

Sinteze macroeconomice

- Reducerea ratingului României de către S&P este nejustificată
- Trimestrul III va aduce o creștere economică înaltă, dar avansul real al PIB-ului va încetini în ultimele trei luni ale anului
- 2008 ar putea fi primul an dintr-un șir ce va consemna o corecție graduală a deficitului de cont curent
- Creditul neguvernamental va încetini destul de puternic, îndeosebi pe seama componentei în valută

	2005	2006	2007	2008f	2009f
Creștere economică (%)	4,2	7,9	6,0	8,3	5,2
Formarea brută de capital fix (creștere anuală, %)	12,7	19,3	28,9	29,5	14,5
Producția industrială (creștere anuală, %)	2,0	7,1	5,4	4,8	4,3
Soldul contului curent (% din PIB)	-8,7	-10,4	-14,0	-13,7	-13,3
Soldul balanței comerciale (% din PIB)	-9,8	-12,0	-14,6	-14,2	-13,3
Investiții străine directe (% din PIB)	6,5	9,3	5,9	6,6	3,7
Rata inflației (dec/dec, %)	8,6	4,9	6,6	6,2	5,1
Rata șomajului înregistrat (%)	5,9	5,2	4,1	4,0	4,2
Soldul bugetului general consolidat (% din PIB)	-0,8	-1,6	-2,3	-3,0	-3,0
RON/EUR (medie)	3,62	3,52	3,33	3,67	3,63

Sursa datelor: BCR Cercetare, BNR, INSSE

- **Retrogradarea ratingului României de către S&P este nejustificată având în vedere performanțele macroeconomice ale României comparativ cu ale altor state emergente**
- **După ce trimestrul al III-lea va aduce o creștere economică înaltă, economia va încetini în ultimele trei luni ale acestui an ca efect al crizei financiare internaționale**
- **În condițiile în care la nivel global criza financiară va determina diminuarea excedentului de cont curent al marilor exportatori de petrol dar și al statelor exportatoare de produse cu un nivel tehnologic înalt, este de așteptat ca țările emergente printre care și România să cunoască o reducere concomitentă a deficitului de cont curent raportat la PIB**
- **2008 va consemna începutul unei corecții graduale a deficitului de cont curent ce va dura mai mulți ani**
- **Rata anuală a inflației ar putea atinge 6,2% în acest an în condițiile în care mai mulți factori care se manifestă pe termen scurt sunt de natură să susțină procesul dezinflaționist**
- **Creditul neguvernamental va încetini destul de puternic în lunile următoare îndeosebi pe seama componentei în valută**
- **Banca Centrală ar putea efectua mai multe reduceri succesive ale dobânzii de politică monetară în primul semestru din 2009 ca urmare a încetinerii inflației și a diminuării excesului de cerere agregată; orientarea politicilor fiscale și salariale implică un anumit grad de incertitudine, ceea ce va limita amplitudinea reducerilor succesive ale dobânzii de politică monetară**
- **Este vital ca România să nu reducă cheltuielile dedicate infrastructurii și investițiilor în agricultură în 2009**

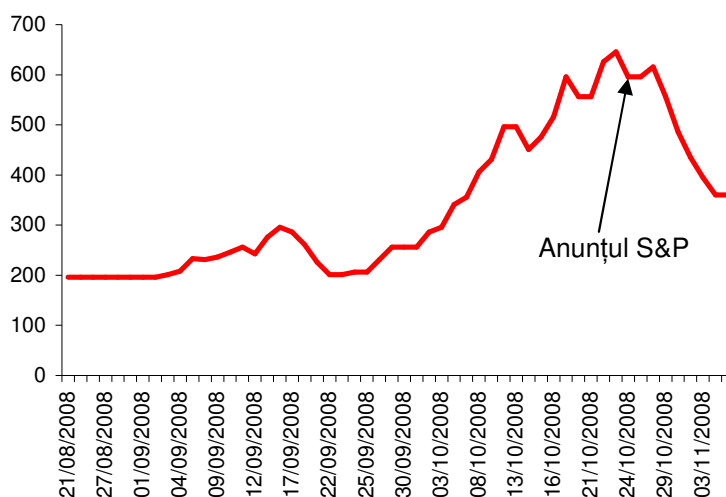
Retrogradarea ratingului României de către S&P este nejustificată

Standard & Poor's a redus recent ratingul României pentru împrumuturile în monedă străină pe termen lung la BB+ iar cel pentru împrumuturile în monedă străină pe termen scurt la B. Perspectiva este negativă indicând faptul că riscurile cu care se confruntă România în prezent sunt semnificative. Dependența sectorului privat de finanțarea externă în contextul incertitudinilor actuale, lipsa unor măsuri luate de către autorități pentru diminuarea efectelor generate de criza financiară internațională și focalizarea atenției asupra alegerilor din noiembrie au fost principali factori amintiți de către Standard & Poor's.

Ca urmare a unor reglementări interne specifice anumite entități internaționale ar putea fi obligate să nu mai investească în titluri care nu fac parte din categoria investment grade, impactul asupra României fiind negativ în acest sens.

Decizia S&P este nejustificată în contextul în care alte state din regiune dețin în continuare ratinguri din categoria investment grade deși anumiți indicatori macroeconomici reflectă o vulnerabilitate cel puțin egală cu cea a României. Mai mult chiar, percepția pieței cu privire la riscul de țară a României este destul de diferită de opinia S&P, cotația CDS pentru obligațiunile de stat pe 5 ani începând să scadă după anunțul agenției de rating.

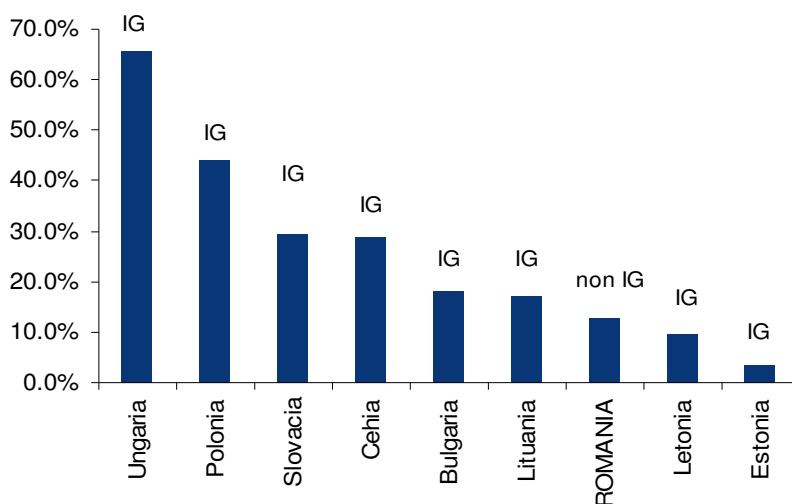
Cotația CDS pentru obligațiuni emise de statul român pe 5 ani



Sursa: Reuters, BCR Cercetare

Datoria publică a României în PIB este în prezent la un nivel mult mai scăzut decât cel al altor state europene iar 2008 ar putea consemna chiar un nivel mai redus decât cel din 2007.

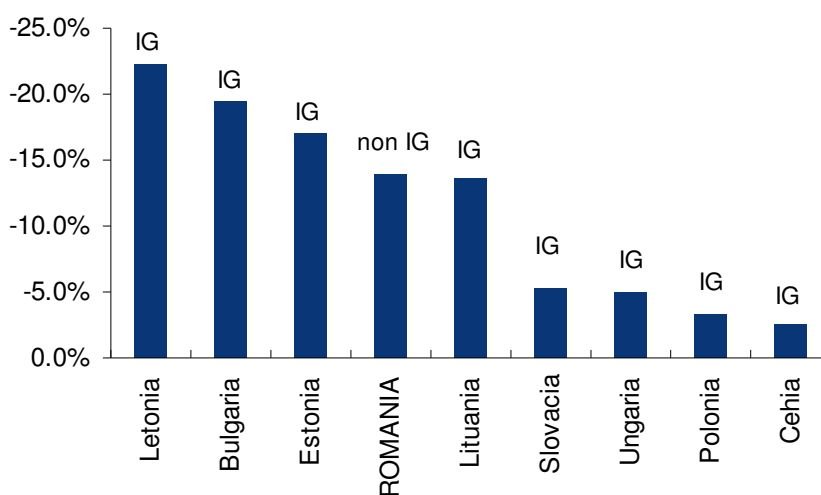
Datoria publică în PIB (2007, metodologia Eurostat)



IG investment grade conform ratingurilor acordate de S&P
 non IG non investment grade conform ratingurilor acordate de S&P
 Sursa: Eurostat, Reuters, BCR Cercetare

Ponderea deficitului de cont curent în PIB se află într-un proces de corecție graduală, ajustarea în sens descendent din acest an putând fi în jur de 0,5 puncte procentuale față de 2007. Acoperirea prin investiții străine directe în primele 8 luni ale anului a fost de 65%, considerabil peste valoarea consemnată în perioada corespunzătoare din 2007 de 41%, ceea ce este de natură să diminueze vulnerabilitatea externă a României.

Deficitul de cont curent în PIB (2007)

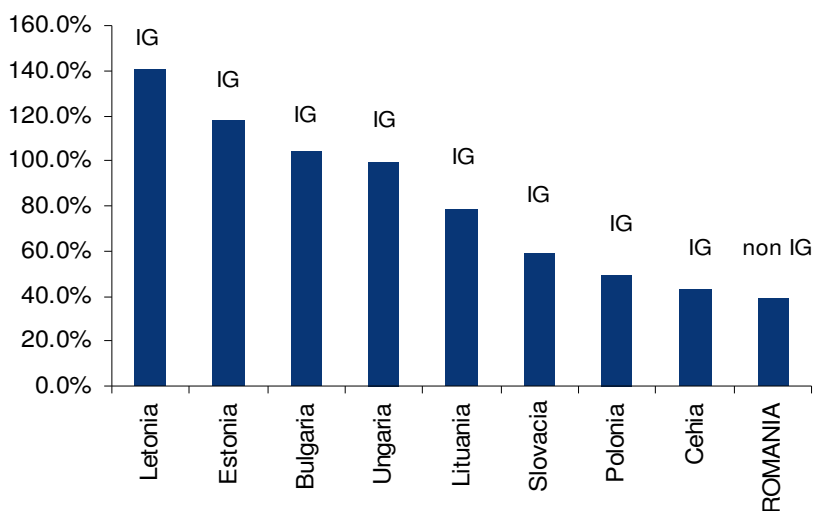


IG investment grade conform ratingurilor acordate de S&P
 non IG non investment grade conform ratingurilor acordate de S&P
 Sursa: bănci centrale, Reuters, BCR Cercetare

Datoria externă a României (fără creditele de la compania mamă) a fost de 38,7% din PIB în 2007 în contextul în care anumite state din regiune, cu un

rating mai bun decât cel al României, au consemnat niveluri de peste 100% din PIB.

Datoria externă în PIB (2007)



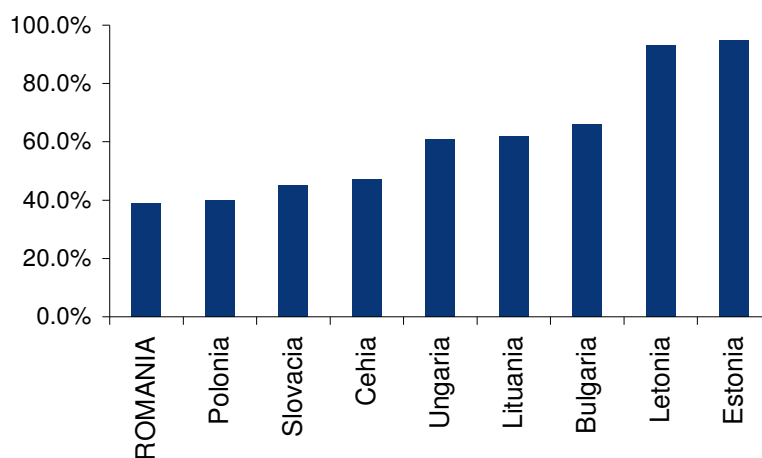
IG investment grade conform ratingurilor acordate de S&P
 non IG non investment grade conform ratingurilor acordate de S&P
 Sursa: bănci centrale, Reuters, BCR Cercetare

Nivelul foarte înalt al rezervelor minime obligatorii (40% pentru pasivele în valută și 18% pentru cele în lei) constituie un mijloc de protecție împotriva unei eventuale crize de lichidități. În plus, Banca Centrală a dovedit prin măsurile pe care le-a luat că are instrumente adecvate contextului actual și menite să asigure echilibrul macroeconomic.

Depozitele nerezidenților pe termen scurt sunt acoperite într-o proporție de peste 390% de rezervele valutare ce se situau la nivelul de 27,3 miliarde euro în luna octombrie 2008.

Piața redusă a titlurilor de stat din România nu este în măsură să creeze presiuni semnificative asupra leului în cazul unei strategii de vânzare agresivă din partea nerezidenților, mai ales în condițiile în care circa 75% din tranzacțiile cu titluri de stat din primele 8 luni din 2008 au fost efectuate de rezidenți.

Atât intermedierea financiară cât și gradul de deschidere al economiei românești sunt considerabil mai reduse decât în alte țări emergente iar aceasta implică o anumită inerție atât în momentele de accelerare a creșterii economice prin susținerea oferită de sectorul bancar dar și în momentele de încetinire, ceea ce ar putea limita impactul crizei financiare internaționale asupra României.

Credite în PIB (2007)


Sursa: bănci centrale, BCR Cercetare

Cu toate acestea se pare că România nu a răspuns într-o manieră convingătoare criticilor repetate ale agențiilor de rating cu privire la orientarea politicilor fiscale și salariale iar acest aspect trebuie serios analizat în elaborarea bugetelor multianuale.

Creșterea economică va încetini în trimestrul IV 2008

Producția agricolă record și lipsa unor efecte puternice ale crizei internaționale vor contribui la înregistrarea unei creșteri economice de circa 8,6% în trimestrul III conform unui scenariu neutru. Din trimestrul IV creșterea economică va încetini, industria și serviciile fiind principalele domenii care își vor diminua contribuția la majorarea reală a PIB-ului. Cele mai recente semnale indică o limitare a comenzilor externe dar și interne în industrie, datele statistice aferente ultimului trimestru urmând să confirme acest lucru.

Estimarea noastră cu privire la o creștere economică de 5,2% în 2009 este în revizuire în prezent, cel mai probabil noua prognoză urmând să se situeze în intervalul 4-5%.

Criza financiară internațională poate contribui la reducerea deficitului de cont curent

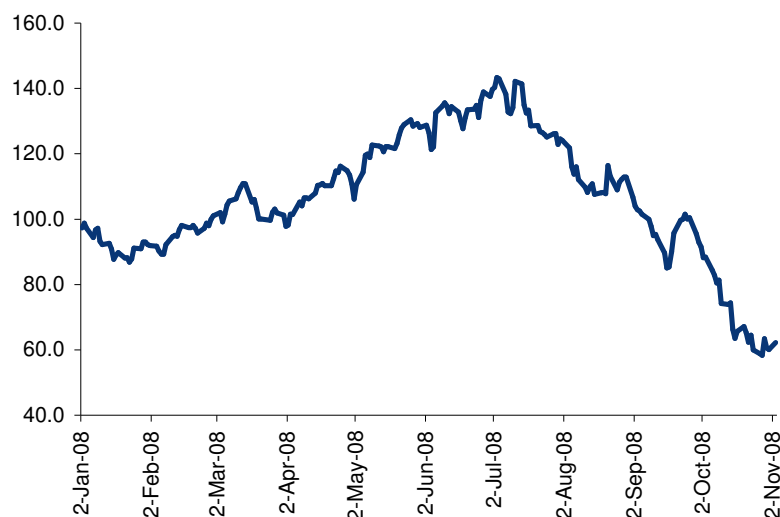
Ajustarea deficitului de cont curent, începută în 2008, poate continua în următorii ani iar efectele crizei financiare internaționale vor contribui la acest lucru. Chiar dacă vom asista la o încetinire a exporturilor și importurilor, ecartul în favoarea exporturilor se va menține după ce în ultimii ani surplusul de cerere a fost satisfăcut preponderent pe seama bunurilor de pe piețele externe. La nivel global criza financiară poate conduce la o reducere a deficitului de cont curent al statelor emergente printre care și România în paralel cu o diminuare a excedentului de cont curent al marilor exportatori de petrol și de bunuri ce încorporează o tehnologie avansată.

Încetinirea puternică a deficitului de cont curent din luna august s-a produs în contextul unei majorări consistente a intrărilor din transferuri curente efectuate de către administrația publică. Deși un astfel de efect este temporar iar transferurile curente efectuate de sectorul privat înregistrează o anumită plafonare, estimăm o reducere a deficitului de cont curent la finele anului. Nu excludem totodată ca luna septembrie să aducă un element de noutate, respectiv reducerea pentru prima dată în ultimii ani a deficitului de cont curent (exprimat în valoare nominală, cumulat de la începutul anului) sub valoarea consemnată în perioada corespunzătoare din anul precedent. Dacă acest lucru se confirmă, vom reduce ușor proiecția noastră de deficit de cont curent pentru 2008.

Rata anuală a inflației s-ar putea situa în jurul valorii de 6,2% în 2008

Reducerea cotației petrolului ca urmare a declinului economic din Statele Unite va influența în continuare prețul combustibililor pe plan local, cu o întârziere specifică de 1-2 luni. Totodată, amânarea creșterii unor prețuri administrate în contextul electoral de la finele anului precum și politica monetară restrictivă a Băncii Centrale sunt alți factori ce pot contribui la menținerea trendului dezinflaționist în următoarele luni.

Evoluția cotației petrolului în 2008 (USD / baril)



Sursa: Reuters EcoWin, BCR Cercetare

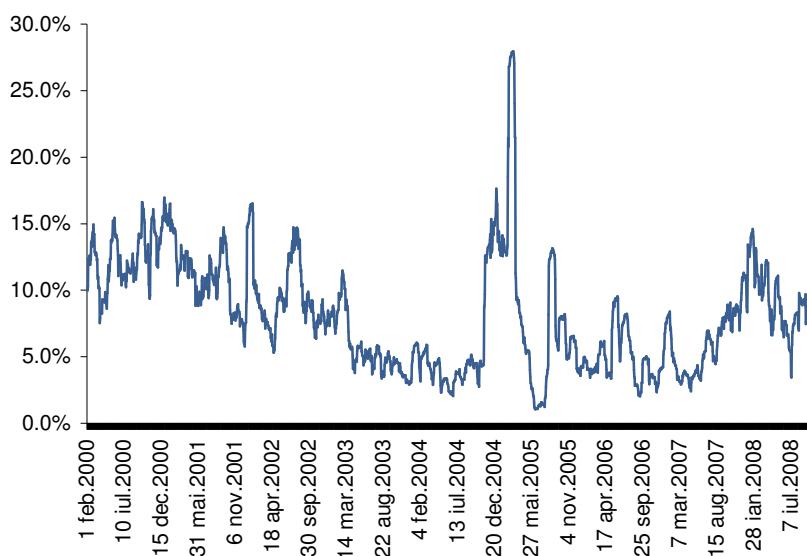
Zona euro va înregistra o reducere a inflației anualizate de la un maxim de 4% în luna iulie până spre 2,8% în decembrie 2008, cu un potențial efect pozitiv asupra României prin reducerea inflației importate. Astfel, după o lungă perioadă, factorii care acționează în sensul reducerii inflației au devenit mai puternici decât cei care conduc la creșterea ei pe termen scurt. Pe măsură ce orizontul de timp pentru care se realizează prognoza crește,

Banca Centrală a oprit o depreciere excesivă a leului în luna octombrie

incertitudinile asociate se măresc, iar a doua parte a anului 2009 implică riscuri destul de însemnate legate de producția agricolă alături de efectul de bază (inflația redusă din semestrul II 2008).

Volatilitatea leului din octombrie a atins un maxim al ultimelor 44 luni ca efect al atacului speculativ nereușit al nerezidenților. O depreciere excesivă și de lungă durată a monedei naționale, dincolo de pragul de 3,8 - 3,9 lei / euro, se poate dovedi periculoasă pentru economie, determinând creșterea prețurilor prin reajustarea unor contracte comerciale la noul nivel al cursului, inducerea unor incertitudini majore în rândul agenților economici și a populației, deteriorarea așteptărilor inflaționiste.

Volatilitatea anuală a cursului de schimb EUR/RON



Sursa: BNR, BCR Cercetare

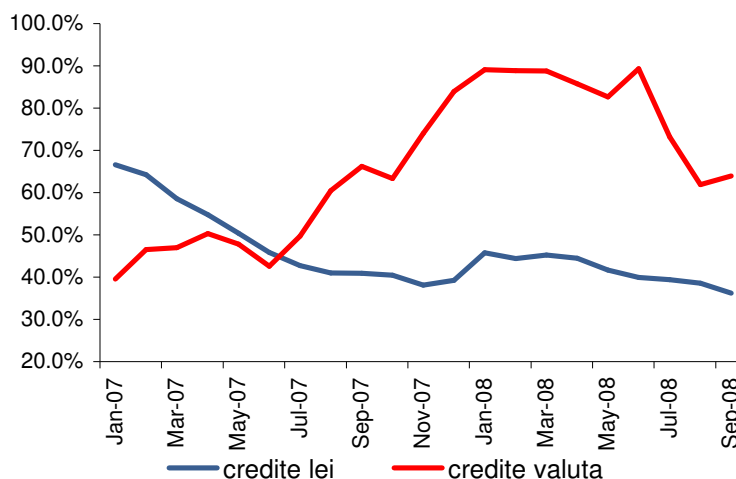
Creditul neguvernamental va încetini puternic, îndeosebi pe seama componentei în valută

După ce în luna septembrie ritmul anual de creștere a creditului neguvernamental a rămas la nivelul din august ca urmare a deciziei unor clienți de a beneficia de vechile norme de creditare, mai relaxate, dar și a unor efecte încă modeste ale crizei internaționale, în lunile următoare creditul ar putea încetini semnificativ. Scumpirea finanțării externe, eliminarea aproape completă a creditelor în franci elvețieni din oferta unor bănci comerciale, politica monetară restrictivă a Băncii Centrale incluzând aici și măsurile administrative împotriva creditului retail ce vor produce efecte din luna octombrie, incertitudinile cu privire la evoluția veniturilor în 2009 sunt în măsură să producă o decelerare a activității de creditare.

Depozitele în schimb ar putea avansa în urma majorării salariilor și a pensiilor, creșterii dobânzilor pasive bonificate de către băncile comerciale

și a modificării comportamentului populației prin reducerea consumului și orientarea cu precădere spre economisire.

Ritmul anual de creștere a creditului neguvernamental

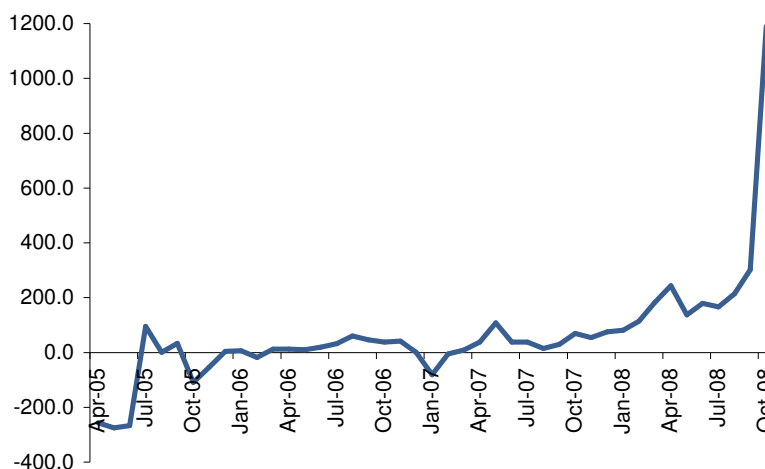


Sursa: BNR, BCR Cercetare

Reducerea rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei de la 20% la 18% va determina intrarea a circa 2 miliarde de lei în piața monetară după 24 noiembrie. Impactul asupra dobânzilor interbancare, în sensul reducerii lor după această dată, depinde de o serie de factori specifici: evoluția raportului credite / depozite în monedă locală, necesarul de lichiditate existent (conform Băncii Centrale pe medie au fost injectați în piață circa 3,5 miliarde lei zilnic în ultima perioadă), ecartul de timp dintre atragerea de fonduri de către Ministerul de Finanțe și reinjectarea lor în piață.

Catalizatorul reducerii dobânzilor interbancare și al apropierei acestora de dobânda de politică monetară ar putea fi utilizarea operațiunilor de tip repo prin care să se injecteze lichiditate în piață la dobânzi apropiate de dobânda de politică monetară și nu la dobânda lombard.

Având în vedere nivelul foarte ridicat al dobânzilor interbancare (media ROBOR la 3 luni a fost de 22,2% în octombrie față de 13,3% în septembrie), dobânda lombard a preluat temporar rolul dobânzii de politică monetară. Acest nivel înalt al dobânzii ar putea fi considerat un cost pentru protecția împotriva atacurilor nonrezidenților îndreptate asupra monedei naționale.

Ecartul dintre dobânda de politică monetară și ROBOR 3M (puncte de bază)


Sursa: BNR, BCR Cercetare

Scenariul nostru de bază indică posibile reduceri succesive ale dobânzii de politică monetară în primul semestru al anului următor ca urmare a reducerii inflației dar și a necesității asigurării unui cadru relativ favorabil creșterii economice din 2009 și 2010. Cu cât Banca Centrală își va întări rolul de creditor al sistemului bancar, cu atât mecanismul de transmisie a politicii monetare va deveni mai eficient.

Nu excludem reduceri suplimentare ale rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei ale instituțiilor de credit în 2009 dar în același timp vedem o probabilitate mică de reducere a rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută în prima parte a anului viitor în afara cazului în care finanțările externe (inclusiv investițiile străine directe) ar scădea considerabil. Motivele constau în necesitatea menținerii unor rezerve valutare înalte în condițiile internaționale actuale dar și în dorința Băncii Centrale de a oferi un avantaj creditului în lei față de cel în valută.

Costurile estimate ale creșterii salariilor cu 50% în tot sectorul de stat sunt de circa 2% din PIB în 2009

Estimarea noastră cu privire la un deficit bugetar de 3% din PIB în 2008 și 2009 este realizată într-un scenariu care nu ia în calcul majorările salariale din sectorul bugetar aflate în dezbateră în prezent. Dacă se consideră o majorare cu 50% a salariilor în întreg sectorul bugetar, costurile suplimentare vor fi de circa 1,5 - 2% din PIB în 2009, în timp ce o majorare doar în învățământ conduce la costuri de aproximativ 0,8% din PIB. Cu toate acestea, este puțin probabil ca salariile să crească cu 50% în tot sectorul bugetar având în vedere anumite majorări deja acordate. Încadrarea deficitului bugetar în limita de 3% în următorii ani devine astfel o problemă delicată și ar fi de dorit ca respectarea acestui prag să nu se facă

prin reducerea investițiilor în infrastructură. O serie de proiecte de infrastructură (autostrăzi) ar putea fi realizate în cadrul unor parteneriate public-privat, dar România a avut o experiență extrem de limitată în acest sens iar în ultimul timp costul de finanțare a partenerului privat a crescut consistent.

Colectarea foarte bună a impozitelor indirecte în primul trimestru al anului 2008 induce un efect de bază negativ pentru perioada corespunzătoare a anului 2009 iar evoluția acestor impozite se poate dovedi modestă în primele trei luni ale anului următor, cu un efect negativ asupra deficitului bugetar și creșterii economice.

Creșterea presiunilor asupra bugetului de stat este consistentă dar este vital în același timp ca România să accelereze măcar investițiile în infrastructură și agricultură în 2009. În condițiile în care majorările salariale efectuate în 2008, cele aflate în prezent în discuție și eventualele noi solicitări din 2009 ar determina nerespectarea criteriului de la Maastricht cu privire la deficitul bugetar, este posibil să asistăm la întărirea politicii fiscale, un aspect mai puțin dezbătut în campania electorală.

Contact info – Bcr.Cercetare@bcr.ro

Coordonator - Economist Sef	Dr. Lucian Anghel	lucian.anghel@bcr.ro	+4021 312 67 73/1020
Analist	Eugen Sinca	eugen.sinca@bcr.ro	+4021 312 67 73/1026
Analist	Dumitru Dulgheru	dumitruteodor.dulgheru@bcr.ro	+4021 312 67 73/1025

Acest document este proprietatea Băncii Comerciale Române și nu reprezintă o ofertă sau o propunere pentru o investiție. Acest document nu poate fi reprodus, distribuit sau publicat fără acordul prealabil al Băncii Comerciale Române. Toate opiniile din materialul de mai sus reprezintă punctul de vedere al autorilor și pot fi modificate fără o notificare prealabilă.