timp.

Pentru țările cu venituri scăzute, restricțiile la finanțarea din străinătate au o importanță deosebită, intrările de capital din străinătate având un potențial efect de creștere a consumului și de reducere a economisirii.

Piețe financiare mai dezvoltate și existența reglementărilor prudențiale pot conduce la diversificarea instrumentelor de economisire și la un confort mai ridicat al celui care economisește. Cu toate acestea, dezvoltarea piețelor financiare este adesea asociată cu o disponibilitate crescută a creditării, în mod particular pentru consum, cu efect descurajator asupra economisirii.

Rata dobânzii

Relația dintre rata dobânzii și economisire este una ambiguă din punct de vedere teoretic. Rata dobânzii poate avea un efect pozitiv sau negativ asupra economisirii în funcție de poziția netă a celui care economisește - de persoană care economisește net sau este debitoare net (are datorii nete).

Factori demografici

Structura pe vârste a populației este un factor esențial care determină nivelul economisirii (Modigliani, 1966). O populație în vârstă de muncă mai ridicată în termeni relativi față de populația pensionară și tânără (sub vârsta de muncă) contribuie la creșterea economisirii. Cei care muncesc și sunt tineri sunt cei care economisesc net, iar pensionarii sunt de regulă cei care au economisire negativă. De regulă, în studiile empirice se folosesc rate de dependență de tipul: populația cu vârsta cuprinsă între 0-15 ani și peste 65 de ani raportată la populația între 15-65 de ani sau rate de dependență separate pentru populația tânără (0-15 ani) raportată la populația cu

vârsta între 15-65 de ani, respectiv populația peste 65 de ani raportată la populația cu vârsta între 15-65 de ani.

Politica fiscală

Politica fiscală poate influența comportamentul de economisire al mediului privat. Echivalența Ricardiană sugerează o compensare între economisirea privată și cea publică, adică o creștere a cheltuielilor publice finanțate pe datorie (scădere a economisirii publice) va fi compensată, parțial sau total, de o creștere a economisirii private și de o reducere a consumului privat, întrucât agenții privați care își netezesc consumul în timp vor anticipa o creștere a taxelor în viitor pentru a plăti datoria publică acumulată. Efectul poate fi mai puternic în țările emergente în care există constrângeri de lichiditate și un consum de subzistență.

Tabelul 4 - Determinanții economisirii private

Categoria variabilei	Variabila	Semnul teoretic așteptat	Semnul estimat în studii empirice
<i>Persistenta</i>	Economisirea din perioada anterioară	ambiguu	+
<i>Venitul</i>	Nivelul veniturii	0 sau +	+
	Creșterea economică	Ambiguu	Ambiguu
	PIB pe locuitor	0 sau +	0 sau +
	Creșterea PIB pe locuitor	Ambiguu	+
	Terms of trade	0 sau +	+
<i>Rata rentabilității</i>	Rata dobânzii	Ambiguu	0 sau +
<i>Incertitudinea</i>	Inflația	Ambiguu	-
	Șomajul	+	Ambiguu
	Stabilitatea politică	+	+
<i>Accesul la finanțare</i>	Creditul privat	-	-
	Capitalizarea bursiera	-	-
	Deschiderea contului de capital	-	-
	Deficitul de cont curent	-	-
<i>Politica fiscal-bugetara</i>	Deficitul bugetar	-	-
	Economisirea publică	-	-
	Consumul guvernamental	Ambiguu	-
<i>Factori demografici</i>	Rata de dependență	-	-
	Rata de dependență – populația bătrână	-	-
	Rata de dependență – populația tânără	-	-

4.2 Datele și metodologia

În estimări au fost folosite date de tip panel care acoperă perioada 1980-2009¹¹ pentru 60 de țări dezvoltate și emergente, grupate în următoarele categorii:

¹¹ Pentru unele țări datele încep în 1990 sau 1995.

- *Țări dezvoltate:* Australia, Austria, Belgia, Canada, Danemarca, Finlanda, Franța, Germania, Grecia, Islanda, Irlanda, Italia, Japonia, Olanda, Noua Zeelanda, Norvegia, Portugalia, Spania, Suedia, Marea Britanie, SUA.
- *Europa Centrală și de Est:* Bulgaria, Croația, Cehia, Estonia, Ungaria, Letonia, Lituania, Polonia, România, Slovacia, Slovenia, Turcia.
- *Asia emergentă:* China, India, Indonezia, Malaiezia, Pakistan, Filipine, Tailanda, Vietnam.
- *America Latină:* Argentina, Bolivia, Brazilia, Chile, Columbia, Ecuador, El Salvador, Mexic, Panama, Paraguay, Peru, Uruguay, Venezuela.
- *Alte țări emergente:* Egipt, Maroc, Tunisia, Africa de Sud.

Sursa datelor este Fondul Monetar Internațional, Banca Mondială, Națiunile Unite, Eurostat, respectiv institutele naționale de statistică.

Seriile de date statistice folosite sunt următoarele:

- Rata economisirii private – *SPR* – economisirea brută privată raportată la produsul intern brut;
- Terms of trade – *TOT* – definit ca raportul între indicele de preț al exporturilor și indicele de preț al importurilor – variabila este folosită ca variație anuală în procente;
- Creditul intern acordat sectorului privat ca procent din PIB - *CRED*;
- Deficitul bugetar ca procent din PIB - *DEF*;
- Deficitul de cont curent ca procent din PIB - *CA*;
- Rata de dependență a populației – *DEP* – calculată ca raport între populația cu vârsta între 0-15 ani și cea de peste 65 de ani și populația activă (cu vârsta între 15-65 ani);
- Rata de dependență a populației bătrâne – *DOLD* – calculată ca raport între populația cu vârsta peste 65 de ani și populația activă (cu vârsta între 15-65 ani);
- Rata de dependență a populației tinere – *DYOUNG* – calculată ca raport între populația cu vârsta între 0-15 ani și populația activă (cu vârsta între 15-65 ani);
- Consumul guvernamental ca procent din PIB – *GCONS*;
- Creșterea PIB pe locuitor - *GPCG*;
- Creșterea reală a PIB – *GROWTH*;
- Economisirea guvernamentală ca procent din PIB – *GSAV*;
- Rata inflației anuale – *INFL*;

- Gradul de deschidere a contului de capital – *KOPEN*; sursa datelor este Chinn și Ito (2008);
- Capitalizarea bursieră ca procent din PIB – *MCAP*;

Din punct de vedere metodologic, estimările au fost efectuate utilizând atât metoda celor mai mici pătrate (OLS) cât și Metoda Generalizată a Momentelor (GMM). Din motive de spațiu, sunt prezentate doar rezultatele aferente GMM (tabelul 6).

Tabelul 5 – Indicatori statistici ai seriilor de date utilizate

	Economisirea brută în sectorul privat (% din PIB)	Rata de dependență a populației (%)	Deficitul bugetar (% din PIB)	Creșterea economică (%)	Creșterea PIB per capita (%)	Rata inflației (%)	Terms of trade (modificare față de anul anterior (%))	Creditul către sectorul privat (% din PIB)	Capitalizarea bursiera (% din PIB)	Gradul de deschidere al contului de capital
Medie	19.14	15.12	-2.46	3.16	2.01	45.64	0.01	69.19	45.55	0.57
Mediana	19.10	16.28	-2.42	3.45	2.36	6.08	0.00	51.25	30.59	0.45
Max	49.82	33.92	19.26	21.18	16.24	11749.64	2.11	386.16	328.88	2.50
Min	-10.29	3.65	-25.40	-34.86	-31.34	-9.63	-0.56	7.17	0.02	-1.83
Deviația standard	6.59	7.00	3.89	4.04	4.16	388.98	0.11	55.27	45.93	1.62
Număr observații	1716	1770	1493	2083	1731	1660	1763	1492	1179	1613
Număr de țări	60	59	60	60	60	59	60	60	60	60

4.3 Rezultate empirice

Rezultatele empirice arată următoarele:

- Persistența este un factor determinant important pentru economisirea privată. Mărimea coeficientului variabilei din perioada anterioară arată un nivel semnificativ statistic și relativ ridicat de persistență a economisirii. Existența unor obiceiuri stabile de consum determină un comportament persistent al economisirii.
- Rata de dependență a populației afectează în mod negativ rata economisirii. La o creștere a dependenței populației cu 10 puncte procentuale, rata economisirii private scade cu 1% până la 2.4% din PIB, în funcție de modelul luat în considerare (tabelul 6). Îmbătrânirea populației este un determinant fundamental pentru evoluția economisirii și are un efect dramatic asupra economisirii în viitor, date fiind proiecțiile demografice negative.
- O creștere a deficitului bugetar conduce la creșterea economisirii private. O creștere de 1 punct procentual din PIB a deficitului bugetar conduce la creștere cu circa 0.2 puncte procentuale din PIB a economisirii private. Întrucât elasticitatea este mai mică decât 1, echivalența Ricardiană completă este respinsă. În plus, conform rezultatelor obținute, consolidarea fiscală (reducerea deficitului bugetar) conduce la creșterea economisirii interne totale (publice și private), întrucât creșterea economisirii publice rezultate din consolidarea fiscală nu este compensată decât în mică măsură de scăderea economisirii în mediul privat. Rezultatul este similar cu cel obținut în alte lucrări din literatura de specialitate (Ferrucci și Miralles, 2007, sau Haque, 1999).
- Creșterea economică are un impact negativ asupra economisirii private, ceea ce poate fi explicat prin faptul că agenții interpretează creșterea de venit ca fiind permanentă și că veniturile lor vor crește în viitor și doresc să anticipeze măcar parțial aceste venituri din viitor printr-un consum mai mare în prezent, cu impact negativ asupra economisirii. Pe de altă parte, creșterea PIB pe locuitor are un impact pozitiv asupra economisirii.
- Inflația este negativ corelată cu economisirea, stabilizarea inflației având un efect pozitiv asupra economisirii private.

- Un șoc pozitiv în „terms of trade” conduce la creșterea economisirii, validând astfel existența efectului Harberger-Laursen-Metzler.
- Dezvoltarea pieței financiare, aproximată prin ponderea creditului acordat sectorului privat în PIB are un efect negativ asupra economisirii, așa cum sugerează și teoria. Au mai fost încercate două variabile care măsoară accesul la finanțare – capitalizarea bursieră și liberalizarea contului de capital (indicele Ito-Chinn), însă coeficienții celor două variabile, deși au semnul așteptat conform teoriei, nu au semnificație din punct de vedere statistic.

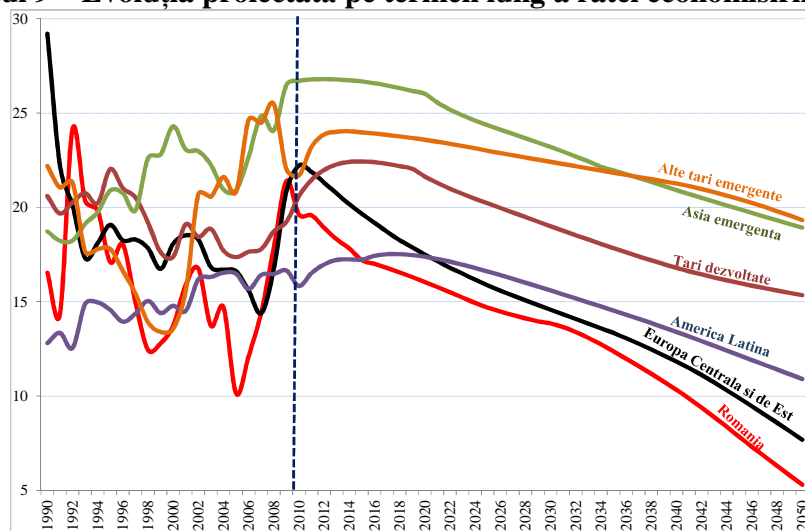
Tabelul 6 – Rezultatele modelelor estimate prin GMM

Variabila	Model 1			Model 2			Model 3			Model 4		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	8.481	5.74	0.00	8.577	5.8	0.00	9.687	6.0	0.00	9.4277	5.8	0.00
SPR(-1)	0.678	28.50	0.00	0.672	28.1	0.00	0.707	26.6	0.00	0.7115	26.5	0.00
DOLD	-0.114	-1.44	0.15	-0.108	-1.4	0.17	-0.231	-2.5	0.01	-0.2363	-2.5	0.01
DEF	-0.247	-6.79	0.00	-0.244	-6.7	0.00	-0.197	-5.0	0.00	-0.1959	-4.9	0.00
GROWTH	-0.085	-2.72	0.01	-0.296	-3.2	0.00	-0.400	-4.4	0.00	-0.0607	-1.8	0.08
INFL	-0.001	-4.68	0.00	-0.001	-4.6	0.00	-0.006	-2.4	0.02	-0.0064	-2.7	0.01
TOT	9.338	6.79	0.00	9.097	6.6	0.00	8.200	5.4	0.00	8.6822	5.7	0.00
CRED	-0.009	-2.33	0.02	-0.008	-2.1	0.04	0.000	-1.5	0.13	-0.0002	-1.4	0.16
GPCG				0.224	2.4	0.01	0.365	4.0	0.00			
MCAP							-0.003	-0.8	0.42	-0.0032	-0.7	0.46
KOPEN							-0.033	-0.2	0.81	-0.0387	-0.3	0.77
<i>Eșantion</i>												
	<i>1981-2009</i>			<i>1981-2009</i>			<i>1988-2009</i>			<i>1988-2009</i>		
<i>Nr țări</i>	58			58			58			58		
<i>Nr total observații</i>	955			955			816			816		
<i>R-squared</i>	0.85			0.85			0.88			0.88		
<i>Wald test of joint significance (p-value)</i>	0.00			0.00			0.00			0.00		
<i>Sargan test (p-value)</i>	0.42			0.54			0.34			0.37		

4.4 Evoluția economisirii pe termen lung

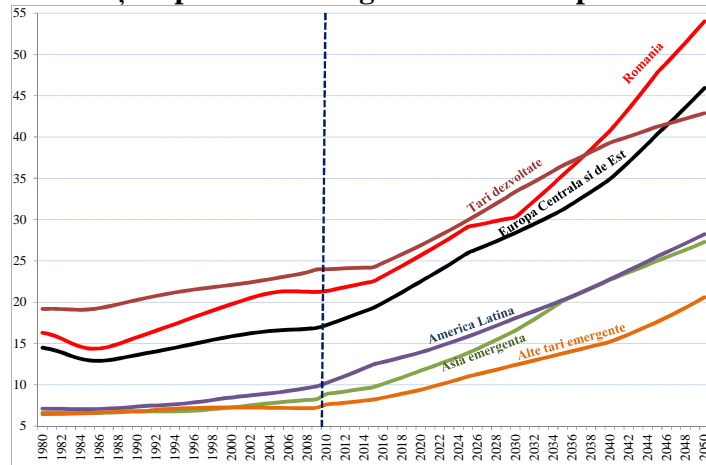
Pe baza relațiilor estimate pentru determinanții economisirii, am proiectat evoluția pe termen lung a acesteia în funcție de evoluția previzibilă a factorilor explicativi. Am urmărit în principal să vedem care ar putea fi evoluția pe termen lung a economisirii private ca urmare a două șocuri structurale care sunt extrem de previzibile: îmbătrânirea populației și procesul de convergență a țărilor emergente către cele dezvoltate, în principal la nivel de intermediere financiară (creditul către sectorul privat ca procent din PIB). Am vrut să surprindem mai degrabă tendințele posibile de evoluție la nivelul economisirii private.

Graficul 9 – Evoluția proiectată pe termen lung a ratei economisirii private



Proiecțiile pe termen lung ale ratelor de dependență a populației au fost preluate din estimările EUROSTAT și cele ale Națiunilor Unite (graficul 10). Date fiind evoluțiile previzibile ale factorilor explicativi, pe baza modelelor estimate în cadrul lucrării, evoluția ratei economisirii private pe termen lung este prezentată în graficul 9. După cum se poate observa, tendința pe termen lung este una de scădere a economisirii private în toate țările, în primul rând ca urmare a procesului de îmbătrânire a populației.

Graficul 10 – Proiecțiile pe termen lung a ratelor de dependenta a populației*

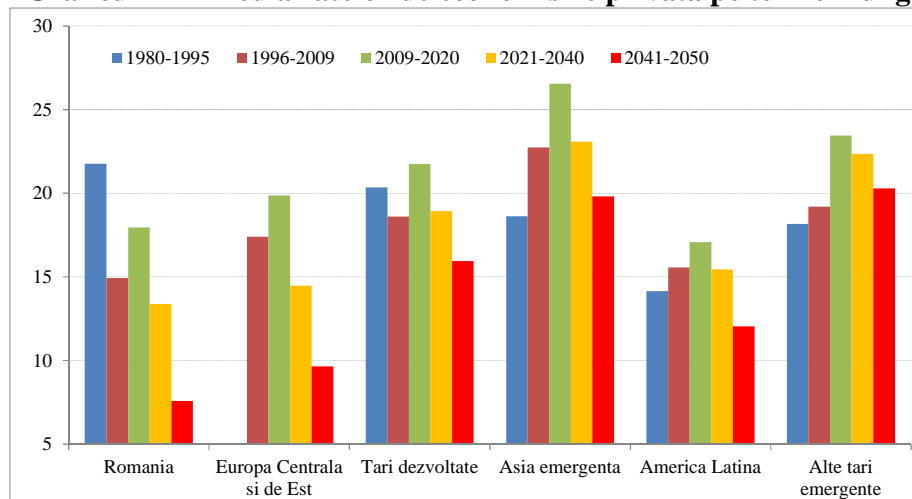


Sursa: Eurostat, Națiunile Unite

*Raportul dintre populația peste 65 de ani și populația cu vârsta între 15-65 ani

După cum se poate observa din graficul 9 și graficul 11, tendința de reducere a economisirii private pe termen lung este mai pronunțată în România decât în celelalte țări din Europa Centrală și de Est, în primul rând datorită unor factori demografici mai defavorabili – populația României este previzionată să îmbătrânească mai rapid decât în celelalte state din Europa Centrală și de Est.

Graficul 11 – Media ratelor de economisire privată pe termen lung



5. Concluzii

Lucrarea de față a analizat problematica economisirii în România dintr-o perspectivă agregată, de conturi naționale. Analiza economisirii a pornit de la definirea acesteia în contabilitatea conturilor naționale și a fost dezvoltată pe sectoare instituționale, cu accent pe sectorul companiilor nefinanciare și sectorul populației. În plus, lucrarea a analizat determinanții economisirii, estimând relații cantitative între economisire și factorii săi explicativi.

Rata economisirii s-a ajustat semnificativ în România în faza inițială a tranziției, aceasta fiind de fapt o caracteristică comună țărilor din Europa Centrală și de Est, și a avut ulterior o evoluție volatilă. Lucrarea a scos în evidență faptul că nivelul mediu al economisirii în România a fost unul redus în perioada tranziției în comparație cu celelalte state din Europa Centrală și de Est, doar Bulgaria și Lituania având în această perioadă o rată a economisirii mai reduse.

Pe principalele sectoare instituționale, economisirea brută din România a fost una relativ dezechilibrată în perioada 1990-2009, cea mai mare parte a economisirii fiind generată de sectorul companiilor nefinanciare, iar gospodăriile populației fie au economisit foarte puțin, fie au avut, în medie, chiar o economisire negativă în anumite perioade. Au fost două perioade în care economisirea populației a fost puternic negativă: 1998-1999 și 2002-2008, aceste perioade precedând crize de balanță de plăți externe și un proces de ajustare foarte dureros pentru cererea agregată și pentru economie în ansamblu. Perioada 2002-2008 a fost una în care, pe fondul unei economisiri negative a populației (consum mai mare decât venitul disponibil), gradul de îndatorare a populației a crescut foarte rapid.

Lucrarea evidențiază și faptul că sectorul companiilor nefinanciare și-a acoperit în perioada 1998-2009 necesarul net de finanțare într-o proporție mai ridicată prin autofinanțare decât prin credite. Situația a fost una similară cu cea din Bulgaria, companiile nefinanciare din restul țărilor din Europa Centrală și de Est apelând într-o proporție mai ridicată la finanțare externă.

În ceea ce privește populația, în lucrare se arată că ritmul anual de creștere al averii financiare nete a acesteia s-a diminuat continuu în ultimii 10 ani, înregistrând chiar valori negative începând cu 2006 ca urmare a unui ritm alert de îndatorare. În aceste condiții, începând cu anul 2007 populația s-a transformat dintr-un furnizor net de resurse pentru sectorul bancar

într-un debitor net, situație care s-a accentuat până la debutul crizei financiare și economice globale.

În majoritatea țărilor analizate în cadrul lucrării, economisirea populației s-a reflectat în special într-o creștere a deținerilor de numerar și depozite. În schimb, în România și Bulgaria, economisirea a alimentat în special deținerile de acțiuni și alte participații, formate preponderent din acțiuni necotate și ilichide.

Structura activelor lichide ale populației în funcție de valuta în care se economisește depinde în principal de încrederea pe care populația o are în moneda națională. În ultimii 10 ani încrederea populației în moneda națională ca mijloc de economisire și acumulare a crescut în țări precum Republica Cehă, Polonia sau Ungaria, în timp ce în România, Bulgaria, Lituania sau Letonia încrederea a rămas neschimbată sau chiar a scăzut.

Lucrarea a estimat și relații cantitative între economisire și factorii ei fundamentali. Astfel, s-a scos în evidență faptul ca persistența este un factor determinant important pentru economisirea privată și rata de dependență a populației afectează puternic negativ rata economisirii. Îmbătrânirea populației este un determinant fundamental pentru evoluția economisirii și are un efect dramatic asupra economisirii în viitor, date fiind proiecțiile demografice negative. Conform rezultatelor obținute, consolidarea fiscală (reducerea deficitului bugetar) conduce la creșterea economisirii interne totale (publice și private). Creșterea economică are un impact negativ asupra economisirii private, ceea ce poate fi explicat prin faptul că agenții interpretează creșterea de venit ca fiind permanentă și că veniturile lor vor crește în viitor și doresc să anticipeze măcar parțial aceste venituri din viitor printr-un consum mai mare în prezent, cu impact negativ asupra economisirii. Pe de altă parte, creșterea PIB pe locuitor are un impact pozitiv asupra economisirii. De asemenea, lucrarea scoate în evidență faptul că stabilizarea inflației are un efect pozitiv asupra economisirii private, iar un șoc pozitiv în „terms of trade” conduce la creșterea economisirii. Nu în ultimul rând, dezvoltarea pieței financiare are un efect negativ asupra economisirii.

Pe baza relațiilor estimate pentru determinanții economisirii, în cadrul lucrării s-a arătat că tendința pe termen lung este una de scădere a economisirii private în marea majoritate a țărilor, în primul rând ca urmare a procesului de îmbătrânire a populației. Tendința de reducere a economisirii private pe termen lung este mai pronunțată în România decât în celelalte țări din Europa Centrală și de Est, în primul rând datorită unor factori demografici mai defavorabili.

Conform rezultatelor obținute în cadrul lucrării, pentru a stimula economisirea privată pe termen lung, politicile publice trebuie îndreptate în primul rând către atenuarea efectelor procesului de îmbătrânire a populației, prin politici demografice adecvate. În al doilea rând, reducerea și stabilizarea inflației și a deficitului bugetar printr-un mix de politici macroeconomice adecvat vor avea un impact pozitiv asupra ratei economisirii private pe termen mediu și lung. În plus, lucrarea a scos în evidență și faptul că rata economisirii a fost asociată negativ cu creșterea economică (implicit a veniturilor), populația considerând creșterile rapide de venituri ca fiind permanente și a consumat venitul suplimentar obținut și și-a redus economisirea. Prin urmare, o politică de venituri sustenabilă, cu creșteri de venituri cuplate la creșterile de productivitate, poate conduce la evitarea unei percepții greșite privind caracterul permanent sau temporar al unor creșteri de venituri. În final, creșterile de venituri pot fi percepute în mod corect ca fiind temporare sau permanente și populația își va adapta în consecință în mod corect comportamentul de consum și de economisire.

Dacă economisirea internă în România nu va crește în anii următori, în special în zona populației, care a înregistrat o economisire foarte redusă în anii anteriori, pentru a acoperi necesarul ridicat de investiții din economie va trebui apelat în continuare masiv la economisire externă, la intrări majore de capitaluri din străinătate. Dependența ridicată de capitaluri din străinătate are însă vulnerabilitati majore. Ea conduce la o senzitivitate crescută a economiei la modificările în percepția investitorilor pe piețele globale și la fluxurile și refluxurile capitalurilor.

Creșterea îndatorării populației și, în special un serviciu al datoriei ridicat, combinat cu active financiare reduse, ilichide și slab diversificate, conduc la o senzitivitate crescută a sectorul gospodăriilor populației din România la modificarea ratei dobânzii, a venitului disponibil sau a prețului activelor imobiliare. Senzitivitatea bilanțurilor gospodăriilor populației la modificarea ratei dobânzii, dar mai ales senzitivitatea la modificarea cursului de schimb generată de expunerile în valută neacoperite la riscul valutar, constituie constrângeri importante pentru banca centrală în formularea politicii monetare și de curs de schimb.

Un serviciu al datoriei mai ridicat pentru populație expune și la riscul de creștere a șomajului. În plus, activele financiare reduse ale populației semnifică că populația are o plasă de siguranță redusă în caz de producere a unor șocuri. În cazul unor șocuri pe venitul disponibil, populația va fi forțată să își ajusteze consumul sau să vândă active relativ ilichide (cum ar fi proprietăți imobiliare) acceptând potențiale pierderi. În mod similar, dominanța activelor

imobiliare în bilanțurile populației face averea netă a populației mai vulnerabilă la scăderi în prețul acestora decât în cazul în care activele ar fi mai diversificate.

Pe măsură ce economia apelează într-un grad mai ridicat la intrări de capitaluri din străinătate (economisire externă) ea devine mai expusă la modificarea percepției și preferinței investitorilor străini care furnizează acele fonduri. Finanțarea deficitului de cont curent înainte de 2008 a fost una relativ ușoară, chiar dacă acesta a crescut foarte rapid la nivele nesustenabile, în condițiile unei abundențe de capitaluri pe piețele internaționale și a unui sentiment pozitiv în piețele globale. Când sentimentul global s-a schimbat pe fondul declanșării crizei economice și financiare globale, finanțarea deficitului de cont curent la nivelele nesustenabile pe care le atinsese nu a mai fost posibilă. În acest context în care fluxurile private de capital din străinătate au fost întrerupte, ajustarea brutală a deficitului de cont curent și în final a economiei a devenit inevitabilă. O economisire internă mai ridicată poate reduce aceste vulnerabilități.

Bibliografie

Aghion, Philippe, Diego Comin, Peter Howitt and Isabel Tecu, “When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?” Harvard Business School Working Paper No. 09080 (January 2009).

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

Asian Development Bank (2009), “Rebalancing Asia’s Growth,” in Asian Development Bank ed., *Asian Development Outlook 2009* (Manila, Asian Development Bank)

Attanasio, Orazio P., Picci Lucio, Scorcu, Antonello E., “Saving, Growth, and Investment: A Macroeconomic Analysis Using a Panel of Countries.” *The Review of Economics and Statistics* 82, 2: 182-211, 2000.

Bosworth, Barry, and Chodorow-Reich, Gabriel (2007), “Saving and Demographic Change: The Global Dimension,” CRR WP 2007-02, Center for Retirement Research.

Callen, Tim, Thimann, Christian, “Empirical Determinants of Household Saving, Evidence from OECD Countries.” Working Paper No. 97/181. Washington DC: IMF, December 1997.

Chinn, M. D., and Prasad, E. S. (2003), “Medium-term Determinants of Current Account in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration,” *Journal of International Economics*, vol. 59, no. 1, pp. 47-76.

Copaciu, M., Mihaescu, F., “Trăsături ale economisirii populației în România”, Simpozionul “Aspecte ale procesului de economisire în România”, Banca Națională a României, 9 septembrie 2009.

Denizer, Cevdet, Wolf, Holger C., “The Saving Collapse during the Transition in Eastern Europe.” Working Paper No. 2419. Washington DC: The World Bank, August 2000.

Denizer, Cevdet, Wolf, Holger C., Ying, Yvonne, “Household Savings in Transition Economies.” Working Paper No. 2299. Washington DC: The World Bank, March 2000.

Dijmarescu, E., “Economisirea – bază a repornirii creditării”, Romanian Banking Forum, 24 noiembrie 2010

Dijmarescu, E., “Economisirea în timp de criză”, Seminarul EU-COFILE “Efectele crizei economico-financiare în România”, 9 decembrie 2009.

Dumitru, I., Dumitru, I., 2009. "An Assessment of the Current Account Sustainability in Romania – An Inter-temporal Perspective," Journal for Economic Forecasting, Institute for Economic Forecasting, vol. 6(2), pages 23-41, June.

Dynan, Karen, Wendy Edelberg and Michael Palumbo, “The Effects of Population Aging on the Relationship between Aggregate Consumption, Saving,” AEA Papers and Proceedings (2008).

Feldstein, Martin, Horioka, Charles, “Domestic Savings and International Capital Flows.” The Economic Journal 90, 6:314–329, June 1980.

Horioka, Charles Yuji, and Yin, Ting (2010), “A Panel Analysis of the Determinants of Household Saving in the OECD Countries: The Substitutability of Social Safety Nets and Credit Availability,” mimeo, Institute of Social and Economic Research, Osaka University, Osaka, Japan.

Isărescu, M., “Analiza contului curent din perspectiva diferenței dintre economii și investiții”, Simpozionul “Activitatea Aspecte ale procesului de economisire în România”, Banca Națională a României, 9 septembrie 2009.

Kim, Soyoung, and Lee, Jong-Wha (2008), “Demographic Changes, Saving, and Current Account: An Analysis based on a Panel VAR Model,” *Japan and the World Economy*, vol. 20, no. 2 (March), pp. 236-256.

Loayza, Norman, Schmidt-Hebbel, Klaus, Servén, Luis, “What Drives Private Saving Around the World?” Saving Across the World Project, Washington DC: The World Bank, May 2000.

Masson, Paul R., Bayoumi, Tamin A., Samiei, Hossein, “Saving Behavior in Industrial and Developing Countries.” IMF manuscript, Washington DC: IMF, 1995.

Modigliani, Franco (1970), “The Life-cycle Hypothesis and Intercountry Differences in the Saving Ratio,” in W. A. Eltis, M. FG. Scott, and J. N. Wolfe, eds., *Induction, Growth, and Trade: Essays in Honour of Sir Roy Harrod* (Oxford: Oxford University Press). pp. 197–225.

Neagu, F., „Impactul economisirii asupra sistemului financiar-bancar”, Simpozionul “Activitatea Aspecte ale procesului de economisire în România”, Banca Națională a României, 9 septembrie 2009.

Ozcan, Kivilcim Metin, Asli Gunay, and Seda Ertac, “Determinants of Private Saving Behavior in Turkey,” *Applied Economics*, 35, 1405-1416 (2003).

Rodrik, Dani, “Saving Transitions.” *The World Bank Economic Review* 14, 3:481-507, 2000.

Schultz, T. Paul, “Demographic Determinants of Saving: Estimating and Interpreting the Aggregate Association in Asia,” Yale University Economic Growth Center Discussion paper No. 910 (December 2004).