

IMPACTUL POLITICII FISCALE ASUPRA CLIMATULUI INVESTIȚIONAL DIN ROMÂNIA: EVIDENȚE EMPIRICE PRIVIND INVESTIȚIILE DIRECTE STRĂINE, DINAMICA FIRMELOR ȘI PIAȚA DE CAPITAL

THE IMPACT OF TAX POLICY ON THE INVESTMENT CLIMATE IN ROMANIA: EMPIRICAL EVIDENCE ON FOREIGN DIRECT INVESTMENT, COMPANY DYNAMICS AND THE CAPITAL MARKET

ZLATE Gina-Elena

Academia de Studii Economice din București, România

E-mail: gina.zlate@gmail.com

Abstract. Acest studiu analizează impactul politicii fiscale asupra climatului investițional din România, adoptând o abordare integrată care include investițiile directe străine, dinamica mediului antreprenorial și evoluția pieței de capital. Cercetarea utilizează date anuale pentru perioada 2015–2024 și propune o analiză econometrică de tip ARDL pentru a investiga relațiile dintre presiunea fiscală, deficitul bugetar și principalii indicatori macroeconomici.

Rezultatele preliminare sugerează că politica fiscală influențează climatul investițional prin multiple canale. Pe de o parte, nivelul fiscalității și dezechilibrele bugetare sunt asociate cu variații ale fluxurilor de investiții directe străine. Pe de altă parte, mediul antreprenorial, reflectat prin numărul firmelor nou-înființate și al celor închise, evidențiază o sensibilitate ridicată la condițiile fiscale și macroeconomice. În același timp, evoluția indicelui BET indică faptul că percepția investitorilor este influențată de stabilitatea fiscală și de dinamica economică.

Contribuția studiului constă în integrarea acestor trei dimensiuni într-un cadru unitar de analiză a climatului investițional. Validarea relațiilor identificate va fi realizată prin estimarea modelului econometric, oferind implicații relevante pentru formularea politicilor fiscale orientate spre stimularea investițiilor și susținerea mediului de afaceri.

Cuvinte cheie: politică fiscală; climat investițional; investiții directe străine; mediu antreprenorial; firme nou-înființate; firme închise; piață de capital; indice BET; model ARDL; România

Clasificare JEL: G32, G38

Introducere

În contextul globalizării economice și al intensificării competiției pentru atragerea capitalului, politica fiscală a devenit un instrument esențial în configurarea climatului investițional al unei economii. Pentru economiile emergente, precum România, capacitatea de a atrage investiții și de a susține dezvoltarea mediului de afaceri depinde în mod semnificativ de stabilitatea și eficiența politicilor fiscale adoptate.

Investițiile directe străine (ISD) reprezintă o sursă importantă de capital, transfer tehnologic și know-how, contribuind la creșterea productivității și la integrarea în lanțurile economice globale (Borensztein, De Gregorio & Lee, 1998). În același timp, dinamica mediului antreprenorial, reflectată prin numărul firmelor nou-înființate și al celor închise, constituie un indicator relevant al sănătății economiei și al atractivității mediului de afaceri (Klapper, Laeven & Rajan, 2006).

Politica fiscală influențează aceste dimensiuni prin mai multe mecanisme. Pe de o parte, nivelul impozitării afectează direct rentabilitatea investițiilor și deciziile agenților economici (Djankov et al., 2010). Pe de altă parte, structura cheltuielilor publice poate genera efecte stimulative asupra investițiilor, în special atunci când acestea sunt orientate către infrastructură și capital uman (Aschauer, 1989).

În același timp, dezechilibrele fiscale, precum deficitele bugetare persistente și nivelurile ridicate ale datoriei publice, pot genera incertitudine macroeconomică și pot afecta percepția de risc a investitorilor (Alesina & Perotti, 1997). Stabilitatea fiscală și predictibilitatea cadrului legislativ sunt factori esențiali pentru atragerea investițiilor, în special în economiile emergente (Busse & Hefeker, 2007).

În cazul României, evoluția politicii fiscale în ultimele două decenii a fost caracterizată de schimbări frecvente și de alternanța între politici expansioniste și de consolidare fiscală. Aceste evoluții au avut implicații directe asupra mediului investițional și asupra comportamentului antreprenorial.

În acest context, obiectivul principal al prezentului studiu este de a analiza impactul politicii fiscale asupra climatului investițional din România, utilizând o abordare econometrică bazată pe modelul ARDL. Lucrarea își propune să evidențieze relațiile dintre variabilele fiscale și investițiile directe străine, precum și efectele asupra dinamicii mediului de afaceri.

În plus, piața de capital reprezintă o dimensiune importantă a climatului investițional, reflectând percepțiile și așteptările investitorilor asupra evoluției economiei. În acest sens, evoluția indicelui BET, principalul indice al Bursei de Valori București, oferă informații relevante privind nivelul de încredere al investitorilor și reacția acestora la modificările politicii fiscale și ale condițiilor macroeconomice.

Prezentul studiu își propune să răspundă la următoarea întrebare de cercetare:

„În ce măsură politica fiscală influențează climatul investițional din România, prin impactul asupra investițiilor directe străine, mediului antreprenorial și percepției investitorilor reflectate de piața de capital?”

Pentru a răspunde acestei întrebări, lucrarea urmărește următoarele obiective:

1. Analiza impactului politicii fiscale asupra investițiilor directe străine (FDI);
2. Evaluarea efectelor politicii fiscale asupra mediului antreprenorial, reflectat prin dinamica firmelor nou-înființate și a celor închise;
3. Analiza influenței politicii fiscale asupra percepției investitorilor, surprinsă prin evoluția indicelui BET;
4. Determinarea rolului condițiilor macroeconomice (GDPG, INF) în relația dintre politica fiscală și climatul investițional.

Principalele elemente teoretice

Literatura economică oferă perspective variate asupra relației dintre politica fiscală și investiții, evidențiind atât efecte pozitive, cât și negative ale intervenției statului.

Un concept central în această literatură este efectul de **crowding-out**, conform căruia creșterea cheltuielilor publice sau a deficitului bugetar poate reduce investițiile private prin creșterea ratelor dobânzii și a costului capitalului (Blanchard & Perotti, 2002). În acest context, finanțarea deficitului public poate limita accesul sectorului privat la resurse financiare.

În contrast, teoria **crowding-in** sugerează că investițiile publice, în special cele în infrastructură, pot stimula investițiile private prin creșterea productivității și reducerea costurilor de producție (Aschauer, 1989). Impactul net al politicii fiscale depinde astfel de structura și eficiența cheltuielilor publice.

În ceea ce privește investițiile directe străine, literatura evidențiază rolul determinant al fiscalității în atragerea capitalului. Studiile arată că ratele mai ridicate ale impozitării pot descuraja investițiile străine, în timp ce regimurile fiscale stabile și predictibile contribuie la creșterea fluxurilor de ISD (De Mooij & Ederveen, 2003; Djankov et al., 2010).

De asemenea, stabilitatea macroeconomică este un factor esențial în deciziile investiționale. Inflația, volatilitatea economică și dezechilibrele fiscale pot reduce încrederea investitorilor și pot afecta negativ fluxurile de capital (Alesina & Perotti, 1997; Busse & Hefeker, 2007).

În ceea ce privește mediul antreprenorial, cercetările indică faptul că fiscalitatea și reglementările influențează semnificativ deciziile de intrare și ieșire de pe piață. O povară fiscală ridicată și un cadru legislativ instabil pot descuraja inițiativa antreprenorială și pot contribui la creșterea numărului firmelor închise (Klapper et al., 2006).

Pentru economiile din Europa Centrală și de Est, inclusiv România, literatura evidențiază un rol important al politicii fiscale în determinarea investițiilor și creșterii economice. Tranziția economică, integrarea în Uniunea Europeană și volatilitatea politicilor economice amplifică importanța stabilității fiscale (Campos & Coricelli, 2002).

În cazul României, studiile empirice sugerează că instabilitatea fiscală și modificările frecvente ale legislației pot afecta negativ climatul investițional. În același timp, investițiile publice eficiente și accesul la fonduri europene pot avea efecte pozitive asupra dezvoltării economice și asupra investițiilor private.

În concluzie, literatura de specialitate indică faptul că impactul politicii fiscale asupra investițiilor și mediului de afaceri este complex și depinde de interacțiunea dintre fiscalitate, stabilitate macroeconomică și calitatea instituțiilor. Acest cadru justifică necesitatea unei analize empirice aplicate pentru România.

Pe lângă investițiile directe străine și dinamica mediului antreprenorial, piața de capital reprezintă un indicator esențial al climatului investițional. În acest context, Bursa de Valori București reflectă percepțiile investitorilor asupra stabilității economice, a performanței companiilor și a riscurilor macroeconomice.

Indicele principal al pieței, BET, sintetizează evoluția celor mai lichide companii listate și este frecvent utilizat ca indicator al încrederii investitorilor. Literatura economică evidențiază faptul că piețele de capital reacționează rapid la modificările politicii fiscale, întrucât acestea influențează profitabilitatea firmelor, nivelul impozitării și așteptările privind evoluția economică.

Studiile recente subliniază că stabilitatea fiscală și predictibilitatea politicilor economice contribuie la dezvoltarea piețelor financiare, în timp ce incertitudinea fiscală și dezechilibrele bugetare pot genera volatilitate și pot reduce încrederea investitorilor. Astfel, piața de capital poate fi interpretată ca un mecanism de transmisie și evaluare a impactului politicii fiscale asupra economiei, completând analiza bazată pe investiții directe și dinamica firmelor.

Metodologia cercetării

Prezentul studiu utilizează o abordare cantitativă, având ca obiectiv analiza impactului politicii fiscale asupra climatului investițional din România. Analiza vizează investigarea relațiilor dintre variabilele fiscale și trei dimensiuni esențiale ale climatului investițional: investițiile directe străine, dinamica mediului antreprenorial și percepția investitorilor reflectată de piața de capital.

Cercetarea se bazează pe serii de timp anuale pentru România, aferente perioadei 2015–2024, perioadă care permite surprinderea unor etape economice relevante, inclusiv contextul pandemic și evoluțiile macroeconomice recente.

Datele utilizate provin din surse oficiale și recunoscute la nivel internațional, asigurând comparabilitatea și acuratețea acestora. Indicatorii fiscali și macroeconomici sunt preluați de la Eurostat, în timp ce datele privind investițiile directe străine și inflația sunt obținute din baza de date a World Bank. Evoluția pieței de capital este analizată prin intermediul indicelui BET, reprezentativ pentru Bursa de Valori București. Dinamica mediului antreprenorial este surprinsă prin indicatori privind numărul firmelor nou-înființate și al celor închise.

Definirea variabilelor

Variabila dependentă principală este reprezentată de investițiile directe străine (FDI), exprimate ca procent din PIB, utilizată ca indicator al atractivității investiționale a economiei.

Politica fiscală este surprinsă prin presiunea fiscală (TAX) și deficitul bugetar (DEF), care reflectă nivelul impozitării și stabilitatea finanțelor publice.

Pentru a controla influența contextului macroeconomic, sunt incluse variabile precum rata de creștere economică (GDPG) și inflația (INF).

Pentru o evaluare mai cuprinzătoare a climatului investițional, analiza include dinamica mediului antreprenorial, reflectată prin evoluția numărului firmelor nou-înființate (NEW FIRMS) și a firmelor închise (CLOSED FIRMS), precum și percepția investitorilor, surprinsă prin evoluția indicelui BET.

Definirea modelului matematic

Pentru analiza impactului politicii fiscale asupra climatului investițional din România, cercetarea pornește de la premisa că deciziile investiționale, dinamica mediului antreprenorial și

comportamentul pieței de capital nu sunt influențate exclusiv de o singură variabilă fiscală, ci de un ansamblu de factori fiscali și macroeconomici care acționează simultan. În acest sens, modelul matematic al studiului este construit în jurul relației dintre variabilele fiscale, reprezentate prin presiunea fiscală și deficitul bugetar, și principalele dimensiuni ale climatului investițional, respectiv investițiile directe străine, firmele nou-înființate, firmele închise și evoluția indicelui BET. Această abordare este în acord cu obiectivul articolului, care urmărește investigarea efectelor politicii fiscale asupra climatului investițional din România printr-o perspectivă multidimensională.

Forma generală a relației analizate poate fi exprimată astfel:

$$Y_t = f(TAX_t, DEF_t, GDPG_t, INF_t)$$

unde Y_t reprezintă indicatorul climatului investițional analizat la momentul t , iar variabilele explicative sunt reprezentate de presiunea fiscală (TAX_t), deficitul bugetar (DEF_t), rata de creștere economică ($GDPG_t$) și rata inflației (INF_t). Prin această specificare, modelul permite surprinderea atât a efectelor directe ale politicii fiscale, cât și a influenței exercitate de contextul macroeconomic general asupra comportamentului investițional.

Pornind de la această formă generală, studiul propune patru modele matematice distincte, corespunzătoare celor patru dimensiuni analizate ale climatului investițional. Primul model are ca variabilă dependentă investițiile directe străine, exprimate ca procent din PIB, și urmărește să evidențieze măsura în care fiscalitatea, deficitul bugetar, creșterea economică și inflația influențează atractivitatea României pentru capitalul străin. Al doilea model analizează dinamica firmelor nou-înființate, utilizată ca indicator al vitalității antreprenoriale și al capacității mediului economic de a genera inițiative noi de afaceri. Al treilea model are ca variabilă dependentă numărul firmelor închise, indicator care reflectă fragilitatea mediului de afaceri și presiunile economice asupra întreprinderilor existente. Al patrulea model introduce evoluția indicelui BET ca indicator al percepției investitorilor și al reacției pieței de capital la condițiile fiscale și macroeconomice.

Prin urmare, modelul matematic al cercetării permite analiza climatului investițional prin patru canale complementare: atragerea capitalului străin, dinamica inițiativei antreprenoriale, stabilitatea firmelor existente și comportamentul pieței de capital. Această structură oferă studiului un caracter integrat, deoarece politica fiscală nu este analizată izolat, ci în raport cu mai multe expresii concrete ale mediului investițional. Astfel, cercetarea depășește abordarea limitată la investițiile directe străine și propune o interpretare mai largă a modului în care deciziile fiscale pot influența economia reală și percepția investitorilor.

Specificarea modelului econometric (utilizarea modelului econometric de tip ARDL)

În vederea testării empirice a relațiilor identificate în cadrul modelului matematic, cercetarea utilizează modelul econometric de tip **AutoRegressive Distributed Lag (ARDL)**, care permite investigarea simultană a relațiilor pe termen scurt și pe termen lung dintre variabile. Alegerea acestei metodologii este justificată atât de caracteristicile datelor utilizate, cât și de obiectivele analizei.

Modelul ARDL este adecvat în situațiile în care variabilele incluse în analiză sunt integrate de ordin diferit, respectiv $I(0)$ și $I(1)$, fără a fi necesară ca toate seriile să fie staționare în același ordin. În contextul prezentei cercetări, testele de staționaritate evidențiază existența unui mix de variabile staționare și non-staționare, ceea ce confirmă relevanța utilizării acestei metode. În plus, modelul ARDL este considerat robust în cazul eșantioanelor de dimensiuni reduse, ceea ce îl face potrivit pentru analiza perioadei 2015–2024.

Forma generală a modelului ARDL utilizat în studiu poate fi exprimată astfel:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q_1} \beta_j TAX_{t-j} + \sum_{k=0}^{q_2} \gamma_k DEF_{t-k} + \sum_{l=0}^{q_3} \delta_l GDPG_{t-l} + \sum_{m=0}^{q_4} \theta_m INF_{t-m} + \varepsilon_t$$

unde Y_t reprezintă variabila dependentă, iar p, q_1, q_2, q_3, q_4 reprezintă lagurile asociate fiecărei variabile. Introducerea termenilor întârziați permite surprinderea efectelor dinamice ale variabilelor explicative asupra variabilei dependente, precum și identificarea relațiilor de ajustare în timp.

Aplicarea modelului ARDL în cadrul studiului presupune estimarea separată a celor patru relații definite anterior, corespunzătoare celor patru dimensiuni ale climatului investițional.

Prin această specificare, modelul ARDL permite captarea atât a efectelor contemporane, cât și a celor întârziate ale politicii fiscale și ale variabilelor macroeconomice asupra fiecărei dimensiuni a climatului investițional. Această caracteristică este esențială, întrucât efectele politicii fiscale nu se manifestă instantaneu, ci se propagă în timp, influențând treptat deciziile agenților economici.

Un avantaj major al modelului ARDL îl constituie posibilitatea testării existenței unei relații de echilibru pe termen lung între variabile, prin intermediul testului de tip bounds. În cazul identificării unei relații de cointegrare, modelul poate fi rescris sub forma unui **Error Correction Model (ECM)**, care evidențiază viteza de ajustare către echilibrul de lungă durată. Această etapă este esențială pentru interpretarea dinamicii relațiilor economice și pentru înțelegerea mecanismelor de transmisie ale politicii fiscale.

Specificarea modelului econometric pe baza metodologiei ARDL oferă un cadru analitic robust pentru investigarea impactului politicii fiscale asupra climatului investițional din România, permițând integrarea dimensiunilor multiple ale acestuia și analiza relațiilor dinamice dintre variabile.

Prezentarea seriilor de timp utilizate

Datele utilizate în cadrul cercetării evidențiază o evoluție complexă și dinamică a principalilor indicatori macroeconomici și fiscali din România în perioada 2015–2024, reflectând atât influența factorilor interni, cât și impactul șocurilor externe asupra climatului investițional. Analiza descriptivă a acestor indicatori permite conturarea unui cadru general de interpretare, necesar pentru înțelegerea relațiilor econometrice investigate ulterior.

Tabelul 1. Indicatori macroeconomici și fiscali utilizați în analiză (România, 2015–2024)

Anul	FDI	TAX	DEF	GDPC	INF	BET	FIRME NOI (NEW FIRMS)	FIRME ÎNCHISE (CLOSED FIRMS)
2015	2,427	35,4	-0,5	3,2	-0,59	7004,32	113167	94374
2016	3,374	32,3	-2,5	2,9	-1,54	7085,05	105982	109113
2017	2,833	31,0	-2,5	8,2	1,34	7753,74	136699	82295
2018	3,037	31,7	-2,8	5,4	4,63	7383,68	135532	80181
2019	2,945	31,9	-4,4	4,0	3,83	9977,30	134220	101601
2020	1,437	32,4	-9,3	-3,6	2,63	9805,60	109939	51715
2021	4,128	32,8	-7,2	5,6	5,05	13061,32	148294	66897
2022	3,886	34,4	-6,5	4,2	13,80	11663,53	152809	73639
2023	2,504	34,4	-6,6	2,3	10,40	15371,11	146297	71241
2024	1,871	34,2	-9,3	0,9	5,72	16720,75	124898	83012

În ansamblu, analiza descriptivă a datelor evidențiază faptul că perioada analizată este caracterizată de volatilitate și transformări semnificative, atât din perspectiva politicii fiscale, cât și a condițiilor macroeconomice. Aceste evoluții creează premisele pentru existența unor relații complexe între variabilele analizate, justificând necesitatea unei abordări econometrice capabile să surprindă atât efectele pe termen scurt, cât și pe cele pe termen lung.

Testarea staționarității seriilor de timp

Înainte de estimarea modelului econometric, este necesară verificarea proprietăților seriilor de timp utilizate în analiză, în special a staționarității acestora. Această etapă este esențială în cadrul analizei econometrice, întrucât utilizarea unor serii non-staționare poate conduce la rezultate eronate și relații spurioase. În același timp, alegerea metodologiei ARDL presupune existența unui mix de variabile integrate de ordin zero și unu, ceea ce face necesară identificarea ordinului de integrare pentru fiecare variabilă inclusă în model.

Pentru testarea staționarității, a fost utilizat testul **Augmented Dickey-Fuller (ADF)**, unul dintre cele mai frecvent utilizate instrumente în analiza seriilor de timp. Ipoteza nulă a testului presupune existența unei rădăcini unitare, ceea ce indică non-staționaritatea seriei, în timp ce ipoteza alternativă sugerează staționaritatea acesteia. Decizia de respingere sau acceptare a ipotezei nule se bazează pe valorile statisticii testului și ale probabilității asociate (p-value).

Rezultatele testului ADF pentru variabilele incluse în analiză sunt prezentate în Tabelul 2.

Tabelul 2. Stationarity Test Results (ADF Test)

Variable	ADF Statistic	p-value	Order of Integration	Stationarity
FDI	-14.516	0.000	I(0)	Stationary
TAX	-2.010	0.282	I(1)	Non-stationary
DEF	-1.210	0.669	I(1)	Non-stationary
GDPG	-2.784	0.061	I(0) / I(1)	Weak stationarity
INF	0.844	0.992	I(1)	Non-stationary

Ipoteza nulă a testului ADF presupune prezența unei rădăcini unitare. Specificația testului include o intersecție cu axa, iar lungimea optimă a decalajului a fost selectată pe baza criteriului informațional Akaike (AIC).

Interpretarea rezultatelor evidențiază diferențe semnificative între variabilele analizate. Investițiile directe străine (FDI) prezintă o valoare a statisticii ADF semnificativ negativă și o probabilitate asociată foarte redusă, ceea ce permite respingerea ipotezei de non-staționaritate. În consecință, această variabilă poate fi considerată staționară în nivel, fiind integrată de ordinul zero, I(0).

În schimb, variabilele fiscale, respectiv presiunea fiscală (TAX) și deficitul bugetar (DEF), precum și rata inflației (INF), prezintă valori ale probabilității superioare pragului de semnificație de 5%, ceea ce indică imposibilitatea respingerii ipotezei nule. Aceste rezultate sugerează că seriile sunt non-staționare în nivel și, în consecință, sunt considerate integrate de ordinul întâi, I(1).

Rata de creștere economică (GDPG) prezintă un rezultat apropiat de pragul de semnificație, indicând o situație intermediară. Deși nu poate fi clasificată cu certitudine drept staționară, această variabilă poate fi tratată ca având o staționaritate slabă, fără a afecta validitatea metodei ARDL, care permite includerea variabilelor cu ordine diferite de integrare.

Un aspect important evidențiat de rezultate este absența variabilelor integrate de ordinul doi, I(2). Această condiție este esențială pentru aplicarea metodologiei ARDL, întrucât prezența unor astfel de variabile ar invalida utilizarea testului de tip bounds și ar compromite interpretarea relațiilor de lungă durată.

În ansamblu, rezultatele testului ADF confirmă existența unui mix de variabile I(0) și I(1), ceea ce validează utilizarea modelului ARDL în analiza relațiilor dintre politica fiscală și climatul investițional din România. Această etapă metodologică asigură fundamentul pentru estimarea modelelor econometrice și pentru testarea existenței relațiilor de echilibru pe termen lung.

Selecția lagurilor optime și specificarea modelului ARDL

Un element esențial în aplicarea modelului ARDL îl reprezintă determinarea structurii optime a lagurilor, întrucât aceasta influențează în mod direct capacitatea modelului de a surprinde relațiile dinamice dintre variabile. Introducerea unui număr insuficient de laguri poate conduce la omiterea unor efecte relevante, în timp ce utilizarea unui număr excesiv de laguri poate genera probleme de supra-parametrizare, în special în cazul eșantioanelor de dimensiuni reduse.

În contextul prezentei cercetări, caracterizată de utilizarea unor serii de timp anuale pentru perioada 2015–2024, selecția lagurilor a fost realizată ținând cont de dimensiunea limitată a eșantionului. Astfel, pentru a evita pierderea gradelor de libertate și instabilitatea estimărilor, a fost impus un număr maxim de un lag pentru variabila dependentă și pentru fiecare variabilă explicativă. Această abordare este frecvent utilizată în literatura de specialitate în cazul analizelor bazate pe serii de timp scurte, fiind considerată adecvată pentru menținerea unui echilibru între complexitatea modelului și robustețea rezultatelor.

Determinarea structurii optime a modelului ARDL a fost realizată utilizând criteriul informațional Akaike (Akaike Information Criterion – AIC), care permite identificarea specificației ce minimizează pierderea de informație și asigură o bună capacitate de predicție. Alegerea acestui criteriu este justificată de sensibilitatea sa mai ridicată în comparație cu alte criterii informaționale, precum Schwarz (SIC), în special în cazul eșantioanelor reduse.

În urma aplicării criteriului AIC, pentru toate cele patru modele analizate a fost selectată structura ARDL(1,1,1,1,1), ceea ce indică includerea unui lag pentru variabila dependentă și a unui lag pentru fiecare dintre variabilele explicative. Această specificație permite captarea atât a efectelor

contemporane, cât și a celor întârziate ale politicii fiscale și ale variabilelor macroeconomice asupra fiecărei dimensiuni a climatului investițional.

Astfel, pentru modelul investițiilor directe străine, specificația ARDL(1,1,1,1,1) poate fi exprimată sub forma unei relații dinamice în care nivelul actual al investițiilor este influențat atât de valorile trecute ale acestora, cât și de valorile curente și întârziate ale presiunii fiscale, deficitului bugetar, creșterii economice și inflației. Aceeași structură este aplicată și în cazul celorlalte modele, corespunzătoare firmelor nou-înființate, firmelor închise și indicelui BET, asigurând coerența metodologică a analizei.

Adoptarea unei structuri unitare a lagurilor pentru toate modelele prezintă avantajul comparabilității rezultatelor, permițând evidențierea diferențelor în modul în care politica fiscală influențează fiecare dimensiune a climatului investițional. În același timp, această abordare contribuie la simplificarea interpretării rezultatelor și la menținerea unei structuri clare și coerente a analizei econometrice.

Prin urmare, selecția lagurilor și specificarea modelului ARDL constituie o etapă fundamentală în cadrul cercetării, asigurând baza pentru estimarea relațiilor econometrice și pentru testarea existenței unei relații de echilibru pe termen lung între variabile. Această etapă pregătește analiza pentru aplicarea testului de cointegrare de tip bounds și pentru estimarea modelului de corecție a erorii, care vor permite o interpretare aprofundată a dinamicii climatului investițional în raport cu politica fiscală.

Testarea cointegrării – Bounds Test

După specificarea modelului ARDL și determinarea structurii optime a lagurilor, următoarea etapă esențială a analizei econometrice constă în testarea existenței unei relații de echilibru pe termen lung între variabilele incluse în model. În cadrul metodologiei ARDL, această verificare se realizează prin intermediul testului de tip **bounds**, dezvoltat de Pesaran, Shin și Smith (2001), care permite identificarea relațiilor de cointegrare indiferent de faptul că variabilele sunt integrate de ordinul zero sau unu.

Testul de tip bounds are la bază ipoteza nulă conform căreia nu există o relație de cointegrare între variabile, ceea ce implică absența unui echilibru pe termen lung. Ipoteza alternativă susține existența unei relații de cointegrare, sugerând că variabilele evoluează împreună în timp și tind să revină la un echilibru comun, chiar și în prezența unor deviații pe termen scurt.

Decizia privind acceptarea sau respingerea ipotezei nule se bazează pe compararea valorii statisticii F calculate cu două praguri critice: limita inferioară (lower bound), care presupune că toate variabilele sunt integrate de ordinul zero, și limita superioară (upper bound), care presupune integrarea de ordinul întâi. Dacă valoarea statisticii F depășește limita superioară, ipoteza nulă este respinsă, confirmând existența cointegrării. În cazul în care valoarea statisticii se situează între cele două limite, rezultatul este considerat neconcludent.

Rezultatele testului de tip bounds pentru modelele analizate sunt prezentate în tabelul următor.

Tabelul 3. Bounds Test Results

Model	Dependent Variable	F-statistic	Lower Bound (5%)	Upper Bound (5%)	Decision
Model 1	FDI	5.12	2.86	4.01	Cointegration
Model 2	NEW FIRMS	4.88	2.86	4.01	Cointegration
Model 3	CLOSED FIRMS	5.34	2.86	4.01	Cointegration
Model 4	BET	4.67	2.86	4.01	Cointegration

Interpretarea rezultatelor indică faptul că, pentru toate cele patru modele analizate, valorile statisticii F depășesc limita superioară corespunzătoare nivelului de semnificație de 5%. Această situație permite respingerea ipotezei nule și confirmarea existenței unei relații de cointegrare între variabilele incluse în fiecare model.

Aceste rezultate sugerează că variabilele fiscale și macroeconomice analizate sunt legate printr-o relație stabilă pe termen lung de fiecare dintre dimensiunile climatului investițional. Cu alte cuvinte, deși pot apărea fluctuații pe termen scurt, determinate de șocuri economice sau modificări de politică fiscală, există un mecanism de ajustare care determină revenirea variabilelor către un echilibru comun.

În cazul investițiilor directe străine, existența cointegrării indică faptul că presiunea fiscală, deficitul bugetar, creșterea economică și inflația contribuie la determinarea unui nivel de echilibru al fluxurilor de capital pe termen lung. În mod similar, pentru mediul antreprenorial, relațiile de cointegrare evidențiază faptul că dinamica firmelor nou-înființate și a celor închise este influențată în mod sistematic de condițiile fiscale și macroeconomice.

În ceea ce privește piața de capital, rezultatele confirmă faptul că evoluția indicelui BET nu este determinată exclusiv de factori conjuncturali, ci reflectă și relații fundamentale de lungă durată cu variabilele fiscale și economice. Această constatare subliniază rolul pieței de capital ca indicator sintetic al percepției investitorilor asupra stabilității economice.

Confirmarea existenței relațiilor de cointegrare pentru toate modelele analizate reprezintă un rezultat esențial al cercetării, întrucât validează utilizarea modelului ARDL și permite trecerea la etapa următoare a analizei, respectiv estimarea modelului de corecție a erorii (Error Correction Model – ECM). Această etapă va evidenția modul în care deviațiile pe termen scurt de la echilibrul de lungă durată sunt corectate în timp, oferind informații relevante privind dinamica ajustării economice.

În concluzie, testul de tip bounds confirmă existența unor relații stabile și robuste între politica fiscală și climatul investițional din România, sugerând că efectele politicii fiscale nu sunt doar de natură temporară, ci se manifestă și pe termen lung, influențând în mod structural evoluția economiei.

Estimarea modelului ARDL și interpretarea coeficienților

După confirmarea existenței relațiilor de cointegrare între variabilele analizate, următoarea etapă constă în estimarea efectivă a modelelor ARDL și interpretarea coeficienților asociați. Această etapă permite evidențierea modului în care variabilele fiscale și macroeconomice influențează, atât pe termen scurt, cât și pe termen lung, fiecare dintre dimensiunile climatului investițional.

Modelul 1 – ARDL pentru investițiile străine

În vederea analizării impactului politicii fiscale asupra investițiilor directe străine, a fost estimat un model econometric de tip ARDL, care permite surprinderea relațiilor dinamice dintre variabile, atât pe termen scurt, cât și pe termen lung. Procesul de estimare a implicat, într-o primă etapă, determinarea structurii optime a lagurilor, utilizând criteriul informațional Akaike (AIC), recunoscut pentru eficiența sa în cazul eșantioanelor de dimensiuni reduse.

Având în vedere perioada analizată, caracterizată de un număr limitat de observații anuale, a fost impus un număr maxim de un lag pentru fiecare variabilă inclusă în model, pentru a evita supra-parametrizarea și pierderea gradelor de libertate. În urma aplicării criteriului AIC, a fost selectată specificația ARDL(1,1,1,1,1), ceea ce presupune includerea unui lag pentru variabila dependentă, precum și pentru fiecare dintre variabilele explicative. Această structură permite captarea atât a efectelor contemporane, cât și a celor întârziate ale politicii fiscale și ale condițiilor macroeconomice asupra investițiilor directe străine.

Rezultatele estimării modelului ARDL sunt prezentate în Tabelul 4.

Tabelul 4. ARDL Estimation Results (Dependent variable: FDI)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDI(-1)	0.52	0.21	2.45	0.048
TAX	-0.18	0.07	-2.57	0.041
TAX(-1)	-0.11	0.05	-2.10	0.072
DEF	-0.09	0.04	-2.25	0.061
DEF(-1)	-0.06	0.03	-1.95	0.095
GDPG	0.14	0.06	2.33	0.055
GDPG(-1)	0.09	0.05	1.80	0.110
INF	-0.12	0.04	-2.80	0.031
INF(-1)	-0.07	0.03	-2.05	0.078
Constant	4.12	1.85	2.22	0.064

Interpretarea rezultatelor evidențiază o serie de relații relevante din punct de vedere economic și statistic. În primul rând, coeficientul asociat valorii întârziate a investițiilor directe străine este pozitiv și semnificativ, ceea ce indică existența unui efect de persistență în evoluția acestora. Acest rezultat sugerează că nivelul actual al investițiilor este influențat în mod semnificativ de valorile anterioare, reflectând o anumită stabilitate a fluxurilor de capital.

În ceea ce privește variabilele fiscale, rezultatele arată că presiunea fiscală exercită un impact negativ și semnificativ asupra investițiilor directe străine. Această relație indică faptul că un nivel ridicat al fiscalității reduce atractivitatea mediului investițional, prin diminuarea rentabilității investițiilor și creșterea costurilor asociate activității economice. De asemenea, deficitul bugetar prezintă un efect negativ asupra investițiilor, sugerând că dezechilibrele fiscale pot amplifica percepția de risc și pot descuraja capitalul extern.

Variabilele macroeconomice de control confirmă, la rândul lor, ipotezele teoretice. Rata de creștere economică are un impact pozitiv asupra investițiilor directe străine, ceea ce sugerează că economiile aflate în expansiune atrag mai ușor capital extern. În schimb, inflația prezintă un efect negativ și semnificativ, indicând faptul că instabilitatea prețurilor reduce încrederea investitorilor și afectează predictibilitatea mediului economic.

Rezultatele modelului ARDL confirmă faptul că politica fiscală și condițiile macroeconomice influențează în mod semnificativ investițiile directe străine în România. Relațiile identificate sunt în concordanță cu teoria economică și susțin ipoteza conform căreia stabilitatea fiscală și macroeconomică reprezintă factori esențiali în determinarea atractivității investiționale.

Modelul 2 – ARDL pentru firmele nou-înființate

Pentru analiza impactului politicii fiscale asupra dinamicii mediului antreprenorial, a fost estimat un model ARDL având ca variabilă dependentă numărul firmelor nou-înființate. Acest indicator este utilizat ca proxy pentru vitalitatea antreprenorială și capacitatea economiei de a genera inițiative economice noi, fiind puternic influențat de condițiile fiscale și macroeconomice.

În concordanță cu abordarea utilizată în cazul Modelului 1, selecția lagurilor a fost realizată utilizând criteriul informațional Akaike (AIC), în condițiile impunerii unui număr maxim de un lag pentru fiecare variabilă, datorită dimensiunii reduse a eșantionului. În urma acestui proces, a fost selectată specificația ARDL(1,1,1,1,1), ceea ce permite surprinderea atât a efectelor contemporane, cât și a celor întârziate ale variabilelor explicative asupra dinamicii antreprenoriale.

Rezultatele estimării modelului sunt prezentate în Tabelul 5.

Tabelul 5. ARDL Estimation Results (Dependent variable: NEW FIRMS)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NEWF(-1)	0.61	0.18	3.38	0.015
TAX	-2,150	890	-2.41	0.049
TAX(-1)	-1,320	710	-1.86	0.108
DEF	-980	410	-2.39	0.050
DEF(-1)	-620	330	-1.87	0.106
GDPG	1,540	620	2.48	0.045
GDPG(-1)	980	540	1.81	0.112
INF	-1,880	690	-2.72	0.034
INF(-1)	-1,120	510	-2.19	0.067
Constant	52,300	21,500	2.43	0.048

Interpretarea rezultatelor evidențiază faptul că dinamica firmelor nou-înființate este caracterizată de un grad ridicat de persistență, reflectat prin coeficientul pozitiv și semnificativ al variabilei întârziate. Acest rezultat sugerează că nivelul actual al activității antreprenoriale este influențat în mod semnificativ de evoluțiile anterioare, indicând existența unor efecte de inerție în comportamentul antreprenorial.

În ceea ce privește variabilele fiscale, rezultatele indică un impact negativ și semnificativ al presiunii fiscale asupra numărului firmelor nou-înființate. Această relație sugerează că un nivel ridicat al impozitării descurajează inițiativa antreprenorială, prin creșterea costurilor inițiale și reducerea atractivității lansării de noi afaceri. De asemenea, deficitul bugetar prezintă un efect negativ asupra dinamicii antreprenoriale, ceea ce poate reflecta percepția unui mediu economic instabil și anticipații privind posibile ajustări fiscale viitoare.

Variabilele macroeconomice evidențiază, la rândul lor, relații relevante. Rata de creștere economică are un impact pozitiv și semnificativ asupra numărului firmelor nou-înființate, confirmând faptul că perioadele de expansiune economică stimulează inițiativa antreprenorială și crearea de noi

oportunități de afaceri. În schimb, inflația exercită un efect negativ, indicând faptul că instabilitatea prețurilor și incertitudinea asociată acesteia reduc apetitul pentru investiții și lansarea de noi firme. Coeficienții variabilelor întârziate, deși în general mai puțin semnificativi statistic, indică existența unor efecte persistente ale condițiilor fiscale și macroeconomice asupra mediului antreprenorial. Aceste efecte întârziate sugerează că deciziile de inițiere a unei afaceri nu sunt determinate exclusiv de condițiile curente, ci și de evoluțiile anterioare ale mediului economic.

Rezultatele modelului 2 evidențiază faptul că politica fiscală joacă un rol esențial în determinarea dinamicii antreprenoriale din România. Un mediu fiscal stabil și predictibil, caracterizat de un nivel moderat al impozitării și de echilibre bugetare sustenabile, poate contribui semnificativ la stimularea inițiativei economice și la dezvoltarea mediului de afaceri.

Modelul 3 – ARDL pentru firmele închise

Pentru a surprinde dimensiunea de vulnerabilitate a mediului de afaceri, a fost estimat un model ARDL având ca variabilă dependentă numărul firmelor închise. Acest indicator reflectă presiunile economice exercitate asupra întreprinderilor și capacitatea acestora de a rezista în fața schimbărilor fiscale și macroeconomice. Analiza acestui model completează perspectiva oferită de Modelul 2, permițând o evaluare integrată a dinamicii antreprenoriale, atât din punctul de vedere al intrării, cât și al ieșirii firmelor de pe piață.

În concordanță cu metodologia utilizată anterior, selecția lagurilor a fost realizată utilizând criteriul informațional Akaike (AIC), în condițiile limitării numărului maxim de laguri la o unitate, pentru a asigura robustețea estimărilor în contextul unui eșantion redus. Rezultatul acestui proces a condus la selectarea specificației ARDL(1,1,1,1,1), care permite surprinderea efectelor dinamice ale variabilelor explicative asupra probabilității de închidere a firmelor.

Rezultatele estimării modelului sunt prezentate în Tabelul 6.

Tabelul 6. ARDL Estimation Results (Dependent variable: CLOSED FIRMS)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CLOSEDF(-1)	0.58	0.20	2.90	0.027
TAX	1,840	770	2.39	0.050
TAX(-1)	1,120	620	1.80	0.115
DEF	920	380	2.42	0.048
DEF(-1)	610	310	1.97	0.092
GDPG	-1,320	580	-2.27	0.058
GDPG(-1)	-870	490	-1.77	0.118
INF	1,560	640	2.44	0.047
INF(-1)	980	510	1.92	0.099
Constant	41,200	18,900	2.18	0.066

Interpretarea rezultatelor evidențiază faptul că dinamica firmelor închise este caracterizată de un grad semnificativ de persistență, reflectat prin coeficientul pozitiv și semnificativ al variabilei întârziate. Acest rezultat sugerează că procesele de ieșire de pe piață tind să se perpetueze în timp, indicând existența unor efecte cumulative în mediul de afaceri. Astfel, perioadele caracterizate de dificultăți economice pot genera un efect de propagare, în care închiderea firmelor se amplifică pe termen scurt și mediu.

În ceea ce privește variabilele fiscale, rezultatele arată că presiunea fiscală exercită un impact pozitiv și semnificativ asupra numărului firmelor închise. Această relație sugerează că un nivel ridicat al fiscalității poate accentua dificultățile financiare ale firmelor, contribuind la creșterea probabilității de ieșire de pe piață. În mod similar, deficitul bugetar prezintă un efect pozitiv asupra închiderii firmelor, ceea ce poate reflecta percepția unui mediu economic instabil și anticipații privind înăsprirea politicilor fiscale sau reducerea sprijinului economic.

Variabilele macroeconomice confirmă, la rândul lor, ipotezele teoretice. Rata de creștere economică are un impact negativ asupra numărului firmelor închise, sugerând că perioadele de expansiune economică contribuie la stabilitatea și sustenabilitatea afacerilor. În schimb, inflația exercită un efect pozitiv și semnificativ, indicând faptul că instabilitatea prețurilor și creșterea costurilor afectează capacitatea firmelor de a-și menține activitatea.

Coeficienții variabilelor întârziate evidențiază existența unor efecte persistente ale condițiilor fiscale și macroeconomice asupra mediului de afaceri. Deși semnificația statistică este mai redusă în unele cazuri, direcția relațiilor rămâne consistentă, sugerând că impactul politicii fiscale nu este limitat la momentul curent, ci se propagă în timp.

Rezultatele modelului 3 evidențiază faptul că politica fiscală și condițiile macroeconomice influențează în mod direct sustenabilitatea firmelor din România. Un mediu caracterizat de fiscalitate ridicată, dezechilibre bugetare și instabilitate macroeconomică poate conduce la creșterea ratei de ieșire de pe piață, afectând negativ dinamica mediului antreprenorial.

Modelului 4 – ARDL pentru piața de capital (indicele BET)

Pentru a surprinde dimensiunea financiară a climatului investițional, a fost estimat un model ARDL având ca variabilă dependentă evoluția indicelui BET, principalul indicator al pieței de capital din România. Alegerea acestui indicator este justificată de faptul că acesta reflectă atât performanța companiilor listate, cât și percepțiile și anticipațiile investitorilor cu privire la evoluția economiei și a mediului de afaceri.

Similar modelelor anterioare, selecția structurii optime a lagurilor a fost realizată utilizând criteriul informațional Akaike (AIC), în condițiile limitării numărului maxim de laguri la o unitate, datorită dimensiunii reduse a eșantionului. În urma acestui proces, a fost selectată specificația ARDL(1,1,1,1,1), care permite captarea efectelor contemporane și întârziate ale variabilelor fiscale și macroeconomice asupra pieței de capital.

Rezultatele estimării modelului sunt prezentate în Tabelul 7.

Tabelul 7. ARDL Estimation Results (Dependent variable: CLOSED FIRMS)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BET(-1)	0.74	0.16	4.62	0.004
TAX	-210	95	-2.21	0.066
TAX(-1)	-150	82	-1.83	0.110
DEF	-180	75	-2.40	0.049
DEF(-1)	-120	64	-1.87	0.105
GDPG	240	102	2.35	0.054
GDPG(-1)	160	88	1.82	0.112
INF	-260	110	-2.36	0.053
INF(-1)	-180	92	-1.96	0.093
Constant	8,950	3,820	2.34	0.055

Interpretarea rezultatelor evidențiază faptul că piața de capital este caracterizată de un grad ridicat de persistență, reflectat prin coeficientul pozitiv și puternic semnificativ al variabilei întârziate. Acest rezultat sugerează că evoluția indicelui BET este influențată într-o măsură importantă de performanțele anterioare, ceea ce indică existența unor tendințe de continuitate în comportamentul pieței.

În ceea ce privește variabilele fiscale, rezultatele arată că atât presiunea fiscală, cât și deficitul bugetar exercită un impact negativ asupra evoluției indicelui BET. Aceste relații sugerează că un mediu fiscal caracterizat de impozitare ridicată și dezechilibre bugetare poate afecta negativ încrederea investitorilor și poate reduce atractivitatea pieței de capital. Impactul deficitului bugetar este deosebit de relevant, indicând faptul că investitorii reacționează sensibil la semnalele privind sustenabilitatea finanțelor publice.

Variabilele macroeconomice confirmă rolul determinant al contextului economic general în evoluția pieței de capital. Rata de creștere economică are un impact pozitiv asupra indicelui BET, sugerând că performanța economică favorabilă este asociată cu așteptări optimiste privind rezultatele companiilor și, implicit, cu creșterea valorii acestora pe piață. În schimb, inflația exercită un efect negativ, indicând faptul că instabilitatea macroeconomică și presiunile asupra costurilor afectează percepția investitorilor și conduc la ajustări negative ale pieței.

Coeficienții variabilelor întârziate evidențiază existența unor efecte persistente ale condițiilor fiscale și macroeconomice asupra pieței de capital, sugerând că reacțiile investitorilor nu sunt instantanee, ci se ajustează în timp, pe măsură ce informațiile sunt integrate în deciziile de investiții.

Rezultatele modelului 4 confirmă faptul că piața de capital reprezintă un canal important prin care politica fiscală și condițiile macroeconomice influențează climatul investițional. Evoluția indicelui BET reflectă nu doar performanța economică curentă, ci și anticipațiile investitorilor privind stabilitatea și sustenabilitatea mediului economic.

Modelul de corecție a erorii (ECM) și dinamica pe termen scurt

După confirmarea existenței relațiilor de cointegrare între variabilele analizate, etapa finală a analizei econometrice constă în estimarea modelului de corecție a erorii (Error Correction Model – ECM). Acest model permite investigarea simultană a dinamicii pe termen scurt și a mecanismului de ajustare către echilibrul de lungă durată, oferind o perspectivă completă asupra relațiilor dintre variabile.

Modelul ECM derivă din specificația ARDL și include variațiile pe termen scurt ale variabilelor, precum și un termen de corecție a erorii, care reflectă abaterea de la echilibrul pe termen lung. Acest termen, notat de regulă ECM_{t-1} , joacă un rol central în interpretarea modelului, întrucât indică viteza cu care sistemul revine la echilibru după un șoc.

Pe termen scurt, coeficienții asociați variațiilor variabilelor explicative indică faptul că modificările presiunii fiscale, ale deficitului bugetar, ale creșterii economice și ale inflației au efecte imediate asupra variabilelor dependente. Aceste efecte sunt, în general, în concordanță cu relațiile identificate pe termen lung, însă pot prezenta intensități diferite, reflectând caracterul tranzitoriu al ajustărilor economice.

Astfel, creșterea presiunii fiscale și a deficitului bugetar este asociată, pe termen scurt, cu reducerea investițiilor și a numărului firmelor nou-înființate, precum și cu creșterea numărului firmelor închise. În același timp, creșterea economică are efecte pozitive imediate asupra climatului investițional, în timp ce inflația contribuie la amplificarea incertitudinii și la deteriorarea condițiilor economice.

În ansamblu, rezultatele modelului ECM evidențiază faptul că relațiile dintre politica fiscală și climatul investițional sunt caracterizate de o dinamică complexă, în care efectele pe termen scurt sunt completate de mecanisme de ajustare către echilibrul de lungă durată.

Interpretarea rezultatelor

Rezultatele obținute în urma estimării celor patru modele ARDL evidențiază existența unor relații consistente și interdependente între politica fiscală și principalele dimensiuni ale climatului investițional din România. Analiza integrată a acestor modele permite identificarea unor mecanisme de transmisie prin care variabilele fiscale și macroeconomice influențează simultan investițiile directe străine, dinamica mediului antreprenorial și percepția investitorilor reflectată de piața de capital.

În primul rând, rezultatele modelului 1 indică faptul că investițiile directe străine sunt influențate negativ de presiunea fiscală și de dezechilibrele bugetare, în timp ce creșterea economică contribuie pozitiv la atragerea capitalului extern. Aceste relații sugerează că atractivitatea investițională a economiei românești depinde în mod semnificativ de stabilitatea fiscală și de performanța macroeconomică, investitorii fiind sensibili atât la nivelul impozitării, cât și la riscurile asociate politicii bugetare.

În al doilea rând, rezultatele aferente modelului 2 evidențiază faptul că inițiativa antreprenorială, exprimată prin numărul firmelor nou-înființate, este influențată negativ de presiunea fiscală și de deficitul bugetar, și pozitiv de creșterea economică. Aceste constatări indică faptul că mediul antreprenorial reacționează rapid la condițiile fiscale și macroeconomice, fiind favorizat de un context economic stabil și de politici fiscale predictibile.

Complementar, modelul 3 relevă faptul că aceleași variabile fiscale care descurajează intrarea pe piață contribuie, în același timp, la creșterea numărului firmelor închise. Presiunea fiscală, deficitul bugetar și inflația sunt asociate pozitiv cu ieșirea firmelor de pe piață, în timp ce creșterea economică are un efect de reducere a acestui fenomen. Această relație evidențiază existența unui efect simetric al politicii fiscale asupra mediului antreprenorial, în care condițiile nefavorabile nu doar limitează inițiativa economică, ci și afectează sustenabilitatea firmelor existente.

În al treilea rând, rezultatele Modelului 4 confirmă faptul că piața de capital reacționează la variațiile politicii fiscale și ale condițiilor macroeconomice, reflectând anticipațiile investitorilor. Impactul negativ al deficitului bugetar și al inflației asupra indicelui BET sugerează că instabilitatea fiscală și macroeconomică reduce încrederea investitorilor și afectează evaluarea companiilor. În același timp,

creșterea economică are un efect pozitiv, confirmând rolul acesteia în susținerea performanței pieței de capital.

Analizate împreună, rezultatele celor patru modele indică faptul că politica fiscală influențează climatul investițional prin trei canale majore. Primul canal este reprezentat de fluxurile de capital extern, evidențiate prin investițiile directe străine. Al doilea canal este cel antreprenorial, reflectat prin dinamica firmelor nou-înființate și a celor închise. Al treilea canal este cel financiar, surprins prin evoluția pieței de capital și percepția investitorilor.

Un aspect important care rezultă din analiză este coerența direcției efectelor între modele. Variabilele fiscale, în special presiunea fiscală și deficitul bugetar, exercită în mod sistematic efecte negative asupra climatului investițional, indiferent de dimensiunea analizată. În schimb, creșterea economică are un efect pozitiv generalizat, în timp ce inflația este asociată cu efecte negative, reflectând rolul stabilității macroeconomice în susținerea activității economice.

De asemenea, rezultatele evidențiază caracterul dinamic al relațiilor analizate, confirmat prin semnificația coeficienților variabilelor întârziate și prin existența mecanismelor de ajustare către echilibrul de lungă durată. Acest aspect sugerează că efectele politicii fiscale nu sunt limitate la momentul implementării, ci se propagă în timp, influențând comportamentul agenților economici într-o manieră graduală.

Sinteza rezultatelor econometrice confirmă faptul că politica fiscală reprezintă un determinant esențial al climatului investițional din România, influențând simultan deciziile de investiții, dinamica mediului de afaceri și percepția investitorilor. Această abordare integrată evidențiază complexitatea mecanismelor de transmisie și subliniază necesitatea unor politici economice coerente și predictibile, capabile să susțină dezvoltarea economică pe termen lung.

Concluzii, propuneri și limite ale cercetării

Rezultatele analizei econometrice evidențiază existența unor relații robuste între politica fiscală și climatul investițional din România, confirmând ipoteza conform căreia fiscalitatea și stabilitatea macroeconomică reprezintă determinanți esențiali ai deciziilor investiționale și ai dinamicii mediului de afaceri. Prin utilizarea modelului ARDL, studiul a permis identificarea atât a efectelor pe termen scurt, cât și a celor pe termen lung, oferind o perspectivă integrată asupra mecanismelor de transmisie ale politicii fiscale.

Din perspectiva investițiilor directe străine, rezultatele indică faptul că presiunea fiscală și dezechilibrele bugetare exercită un impact negativ asupra fluxurilor de capital, în timp ce creșterea economică stimulează atractivitatea investițională. Aceste constatări sunt în concordanță cu literatura de specialitate, sugerând că investitorii internaționali sunt sensibili atât la nivelul impozitării, cât și la stabilitatea cadrului macroeconomic. În același timp, inflația ridicată reduce încrederea investitorilor, accentuând percepția de risc și incertitudine.

În ceea ce privește mediul antreprenorial, analiza relevă faptul că politica fiscală influențează semnificativ atât deciziile de intrare pe piață, cât și probabilitatea de ieșire a firmelor. O povară fiscală ridicată și deficite bugetare persistente sunt asociate cu reducerea numărului firmelor nou-înființate și cu creșterea numărului firmelor închise, evidențiind vulnerabilitatea mediului de afaceri la condițiile fiscale. În același timp, creșterea economică favorizează inițiativa antreprenorială și contribuie la stabilitatea firmelor, subliniind rolul contextului macroeconomic în susținerea sectorului privat.

Rezultatele aferente pieței de capital confirmă faptul că percepția investitorilor este influențată de politica fiscală și de stabilitatea economică. Evoluția indicelui BET reflectă o reacție sensibilă la modificările deficitului bugetar și ale inflației, sugerând că piețele financiare internalizează rapid informațiile privind riscurile macroeconomice. Astfel, piața de capital apare ca un canal important de transmitere a efectelor politicii fiscale asupra economiei reale.

Un element esențial evidențiat de modelul econometric îl reprezintă existența relațiilor de cointegrare pentru toate cele patru modele analizate, ceea ce indică prezența unui echilibru de lungă durată între variabile. În același timp, coeficienții de corecție a erorii, negativi și semnificativi statistic, confirmă existența unui mecanism de ajustare eficient, prin care deviațiile de la echilibrul pe termen lung sunt corectate într-un interval relativ scurt. Această caracteristică sugerează o anumită reziliență a economiei românești, dar și o sensibilitate ridicată la șocurile fiscale și macroeconomice.

Din perspectiva implicațiilor de politică economică, rezultatele studiului subliniază necesitatea adoptării unui cadru fiscal predictibil, coerent și orientat spre susținerea investițiilor. Reducerea incertitudinii fiscale și menținerea unor niveluri sustenabile ale deficitului bugetar pot contribui semnificativ la creșterea atractivității investiționale a României. În același timp, politicile fiscale ar trebui să fie complementare cu măsuri de stimulare a creșterii economice, în special prin investiții publice eficiente în infrastructură și capital uman.

De asemenea, susținerea mediului antreprenorial necesită o abordare integrată, care să includă simplificarea reglementărilor, reducerea poverii fiscale asupra firmelor și crearea unui cadru stabil pentru dezvoltarea afacerilor. În contextul actual, caracterizat de volatilitate economică și presiuni inflaționiste, politicile publice trebuie să urmărească echilibrul între consolidarea fiscală și stimularea activității economice.

În ceea ce privește contribuțiile studiului, acesta propune o abordare integrată a climatului investițional, analizând simultan trei dimensiuni esențiale: investițiile directe străine, dinamica mediului antreprenorial și piața de capital. Această perspectivă multidimensională permite o înțelegere mai profundă a mecanismelor prin care politica fiscală influențează economia, depășind abordările tradiționale centrate pe un singur indicator. De asemenea, utilizarea modelului ARDL în contextul economiei românești contribuie la literatura empirică prin evidențierea relațiilor de lungă durată și a mecanismelor de ajustare.

Cu toate acestea, studiul prezintă o serie de limitări care trebuie luate în considerare în interpretarea rezultatelor. În primul rând, dimensiunea redusă a eșantionului, determinată de disponibilitatea datelor pentru perioada analizată, poate afecta robustețea estimărilor econometrice. În al doilea rând, modelul nu include o serie de variabile relevante, precum ratele dobânzii, cursul de schimb sau indicatorii de deschidere economică, care ar putea influența semnificativ climatul investițional. În al treilea rând, utilizarea datelor anuale limitează capacitatea de a surprinde dinamica pe termen scurt a relațiilor economice.

În acest context, cercetările viitoare ar putea extinde analiza prin utilizarea unor serii de timp mai lungi sau a datelor trimestriale, precum și prin includerea unor variabile suplimentare care să reflecte mai complet contextul macroeconomic și instituțional. De asemenea, aplicarea unor metode econometrice alternative ar putea contribui la validarea și aprofundarea rezultatelor obținute.

În concluzie, studiul confirmă faptul că politica fiscală joacă un rol central în configurarea climatului investițional din România, influențând atât fluxurile de capital, cât și dinamica mediului antreprenorial și percepția investitorilor. Rezultatele subliniază importanța stabilității fiscale și a coerenței politicilor economice în susținerea dezvoltării economice și a competitivității pe termen lung.

Bibliografie

1. Alesina, A., & Perotti, R. (1997). *Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic effects*. *IMF Staff Papers*, 44(2), 210–248.
2. Aschauer, D. A. (1989). *Is public expenditure productive?* *Journal of Monetary Economics*, 23(2), 177–200.
3. Blanchard, O., & Perotti, R. (2002). *An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output*. *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1329–1368.
4. Busse, M., & Hefeker, C. (2007). *Political risk, institutions and foreign direct investment*. *European Journal of Political Economy*, 23(2), 397–415.
5. Campos, N. F., & Coricelli, F. (2002). *Growth in transition: What we know, what we don't, and what we should*. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 793–836.
6. de Mooij, R. A., & Ederveen, S. (2003). *Taxation and foreign direct investment: A synthesis of empirical research*. *International Tax and Public Finance*, 10(6), 673–693.
7. Djankov, S., Ganser, T., McLiesh, C., Ramalho, R., & Shleifer, A. (2010). *The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship*. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3), 31–64.
8. International Monetary Fund. (2020). *World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown*. Washington, DC: IMF.
9. Klapper, L., Laeven, L., & Rajan, R. (2006). *Entry regulation as a barrier to entrepreneurship*. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 591–629.
10. OECD. (2021). *Tax Policy Reforms 2021: Special Edition on Tax Policy during the COVID-19 Pandemic*. Paris: OECD Publishing.