

Sinteze macroeconomice trimestriale

- **Creștere economică negativă în 2009**
- **Corecție importantă a deficitului de cont curent**
- **Acordul cu FMI și UE, o ancoră de stabilitate într-un an electoral**
- **Posibilă surpriză pozitivă furnizată de investițiile străine directe**
- **Deficitul bugetar, sub presiune**

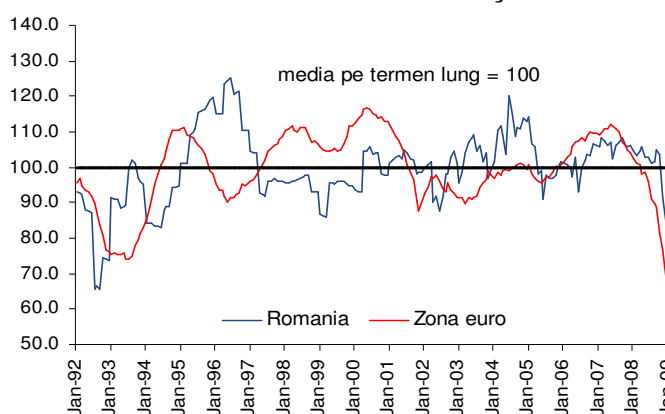
Sumar:

- **Restrângerea considerabilă a cererii externe, dar și lipsa sprijinului consistent oferit creșterii economice de anumiți factori interni specifici vor conduce la o creștere economică negativă situată în jurul valorii de -2,1% în 2009; cu toate acestea, amploarea declinului economic ar putea fi mai mică în România în comparație cu unele state din zona euro**
- **Spre deosebire de experiența altor țări care se confruntă cu scăderea pronunțată a inflației, România se află încă în fața unor presiuni inflaționiste persistente; deprecierea cursului de schimb de la începutul anului, evoluția nefavorabilă a anumitor prețuri administrate, dar mai ales oferta internă limitată de bunuri și servicii sunt principalii factori de risc la adresa inflației**
- **Evoluția investițiilor străine directe s-ar putea situa peste anticipații, în ciuda contextului internațional extrem de nefavorabil, dar și a anumitor schimbări metodologice**
- **Relaxarea politicii monetare din a doua parte a anului va avea loc treptat, evoluția inflației, presiunile interne și externe asupra cursului de schimb și execuția bugetară fiind principalii factori care vor influența amplitudinea reducerilor succesive ale dobânzii de politică monetară**
- **Îmbunătățirea percepției de risc la adresa României ulterioară încheierii acordului cu FMI și UE va continua numai în cazul finalizării în bune condiții a obligațiilor asumate, prin atingerea țintelor și îndeplinirea reformelor solicitate de instituțiile financiare internaționale într-un an electoral**
- **Un deficit bugetar de 4,6% din PIB în conformitate cu prevederile acordului cu FMI și UE este posibil, însă într-un scenariu care indică atât o scădere a veniturilor bugetare cât și a cheltuielilor prin comparație cu 2008**

Creșterea economică din anul 2009 s-ar putea situa la aproximativ -2,1%

După nouă ani de creștere economică neîntreruptă în care produsul intern brut s-a majorat de la 33,5 miliarde euro în anul 1999 la 136,9 miliarde euro în anul 2008, România ar putea înregistra o contracție economică de aproximativ 2,1% în acest an în condițiile în care efectele crizei economice și financiare internaționale au determinat o deteriorare accentuată a activității economice în ultimele luni. Această estimare are un anumit grad de incertitudine determinat inclusiv de varietatea aprecierilor referitoare la nivelul creșterii economice din zona euro în 2009, plasată în prezent în jurul valorii de -3.6%.

Indicatorul de încredere în economia României și în economia zonei euro



Sursa: Comisia Europeană

Corelația în creștere în ultimii ani dintre economia României și cea a Zonei Euro este reliefată inclusiv de indicatorul de încredere în economia națională publicat de către Comisia Europeană. Luna martie a adus atât pentru România cât și pentru Zona Euro minime absolute ale încrederii în economie (la un nivel de 64,3 și respectiv 64,6) calculate ca și medii ale evoluțiilor din domeniul industrial, al serviciilor, consumului, construcțiilor și comerțului cu amănuntul.

Scăderea severă a producției industriale de până acum, vizibilă în aproape toate economiile europene, alături de posibila reducere cu 9% a volumului comerțului exterior pe plan mondial în 2009 conform *World Trade Organization*, arată amploarea actualei crize și importanța măsurilor comune de relansare economică. În acest context, pachetele financiare de stimulare a economiilor din Zona Euro alături de măsuri de impulsie a schimburilor comerciale la nivel internațional pot oferi un ajutor important economiei românești pe termen scurt (creșterea vânzărilor Dacia pe piața germană este un exemplu elocvent în acest sens).

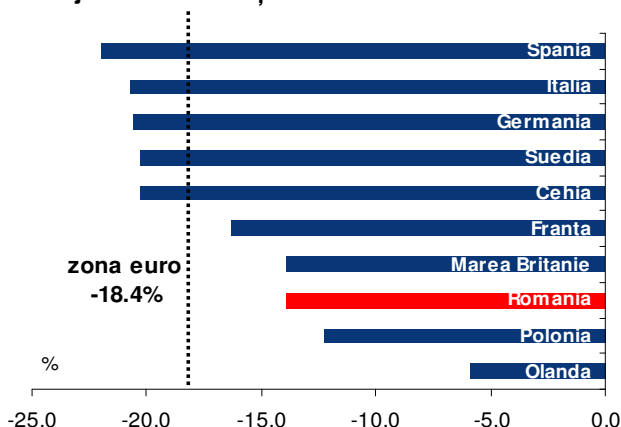
Producția industrială, în declin în toată Zona Euro

Evoluția industriei va influența puternic în sens negativ dinamica produsului intern brut, având în vedere faptul că acest sector contribuie cu circa 1/5 la formarea PIB în Zona Euro și cu 1/4 în România.

Dincolo de efectele puternice ale celui de-al doilea val al crizei internaționale marcate de prăbușirea băncii Lehman Brothers în septembrie 2008, creșterea economică a României ar putea fi afectată și de anumiți factori interni specifici care nu vor mai furniza un sprijin la fel de consistent ca în 2008 în majoritatea sectoarelor – agricultura în special și colectarea impozitelor indirecte partial vor fi influențate de un efect de bază însemnat

după un an 2008 cu performanțe bune.

**Producția industrială în Europa - evoluții % anuale (februarie 2009),
date ajustate în funcție de numărul de zile lucrătoare)**

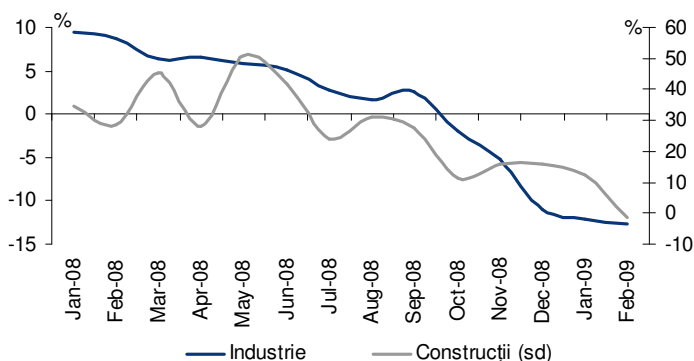


Sursa: Eurostat, BCR Cercetare

Cererea internă va marca o scădere în România în anul 2009 atât pe componenta cererii de consum cât și pe segmentul cererii de investiții. Cererea de consum a populației se va comprima ca urmare a deteriorării condițiilor de pe piața muncii (rata șomajului înregistrat ar putea atinge 7,2% în acest an în care câștigurile salariale vor avea o creștere reală apropiată de 0), dar și a încetirii semnificative a creditului retail.

Dincolo de aceste elemente specifice mai multor țări afectate de criză, persistența presiunilor inflaționiste în cadrul economiei românești cel puțin în primul trimestru al anului 2009 este de natură să descurajeze și mai mult evoluția comerțului retail.

Producția industrială - evoluție % anuală (serie ajustată sezonier)



Sursa: BCR Cercetare, INS

Formarea brută de capital fix va fi afectată în special de reducerea dinamicii lucrărilor de construcții pe segmentul rezidențial ca urmare a restrângerii finanțărilor externe și într-o măsură mai mică de scăderea investițiilor în utilaje, ce ar putea fi poziționate mai bine ca urmare a unor investiții străine directe peste așteptări în industria prelucrătoare.

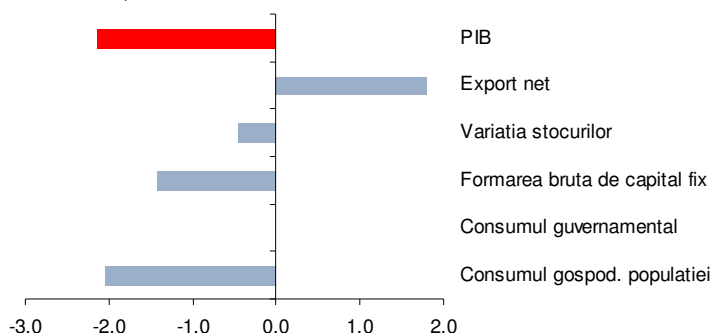
Contribuția cererii externe nete la creșterea economică ar putea fi pozitivă în anul 2009 ca urmare a scăderii mai accentuate a importurilor în comparație cu exporturile. Ponderea exporturilor în PIB în cazul României a fost de

Exportul net ar putea contribui pozitiv la formarea PIB în 2009

numai 24,6% în anul 2008, mult sub media altor state din Europa Centrală și de Est.

Deși considerat un avantaj pe termen scurt, acesta indică în același timp și rămânerea în urmă a economiei românești care a beneficiat de fluxuri anuale de investiții străine directe semnificative numai după anul 2004 (aproximativ 70% din investițiile străine directe atrase de România în ultimii 19 ani au venit doar în intervalul 2004-2008).

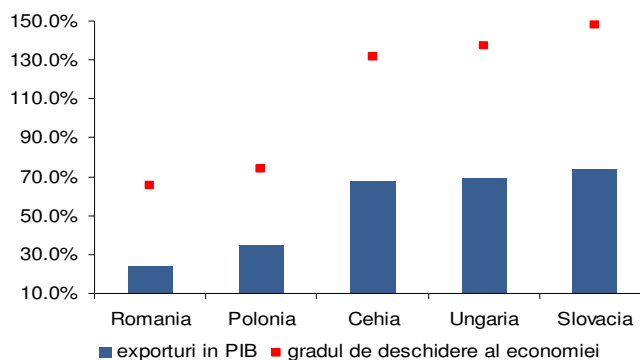
Estimarea contribuțiilor elementelor de utilizări la creșterea PIB în 2009 (pp)



Sursa: BCR Cercetare

Estimarea noastră referitoare la creșterea economică din 2009 este mai optimistă decât prognoza oficială folosită în cadrul ultimei rectificări bugetare. În acest moment, considerăm că o contracție de -4% este mai apropiată de un *worst case scenario* și a fost folosită în mod benefic în scopul evitării anumitor derapaje pe partea de cheltuieli publice care ar putea avea loc într-un an electoral.

Exporturile în PIB și gradul de deschidere a economiei



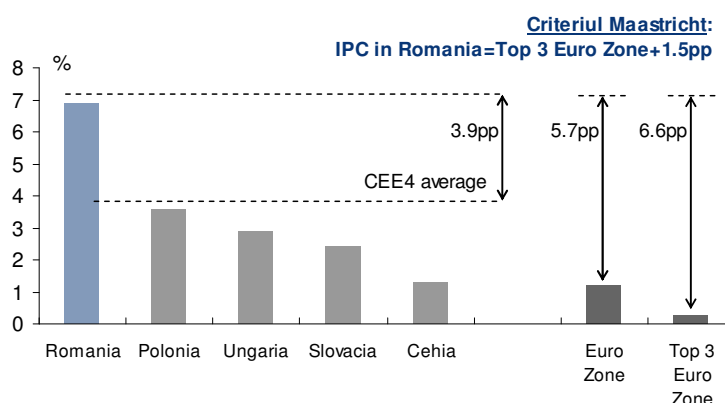
Sursa: INSSE, Erste Research

Scenariul actual indică o reluare a creșterii economice în anul 2010, produsul intern brut rămânând însă sub potențial, ceea ce ar putea evita reinflamarea dezechilibrelor externe.

Presiunile inflaționiste se vor diminua, însă treptat

Procesul dezinflaționist din acest an va fi unul lent și înconjurat de riscuri importante: evoluția cursului de schimb, a producției agricole și a prețurilor administrate care dețin o pondere de 19-20% în coșul de consum. Lipsa unui calendar oficial de majorare a prețurilor administrate, dar mai ales menținerea artificială la un nivel scăzut a anumitor prețuri în trecut ridică probleme pe acest segment. Totuși, estimăm o reducere a excesului de cerere în a doua parte a anului și ne menținem prognoza inițială referitoare la o inflație de 5,4% în 2009.

Evoluția comparativă a ratei anuale a inflației (februarie 2009)



Sursa: Eurostat, BCR Cercetare

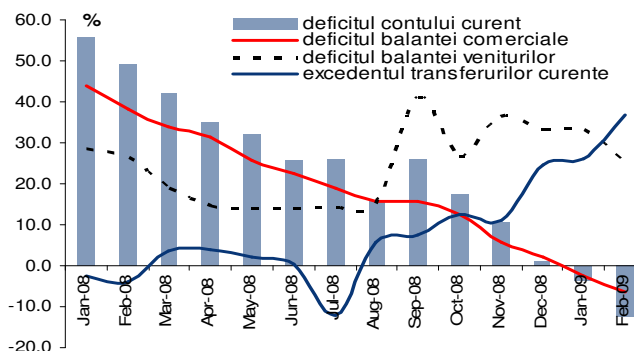
Rata inflației din România a reacționat diferit până în prezent la încetinirea economică în comparație cu experiența altor state, ceea ce indică faptul că oferta internă rămâne încă la un nivel nesatisfăcător, iar concurența pe anumite segmente poate fi îmbunătățită. Dacă anumite țări se confruntă cu riscul deflației și au trecut inclusiv la măsuri nestandard de politică monetară, inflația rămâne o problemă majoră în drumul României către Zona Euro, cu atât mai mult cu cât scăderile anterioare s-au dovedit a fi conjuncturale (determinate de producția agricolă abundentă, de evoluția favorabilă pe termen scurt a leului sau de reducerea prețurilor combustibililor).

Fără un sector agricol performant susținut prin investiții masive de stat și fonduri europene, atingerea criteriului de convergență în domeniul stabilității prețurilor rămâne un obiectiv extrem de ambițios în condițiile în care produsele alimentare dețin în prezent o pondere de 37,6% în coșul de consum.

Investițiile străine directe ar putea atinge 5 miliarde euro

Fluxul investițiilor străine directe din perioada octombrie 2008 – februarie 2009 a fost de 3,2 miliarde euro ceea ce arată că România a rămas o zonă de interes pentru companiile internaționale, în ciuda înrăutățirii semnificative a lichidității și a percepției asupra riscului la nivel global. Investițiile din 2009 ar putea fi reprezentate în special de participații la capital și profit reinvestit în industrie și în sectorul financiar în paralel cu diminuarea creditelor intra-grup.

Deficitul de cont curent și componentele sale (variație % 12 luni cumulat)



Sursa: BNR, BCR Cercetare

Investițiile străine directe care nu generează datorie externă ar putea depăși semnificativ nivelul de 50% în totalul fluxurilor atrase de România în 2009.

Reducere graduală a dobânzii de politică monetară în a doua parte a anului

Scăderea investițiilor străine directe în 2009 se va datora și schimbărilor metodologice intervenite prin neincluderea creditelor subordonate contractate de sectorul bancar, sume importante ce au fost înregistrate în 2008. Deficitul de cont curent va continua să se reducă îndeosebi pe seama comprimării dezechilibrului balanței comerciale ca urmare a diminuării într-un ritm mai accelerat a importurilor în comparație cu exporturile.

Având în vedere evoluțiile recente ale deficitului de cont curent și investițiilor străine directe, împrumutul de 19,9 miliarde euro recent contractat este acoperitor pentru nevoile României.

Banca centrală ar putea menține neschimbată dobânda de politică monetară la nivelul de 10% la următoarea ședință a consiliului de administrație din data de 6 mai, în așteptarea efectelor concrete produse de reducerea la zero a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadența reziduală mai mare de doi ani. Anticipăm reducerea treptată a dobânzii de politică monetară în a doua parte a anului cu aproximativ 25 de puncte de bază la fiecare ședință pentru menținerea unui echilibru între furnizarea de lichiditate necesară limitării contracției economice pe de o parte și evitarea unei potențiale depreciere puternice a leului pe de altă parte. Situarea inflației considerabil peste limita superioară a intervalului țintit este însă cel mai important element care va determina o relaxare doar în pași mici a politicii monetare.

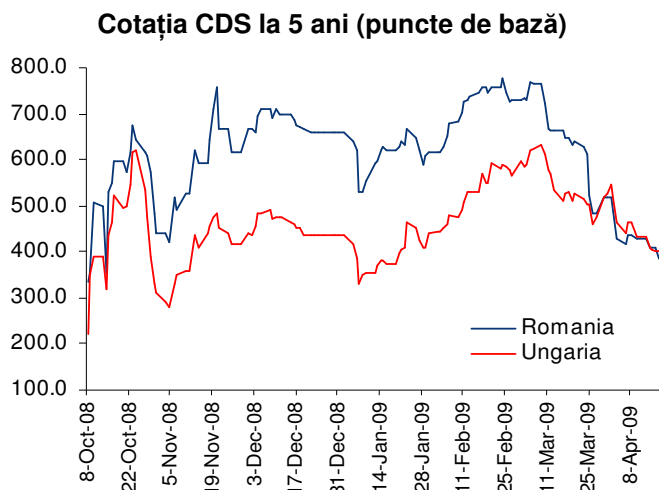
Relaxarea politicii monetare va depinde și de modul cum va acționa guvernul în elaborarea politicilor fiscale și salariale într-un an electoral, însă cu o centură de siguranță asumată prin acordul cu FMI și UE. Experiența României este astfel diferită de cea a țărilor dezvoltate care au trecut inclusiv la măsuri agresive de susținere a economiei prin scăderea dobânzilor în apropiere de 0 și injectarea de lichidități pentru impulsivizarea cererii agregate. În anumite cazuri, relaxarea politicii monetare a fost însoțită și de acordarea unor stimuli fiscali consistenti. Considerăm că adoptarea unor astfel de măsuri în cazul României atât pe componenta de politică monetară cât și pe cea de politică fiscală ar fi inoportună datorită ofertei interne limitate de bunuri și servicii, stimularea cererii conducând la majorarea importurilor și nu neapărat la încurajarea producției autohtone.

Dubla constrângere suportată în prezent de bugetul de stat (pe de o parte dificultatea finanțării de pe piețele private la costuri rezonabile iar pe de altă parte deficitul bugetar ridicat) lasă guvernului un spațiu de manevră foarte restrâns pentru o eventuală susținere a economiei printr-o politică fiscală expansionistă. Îmbunătățirea capacității companiilor românești de a răspunde cererii interne este principala provocare pe care acestea o vor avea de înfruntat la finalul actualei crize atunci când reluarea fluxurilor comerciale globale le va pune din nou în fața concurenței întreprinderilor din alte state.

Reacție pozitivă a investitorilor după încheierea acordului cu FMI și UE

Încheierea acordului preventiv de tip stand-by cu Fondul Monetar Internațional a condus la o îmbunătățire a percepției asupra riscului. Leul s-a apreciat la cel mai înalt nivel din ultimele trei luni iar cotația CDS a scăzut cu circa 200 puncte de bază în perioada ulterioară semnării acordului. Acordul a avut astfel un rol cheie în evitarea unei depreciere abrupte a monedei naționale și o deteriorare mai puternică a încrederii investitorilor.

Reducerea cotației CDS s-a datorat și recentului acord încheiat la Viena între principalele bănci cu capital străin prin care acestea au convenit asupra susținerii sistemului financiar din România.



Sursa: Reuters, BCR Cercetare

Banii de la FMI și UE vor ajunge gradual în mod indirect în economie conducând la o atenuare a impactului negativ al crizei. Aceste evoluții pozitive pot continua pe termen scurt, însă pentru un efect de durată este nevoie de continuarea strictă a reformelor cuprinse în cadrul înțelegerii cu FMI și UE și evitarea riscurilor politice într-un an electoral ce se suprapune peste criza financiară internațională ce afectează și România. Importanța evoluțiilor de pe plan intern este dublată de evoluțiile regionale ale unor țări din afara Uniunii Europene și rămâne de văzut dacă România va fi capabilă să demonstreze că poate fi diferită față de alte țări importante din regiune.

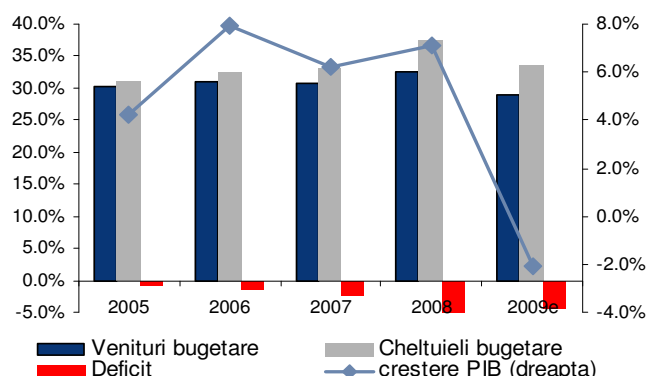
Acordul cu FMI și UE ar putea consolida traseul adoptării euro, dar în același timp rămânem sceptici cu privire la trecerea la moneda unică fără a se respecta o serie de criterii de performanță. În condițiile actuale, criteriul referitor la rata inflației rămâne cel mai greu de atins, urmat de deficitul bugetar și stabilitatea cursului.

Ratingul României, puternic dependent de redobândirea încrederii în politica fiscală

O îmbunătățire a ratingului de țară este puțin probabilă în 2009 datorită incertitudinilor care planează la nivel extern asupra abilității României de a reduce deficitul bugetar în apropiere de 3%. Respectarea condițiilor aranjamentului financiar multilateral proactiv încheiat de România cu FMI și Uniunea Europeană devine astfel elementul cheie care poate conduce într-un scenariu optimist la recâștigarea statutului *investment grade* în 2010.

Prima tranșă din împrumutul acordat de Comisia Europeană din luna iulie ar putea relaxa presiunile de finanțare a deficitului bugetar de pe piața internă.

Este extrem de important ca riscul politic să nu se materializeze într-un an electoral, România putând oferi astfel un exemplu de stabilitate într-o regiune în care oscilațiile politice din prima parte a anului 2009 au pus o presiune și mai mare asupra percepției riscului de către investitori. Respectarea independenței băncii centrale alături de voința politică a guvernului de a îndeplini condițiile acordului cu FMI și UE poate oferi o anumită garanție finalizării acestui acord în bune condiții în anul 2011.

Evoluția veniturilor și cheltuielilor bugetului general consolidat (% din PIB)


Sursa: Ministerul de Finanțe, BCR Cercetare

Deficitul bugetar din anul 2009 s-ar putea reduce numai marginal în comparație cu anul anterior la circa 4,6% din PIB într-un scenariu care indică o contracție anuală de aproximativ 5% în termeni nominali a veniturilor încasate la bugetul general consolidat. Depășirea în acest an a deficitului bugetar din 2008 ca și pondere în PIB și depășirea astfel de criteriul de aderare la moneda unică europeană ar transmite un semnal extrem de negativ piețelor internaționale. Este destul de greu ca într-un an economic dificil să fie identificată o vină directă a guvernului pentru neîncasarea veniturilor la bugetul de stat, dar controlul slab asupra cheltuielilor publice ca volum și structură va declanșa critici aprinse și deteriorarea credibilității. Estimarea oficială de creștere a veniturilor bugetare cu 6% în 2009 este încă una optimistă și anticipează noi rectificări bugetare în lunile următoare.

Rigiditatea cheltuielilor bugetare (caracteristică dată îndeosebi de componenta socială) alături de scăderea economică vor exercita presiuni în creștere asupra bugetului de stat în 2009. Rolul statului în susținerea economiei prin finanțarea de obiective pe termen lung în domeniul energetic sau al infrastructurii devine astfel tot mai important iar lipsa implementării investițiilor anunțate în cadrul ultimei rectificări bugetare, de peste 38 miliarde lei, va face ca estimarea noastră referitoare la o rată a șomajului de 7,2% să fie una relativ optimistă.

Creșterea pensiilor cu 47% în termeni nominali în 2008 precum și existența unui raport supraunitar între numărul mediu al pensionarilor și cel al salariaților determină pe termen lung un deficit bugetar structural de circa 1-2% din PIB. Cheltuielile pentru infrastructură ar putea fi afectate de acest deficit bugetar cronic, iar parteneriatul public privat devine una dintre puținele opțiuni ce ar permite în contextul crizei actuale continuarea investițiilor în infrastructură la un nivel compatibil cu dezvoltarea sustenabilă a României. O restructurare a sistemului public de pensii sau o reașezare a anumitor impozite pentru creșterea veniturilor bugetului de stat ar putea fi alternativele pentru ieșirea din impasul bugetar actual. Dincolo de majorarea pensiilor, creșterea salariilor din sectorul public cu aproximativ 22% în 2008 este un alt element generator de presiune asupra sistemului bugetar.

În concluzie, încheierea și mai ales respectarea acordului cu FMI și UE într-un an electoral ar putea evita derapajele înregistrate pe partea de cheltuieli

sociale în 2008, tot un an electoral, putând fi o ancoră de stabilitate. Este posibil ca românului de rând să-i fie puțin mai rău cu acest acord pe termen scurt decât fără acord, însă în același timp există o speranță de îmbunătățire a situației economice pe termen mediu și lung.

Principalii indicatori macroeconomici

		2004	2005	2006	2007	2008	2009f	2010f	2011f
Economia reală									
PIB real	%, y/y	8.5	4.2	7.9	6.2	7.1	-2.1	2.0	3.7
PIB nominal	mld RON	247	289	345	413	504	540	600	668
PIB pe locuitor	EUR	2,816	3,688	4,531	5,743	6,368	5,988	6,814	7,793
Consumul privat	%, y/y	12.9	9.4	11.6	9.8	8.4	-2.7	2.1	4.0
Formarea brută de capital fix	%, y/y	11.1	12.7	19.9	29.0	19.3	-4.2	2.4	4.0
Producția industrială	%, y/y	5.3	2.0	7.1	5.4	0.9	-8.0	1.0	3.5
Comerț retail	%, y/y	12.8	17.6	13.5	17.8	13.0	-5.0	2.5	4.0
Balanța de plăți									
Importuri (nominal)	%, y/y	23.4	23.9	25.1	26.0	9.4	-32.5	7.0	8.5
Exporturi (nominal)	%, y/y	21.3	17.5	16.2	14.3	13.8	-25.0	7.0	9.5
Deficit comercial (FOB-FOB)	mld EUR	-5.3	-7.8	-11.8	-17.8	-18.2	-9.8	-10.4	-11.1
Deficit comercial	% în PIB	-8.7	-9.8	-12.0	-14.4	-13.3	-7.6	-7.1	-6.6
Deficit de cont curent	mld EUR	-5.1	-6.9	-10.2	-16.7	-16.9	-10.6	-10.6	-11
Deficit de cont curent	% în PIB	-8.4	-8.6	-10.4	-13.5	-12.3	-8.2	-7.3	-6.6
Investiții străine directe (fluxuri)	mld EUR	5.2	5.2	9.1	7.3	9.0	5.0	5.5	6.0
Investiții străine directe (fluxuri)	% în PIB	8.5	6.5	9.3	5.9	6.6	3.9	3.8	3.6
Prețuri									
IPC	%, y/y	9.3	8.6	4.9	6.6	6.3	5.4	4.4	4.0
Indicele prețurilor producției industriale	%, y/y	16.3	9.6	11.6	10.5	7.9	6.6	6.0	5.4
Piața muncii									
Rata șomajului înregistrat	%, Dec	6.3	5.9	5.2	4.1	4.4	7.2	6.8	6.5
Salariul brut (real)	%, y/y	10.5	9.0	11.1	16.2	15.6	0.0	2.4	2.3
Bugetul de stat									
Deficitul bugetului consolidat	% în PIB	-1.1	-0.8	-1.6	-2.3	-4.9	-4.6	-4.0	-3.5
Datoria publică	% în PIB	22.9	19.3	19.2	19.9	21.6	24.7	26.3	27.1
Dobânzi									
Dobânda de politică monetară	Dec	17.00	7.50	8.75	7.50	10.25	9.00	7.50	6.75
Cursul de schimb									
EUR/RON	Dec	3.97	3.68	3.38	3.61	3.99	4.3	4.2	3.9
USD/RON	Dec	2.91	3.11	2.57	2.46	2.83	2.9	3.0	2.8
<i>Sursa datelor: BCR Cercetare, INSSE, BNR, Ministerul Finanțelor</i>									

Contact info – BCR.Cercetare@bcr.ro

Coordonator - Economist Sef	Dr. Lucian Anghel	lucian.anghel@bcr.ro	+4021 312 67 73/1020
Analist	Dumitru Dulgheru	dumitru-teodor.dulgheru@bcr.ro	+4021 312 67 73/1029
Analist	Eugen Sinca	eugen.sinca@bcr.ro	+4021 312 67 73/1026

Acest raport a fost elaborat de către Direcția Cercetare de Piață și Macroeconomică, fiind proprietatea Băncii Comerciale Române și nu reprezintă o ofertă sau o propunere de investiție. Informațiile/opiniile formulate în documentul de față au fost colectate/au la bază surse considerate a fi de încredere, dar nu garantăm că acestea sunt exacte și complete și de aceea nu trebuie utilizate ca atare. Toate opiniile, previziunile și estimările din prezentul material reflectă propria noastră judecată la momentul elaborării raportului, putând fi modificate fără o înștiințare prealabilă. Acest document nu poate fi reprodus, distribuit sau publicat fără acordul prealabil al Băncii Comerciale Române.