

2

Puncte forte si provocari.  
Calificativul privind riscul de tara.

2

Sectorul economiei reale. Cresterea economica

6

Balanta de plati si pozitia investitionala

+

Politica monetara, pietele financiare si titlurile de stat	7
Consolidarea fiscala	10
Intermedierea financiara	10

# PANORAMA

Ianuarie 2015

## RAPORT MACROECONOMIC ROMANIA 2014

PUBLICATIE ECONOMICA COFACE

De Iancu Guda (Coface Romania Macroeconomic Analyst)



In scenariul de baza pentru 2014, Coface estimeaza ca avansul anual al PIB-ului va fi de 2,5%, (cu posibile variatii in intervalul 2,2% - 2,5%), valoarea finala depinzand de nivelul consumului din luna decembrie (inclusiv cel guvernamental).

Pentru 2015, se asteapta ca activitatea economica sa ramana pe o tendinta crescatoare, inregistrand o crestere marginala superioara, comparativ 2014. Aceasta tendinta va fi sustinuta de: consumul privat, aportul mai important al formarii brute de capital, atat in mediul privat cat si institutional, un aport zero la cresterea economica din partea agriculturii, aportul negativ din partea relatiilor comerciale externe. Astfel, in scenariul de baza (cu aportul agriculturii), avansul PIB-ului real pentru 2015 este estimat la 2,7%, cu posibilitatea de a varia in intervalul 2,5% - 2,7%, in conditiile in care agricultura va inregistra o dinamica apropiata de trendul pe termen lung.

**Deficitul de cont curent inregistrat in anul 2014 nu va depasi 1% din PIB**, iar pentru anul curent acesta poate urca pana la -1,5% din PIB, pe fondul unui avans mai rapid al importurilor.

Finantarea deficitului de cont curent este momentan acoperita prin nivelul investitiilor straine directe precum si perspectivele de crestere a absorbtiei fondurilor europene, 2015 fiind ultimul an in care se primesc sumele alocate pentru programul 2007-2013.

Anul 2015 va debuta cu o **Inflatie anuala sub 1%**, urmand sa inregistreze un trend crescator catre tinta BNR de 2,5% in a doua jumatate a anului. Astfel, in scenariul de baza, inflatia medie anualizata pentru 2015 nu va depasi 2%, insa surprize pot aparea din partea ofertei ("supply side inflation") sau rezultatului productiei agricole, ambele avand un grad ridicat de incertitudine.

Politica monetara din ultimul an (reducerea dobanzii de referinta si a rezervelor minime obligatorii pentru depozite) ar trebui sa aibe un efect favorabil asupra perspectivelor de relansare a finantarii si sustinerii cresterii economice. Acest lucru se observa deja, cel putin din perspectiva orientarii creditelor noi catre moneda locala, ponderea acestora fiind in crestere in portofoliul bancilor.

Cu toate acestea, apetitul mediului privat pentru creditare este in continuare foarte redus, atat pe zona de corporate cat si in ceea ce priveste gospodariile populatiei.

## 1

## PUNCTE FORTE SI PROVOCARI. CALIFICATIVUL PRIVIND RISCUL DE TARA

## Puncte forte

- Piata domestica relativ mare
- Rezerva valutara semnificativa
- Gradul de indatorare publica sub media UE
- Consolidarea fiscala

## Provocari

- Indatorare ridicata a sectorului privat
- Nivel scazut al veniturilor guvernamentale ca % PIB
- Deciziile fiscale ad-hoc

## Metodologia Coface privind riscul de tara

Prin calificativul privind riscul de tara, Coface masoara riscul mediu al aparitiei incidentelor de plata inregistrate de companiile dintr-o anumita tara, promovand astfel un focus mai ridicat asupra mediului de afaceri. Metodologia Coface ia in considerare (in ordinea prioritatilor):

- Experienta de plata a Coface, in calitate de asigurator de credite comerciale;
- Climatul de business;
- Perspectivele economice si politice ale tarii.

Coface a pastrat calificativul privind riscul de tara pentru Romania la B, clasa de risc care indica un mediu economic si politic instabil, capabil sa afecteze in continuare un istoric al platilor deja sarac. Romania ramane vulnerabila ca urmare a caracterului structural al dezechilibrelor externe si interne precum si necesarului ridicat de finantare pe fondul unei economisiri interne insuficiente. Sistemul bancar ramane afectat de un nivel ridicat al imprumuturilor neperformante.

## 2

## SECTORUL ECONOMIEI REALE. CRESTERA ECONOMICA

Conform datelor publicate de INS, Produsul Intern Brut real pentru trimestrul III al anului 2014 a inregistrat un avans de 3,3% (fata de anul precedent, serie bruta) si de 1,8% (fata de trimestrul anterior, serie ajustata sezonier).

Cu exceptia evolutiei din trimestrul al-II-lea, dinamica trimestriala a plasat Romania in topul tarilor din zona EURO cu privire la avansul PIB-ului real.

% Modificare fata de trimestrul anterior (serie ajustate sezonier)

	Q1_2013	Q2_2013	Q3_2013	Q4_2013	Q1_2014	Q2_2014	Q3_2014
<b>Romania</b>	↑ 0,6%	↑ 0,5%	↑ 1,6%	↑ 1,1%	↑ 0,8%	↓ -0,4%	↑ 1,8%
<b>UE</b>	↓ -0,1%	↑ 0,3%	↑ 0,1%	↑ 0,4%	↑ 0,4%	↑ 0,2%	↑ 0,3%
<b>UE(17)</b>	↓ -0,2%	↑ 0,3%	↑ 0,2%	↑ 0,3%	↑ 0,3%	↑ 0,1%	↑ 0,2%

% Modificare fata de acelasi trimestru anul anterior (serie bruta, real)

	Q1_2013	Q2_2013	Q3_2013	Q4_2013	Q1_2014	Q2_2014	Q3_2014
<b>Romania</b>	↑ 2,2%	↑ 1,5%	↑ 4,1%	↑ 5,4%	↑ 4,0%	↑ 1,4%	↑ 3,3%
<b>UE</b>	↓ -0,7%	↓ -0,1%	↑ 0,1%	↑ 1,0%	↑ 1,5%	↑ 1,3%	↑ 1,3%
<b>UE(17)</b>	↓ -1,2%	↓ -0,6%	↓ -0,4%	↑ 0,4%	↑ 1,0%	↑ 0,8%	↑ 0,8%
<b>Romania in Top Cresteri economice zona UE(28)</b>			<b>1st</b>	<b>1st</b>	<b>2nd</b>	Not in top 10	<b>2nd</b>

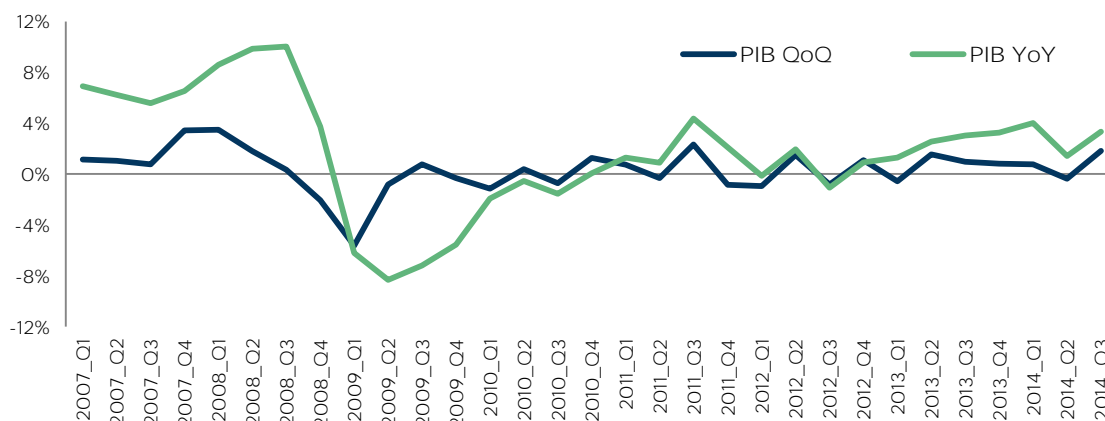
Pentru intreaga perioada Ianuarie-Septembrie 2014, Romania a inregistrat o crestere reala a PIB-ului de 2,9%, aceasta fiind sustinuta de urmatoorii factori:

- **Cresterea consumului privat**, care a inregistrat un avans de 4,5% fata de anul precedent, si a contribuit cu aproximativ doua treimi la cresterea PIB-ului real inregistrata in aceasta perioada. In schimb, formarea bruta de capital a inregistrat un trend negativ, raportand o contractie in perioada analizata de aproximativ -6%, in conditiile in care investitiile publice au scazut cu aproximativ -15% fata de anul precedent;
- **Dinamica productiei industriale**, care a inregistrat in primele noua luni ale anului 2014 un avans de 7,4%, respectiv 8,5% (serie ajustata sezonier):

- Agricultura si exportul net au avut un impact marginal la dinamica PIB-ului pentru primele trei trimestre. Astfel:

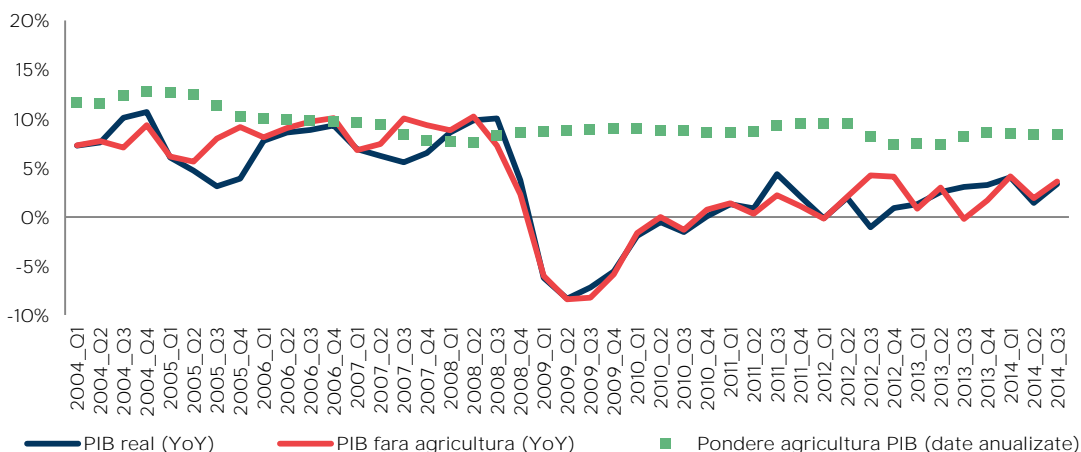
- Conform datelor publicate de INS pentru primele 11 luni ale anului 2014, avansul anualizat al exporturilor este aproape similar cu cel al importurilor, respectiv 6,5% si 6%;
- Conform ultimelor date publicate de catre Eurostat, productia agricola a inregistrat un avans de 1,3% in anul 2014 comparativ cu anul anterior, fiind usor peste trendul pe termen lung (media productiei agricole inregistrata in ultimii 10 ani).

Grafic 1: Evolutia PIB-ului trimestrial



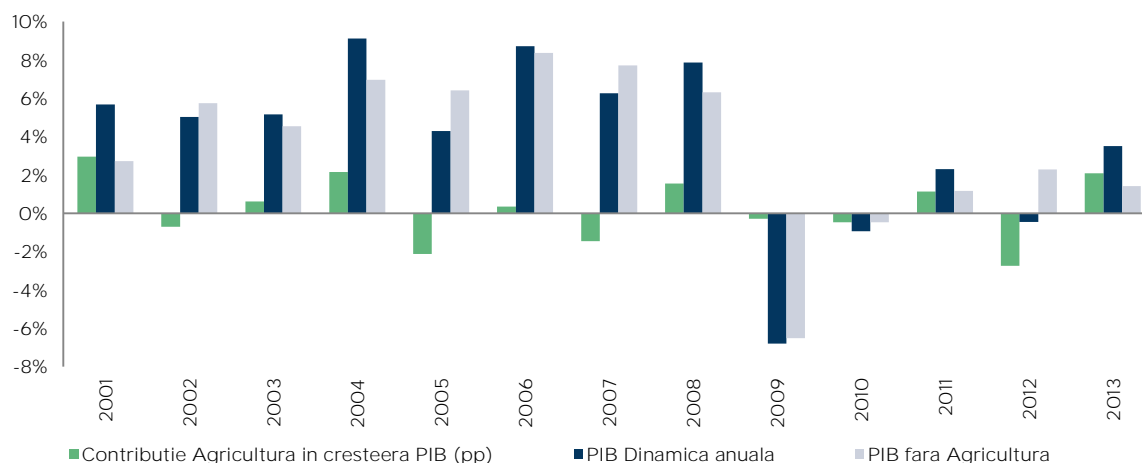
Sursa: INS, Date prelucrate Coface

Grafic 2: PIB-ul trimestrial (cu si fara agricultura)



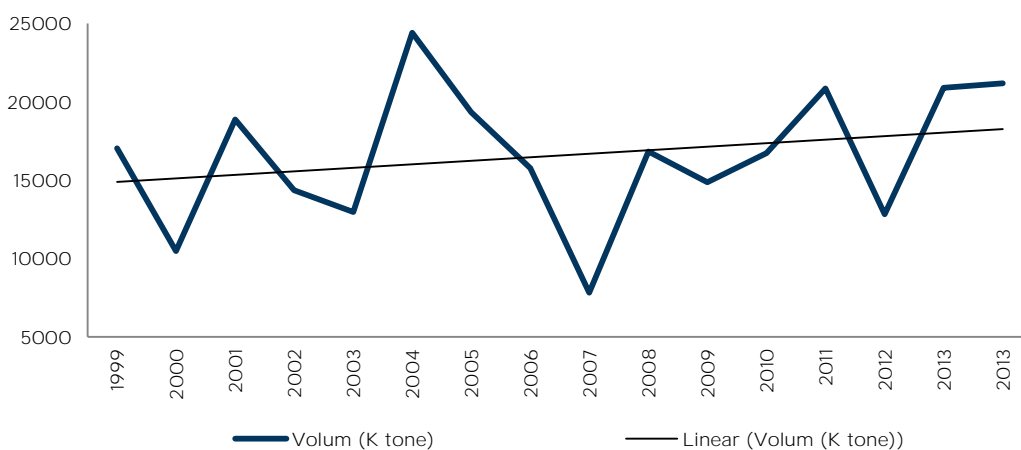
Sursa: INS, Date prelucrate Coface

Grafic 3: Evolutie anuala PIB (cu fara agricultura)



Sursa: INS, Date prelucrate Coface

Grafic 4: Productia de cereale



Sursa: Eurostat, Date prelucrate Coface

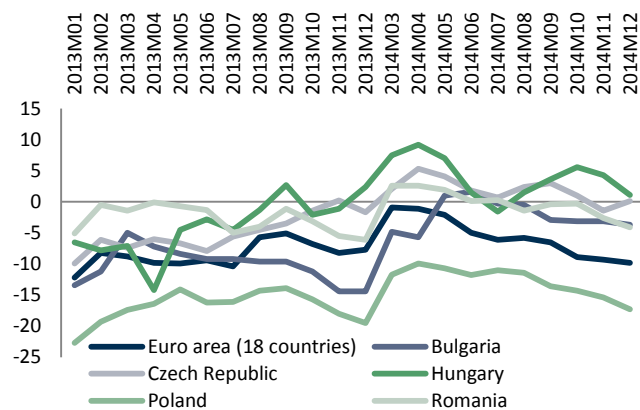
In ceea ce priveste evolutia indicatorilor pe termen scurt, observam urmatoarele:

- Productia industrială din Romania a înregistrat în primele 11 luni ale anului 2014, comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, o creștere medie de 6,3% (conform Eurostat), fiind singurul sector din Romania care a crescut constant în ultimii trei ani de zile cu un ritm sustinut. Debutul trimestrului IV indica o dinamica pozitiva, avansul fata de anul precedent înregistrat în luna octombrie fiind de 3,7% și Noiembrie de 0,2%. De asemenea, conform chestionarelor de opinie raportate de Eurostat, nivelul de încredere în industrie înregistrat de agentii economici din Romania este peste cel înregistrat în UE (28) sau Polonia;
- Volumul lucrărilor de construcții din Romania a înregistrat în primele 11 luni ale anului 2014 comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior o scădere medie de 9,5% (conform Eurostat). În ciuda revirimentului marginal din luna Noiembrie, estimăm că aportul lucrărilor de construcții la dinamica activității economice va rămâne negativ în trimestrul IV. Nivelul de încredere în construcții înregistrat de agentii economici din Romania rămâne moderat, înregistrând o scădere semnificativă spre finalul anului după creșterea oarecum sezoniera din trimestrul II;

- Comertul cu amanuntul din Romania a inregistrat in primele 11 luni ale anului 2014, comparativ cu aceeasi perioada a anului anterior, un avans de 7,2%. Dinamica din trimestrul IV ramane pozitiva, cu un avans fata de anul precedent de 5,8% in luna octombrie, respectiv de 7,1% in luna noiembrie. Conform chestionarelor de opinie raportate de Eurostat, nivelul de incredere al consumatorilor inregistrat de agentii economici din Romania precum si nivelul de incredere in comert este similar cu cel inregistrat in UE(28).

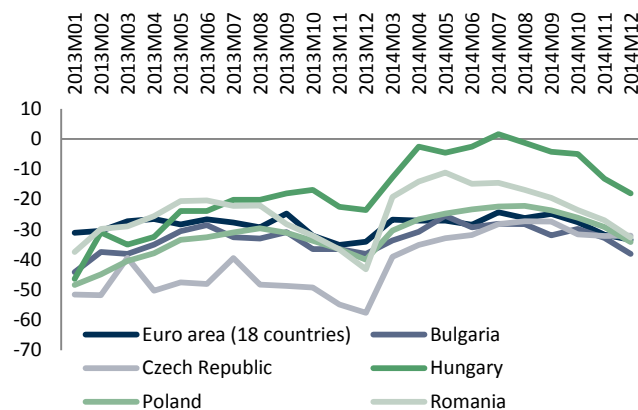
Conform datelor publicate de INS, Produsul Intern Brut real pentru trimestrul III al anului 2014 a inregistrat un avans de 3,3% (fata de anul precedent, serie bruta) si de 1,8% (fata de trimestrul anterior, serie ajustata sezonier). Cu exceptia evolutiei din trimestrul al-II-lea, dinamica trimestriala a plasat Romania in topul tarilor din zona EURO cu privire la avansul PIB-ului real.

Grafic 5: Nivelul de Incredere In Industriile



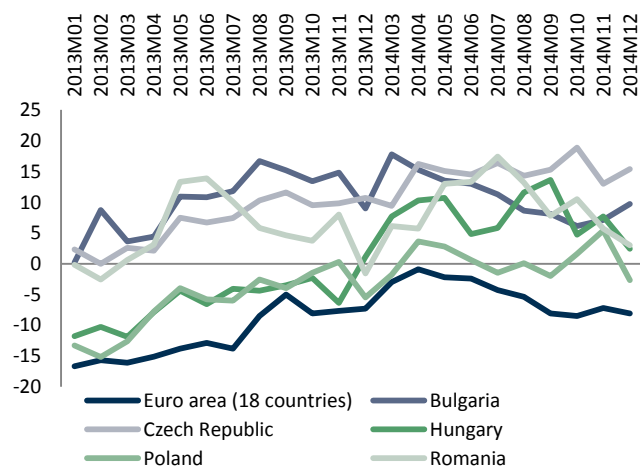
Sursa: Eurostat, Date prelucrate Coface

Grafic 6: Nivelul de Incredere In constructii



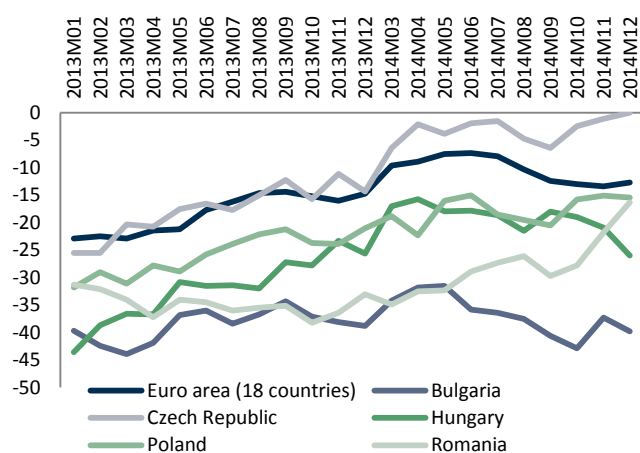
Sursa: Eurostat, Date prelucrate Coface

Grafic 7: Nivelul de Incredere In comert



Sursa: Eurostat, Date prelucrate Coface

Grafic 8: Nivelul de Incredere al consumatorilor



Sursa: Eurostat, Date prelucrate Coface

Asa cum am mentionat anterior, datele disponibile privind indicatorii pe termen scurt, releva faptul ca economia locala a inceput cu dreptul debutul trimestrului IV. In ciuda acestui fapt, consolidarea dinamicii indicatorilor pe termen scurt, cuplata cu scaderea investitiilor publice si efectul de baza (crestere economica de 5,4% inregistrata in trimestrul IV al anului 2013 pe fondul rezultatului foarte bun inregistrat in agricultura), indica o crestere fata de anul precedent inregistrata in trimestrul IV al anului 2014 in jurul valorii de 1%. Astfel, in scenariul de baza pentru anul 2014, estimam ca avansul anual al PIB-ului va fi de 2,5%, cu posibilitatea de a varia in intervalul 2,2% - 2,5%, valoarea finala depinzand de nivelul consumului din luna decembrie (inclusiv cel guvernamental, cu un buffer de cheltuieli disponibile confortabil in conditiile in care deficitul bugetar la sfarsitul lunii noiembrie era de doar 250 MIL RON, fata de 9.788 MIL RON in aceeasi perioada a anului anterior).

Pentru anul 2015, ne asteptam ca activitatea economica sa ramana pe un trend crescator, inregistrand o crestere marginala superioara comparativ cu anul anterior, fiind sustinut de:

- **Consumul privat** care va ramane pe un trend crescator, desi ne asteptam ca avansul sa decelereze la 3,5% fata de anul precedent, comparativ cu 4,5% in anul curent. Premisele care sustin ramanerea consumului pe un trend pozitiv sunt:
  - o castigul salarial a inregistrat un avans anualizat in primele 11 luni ale anului 2014 de 5,5% in termeni nominali, respectiv 4,4% in termeni reali;
  - o cresterea nivelului de incredere al consumatorilor inregistrata in semestrul II al anului 2014;
  - o nivelul scazut al inflatiei, cu perspective similare si pentru anul 2015, precum si conditiile foarte favorabile de creditare, in special pentru imprumuturile in lei;

In ciuda acestui fapt, perspectivele de temperare a avansului consumului vin pe fondul unui proces al dezindatorarii si orientarii catre economisire, in conditiile in care soldul creditelor acordate populatiei inregistreaza o contractie de 1,5%, iar nivelul depozitelor este in crestere cu 4%.

- Aportul mai important **al formarii brute de capital**, sustinuta atat de mediul privat cat si institutional. Astfel:
  - o Este de asteptat ca apetitul companiilor catre investitii sa creasca, in conditiile unui avans al consumului privat pentru doi ani consecutivi;
  - o Absorbția fondurilor europene estimate sa creasca, 2015 fiind ultimul an in care se primesc fondurile alocate pentru programul 2007 - 2013 (altfel, acestea urmand sa fie pierdute);
- Un aport zero la cresterea economica din partea agriculturii - chiar daca in ultimii zece ani agricultura a inregistrat o evolutie sinusoidala, inregistrand de fiecare data doar doi ani consecutivi peste media pe termen lung, deci probabilitatea statistica a unor socuri negative din aceasta zona fiind considerabila;
- Aport negativ din partea relatiilor comerciale externe - astfel, dupa patru ani consecutivi in care cresterea exporturilor a inregistrat o amplitudine superioara dinamicii importurilor, ne asteptam ca anul 2015 sa inregistreze un avans superior al importurilor, in conditiile in care exporturile nu vor depasi 5%.

Astfel, in scenariul de baza, avansul PIB-ului real pentru anul 2015 este estimat la 2,7%, cu posibilitatea de a varia in intervalul 2,5% - 2,7%, in conditiile in care agricultura va inregistra o dinamica apropiata de tendinta pe termen lung.

In scenariul de baza pentru anul 2014, Coface estimeaza ca avansul anual al PIB-ului va fi de 2,5%, cu posibilitatea de a varia intre 2,2% - 2,5%, valoarea finala depinzand de nivelul consumului din luna decembrie (inclusiv cel guvernamental). Pentru anul 2015, se asteapta ca activitatea economica sa ramana pe un trend crescator, inregistrand o crestere marginala superioara comparativ 2014. Aceasta tendinta va fi sustinuta de: consumul privat, aportul mai important al formarii brute de capital, atat in mediul privat cat si institutional, un aport zero la cresterea economica din partea agriculturii, aportul negativ din partea relatiilor comerciale externe.

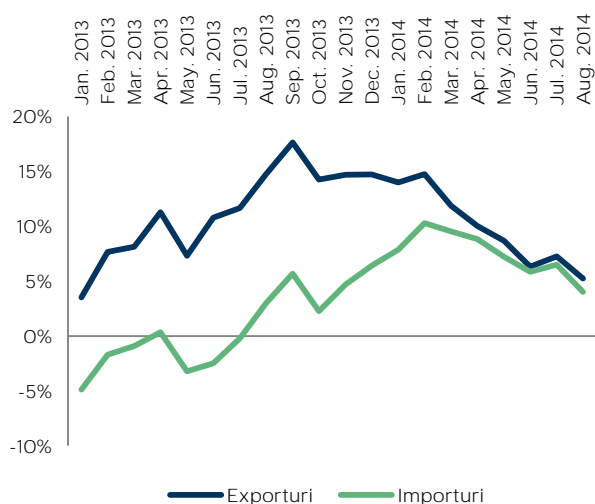
## 3

## BALANTA DE PLATI SI POZITIA INVESTITIONALA

Conform datelor publicate de INS pentru primele 11 luni ale anului 2014, avansul anualizat al exporturilor este aproape similar cu cel al importurilor, respectiv 6,5% și 6%. În lipsa unor proiecte de investiții semnificative în industrie, se observă o temperare a creșterii exporturilor în anul 2014, prin comparație cu avansul de 15% înregistrat în anul 2013. Astfel, deficitul de cont curent înregistrat în anul 2014 nu va depăși 1% din PIB, iar pentru anul curent acesta poate urca până la -1,5% din PIB, pe fondul unui avans mai rapid al importurilor. În ciuda acestui fapt, finanțarea acestuia nu va reprezenta o problemă, pe fondul valorii absolute scăzute precum și investițiilor străine directe. Astfel, investițiile străine directe cumulate pentru perioada Ianuarie-August a anului 2014 au fost de 1.37 MLD EUR, în creștere cu aproximativ 19% față de aceeași perioadă a anului anterior, acoperind aproape în întregime deficitul de cont curent. Din acestea, aproximativ 80% au venit din zona UE(28), în scădere comparativ cu perioada 2011-2012, când ponderea era de peste 90%. Astfel, ponderea cumulată a investițiilor străine venite din partea unor parteneri tradiționali precum Austria, Franța și Germania nu au depășit 60% în anul 2014, în condițiile în care ponderea acestora era de 80% anul 2012.

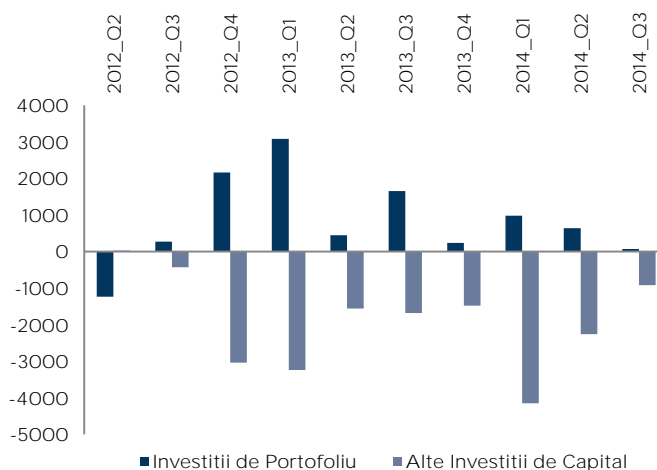
Analizând structura intrărilor de capital privat din balanța de plăți se observă aportul descrescător al investițiilor de portofoliu, care pot înregistra o volatilitate mai ridicată. Nivelul total al investițiilor de portofoliu pentru perioada Ianuarie-Septembrie 2014 a fost de 1,7 MLD EUR, de aproape 3 ori mai puțin comparativ aceeași perioadă a anului anterior, când s-au înregistrat intrări de 5,2 MLD EUR. Valorile pe sold ale investițiilor de portofoliu din ultimii trei ani de zile prezintă o volatilitate ridicată, ceea ce induce nesustenabilitate și lipsa de predictibilitate privind finanțarea deficitului de cont curent. Acest element poate fi compensat în anul 2015 de așteptările privind creșterea absorbției, 2015 fiind ultimul an în care se primesc fondurile alocate pentru programul 2007 - 2013 (altfel, acestea urmează să fie pierdute). În ciuda acestui fapt, sub auspiciile prezente, în anul 2016 am putea asista la o scădere a intrărilor de fonduri europene, în condițiile în care programarea pentru intervalul 2014 - 2020 a fost respinsă în repetate rânduri de către Comisia Europeană.

Grafic 9: Exporturi V.S. Importuri (suma mobilă 3 luni % față de anul precedent)



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Grafic 10: Capitaluri Private Straine (MIL EUR)



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

## 4

## POLITICA MONETARA, PIETELE FINANCIARE SI TITLURILE DE STAT

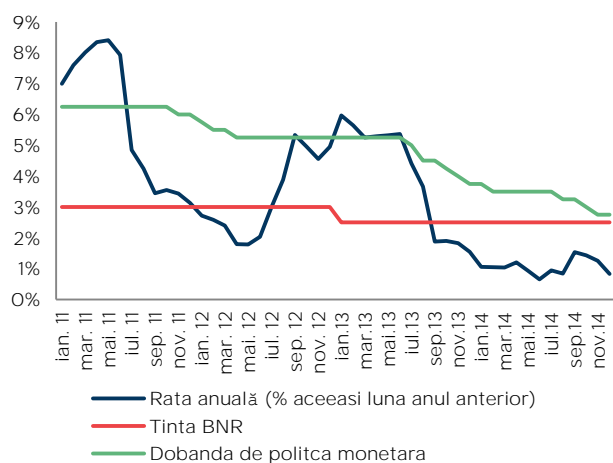
Cresterea medie a preturilor pe total, in ultimele 12 luni (ianuarie 2014 - decembrie 2014) fata de precedentele 12 luni (ianuarie 2013 - decembrie 2013), determinata pe baza IPC a fost de 1,1%, cel mai scazut nivel inregistrat in ultimii 25 de ani, si sub banda minima de variatie a tintei BNR (2,5% cu variatie de +/- 1pp). Astfel, presiunile inflationiste pe parcursul anului 2014 au fost foarte scazute, pe fondul unei productii agricole similare cu cea din anul anterior, in timp ce cresterea accizei pe combustibil a fost compensata de scaderea pretului petrolului pe pietele internationale (combustibilul EUR 95 inregistrand o scadere cu 15% in al doilea semestru al anului 2014).

Anul 2015 va debuta cu o inflatie anuala sub 1%, urmand sa inregistreze o tendinta crescatoare catre tinta BNR de 2,5% in a doua jumatate a anului.

Astfel, in scenariul de baza inflatia medie anualizata pentru anul 2015 nu va depasi 2%, insa surprize pot aparea din partea ofertei ("supply side inflation") sau rezultatului productiei agricole, ambele avand un grad ridicat de incertitudine.

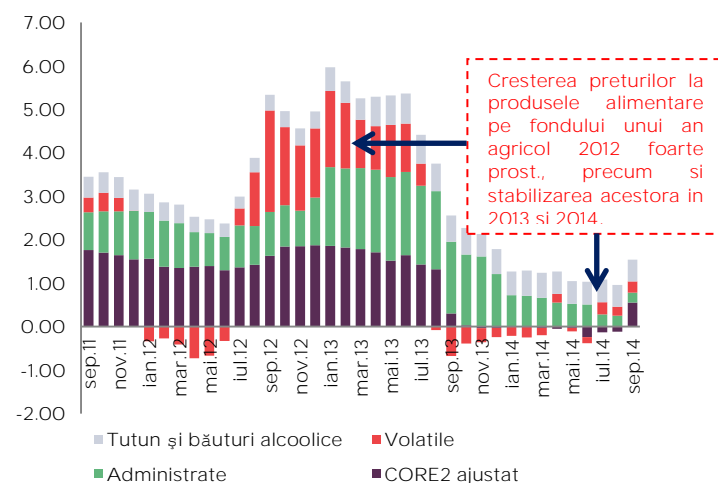
Un indicator mai relevant din perspectiva stabilitatii si tendintei pentru inflatia pe termen mediu este obtinut prin excluderea efectului preturilor volatile (fructe, legume, oua si combustibil). Astfel, nivelul inflatiei CORE 2 ajustat a variat pe parcursul anului 2014 intre -0,03% si 0,55%.

Grafic 11: Evolutia Inflatiei



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Grafic 12: Inflatia anuala - contributiul pe componente



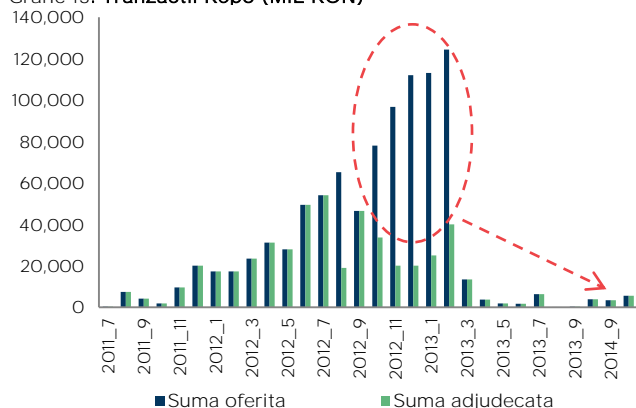
Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Pe fondul presiunilor inflationiste reduse, BNR a redus dobanda de politica monetara cu 125 bp pe parcursul anului 2014, prin patru reduceri consecutive, nivelul dobanzii de referinta ajungand la 2,5% dupa sedinta de politica monetara din 7 ianuarie 2015. De asemenea, rezervele minime obligatorii pentru depozitele in RON si valuta au fost reduse pe parcursul anului 2014 cu 4pp (de la 14% la 10%) respectiv 6pp (de la 20% la 14%). In conditiile excesului de lichiditate si cererii foarte scazute de credite in valuta, bancile mama si-au redus expunerea pe filialele din Romania cu aproximativ 5,2 MLN EUR in ultimii doi ani, scaderea soldului datoriei externe brute a bancilor fiind de 25%.

Pe fondul presiunilor inflationiste foarte reduse precum si atractivitatea titlurilor de stat locale, excesul de lichiditate nu a fost sterilizat. Astfel, sumele adjudecate prin tranzactiile REPO pe parcursul anului 2014 au fost de doar 12,6 MLN RON, semnificativ sub nivelul inregistrat pe parcursul anului 2013, respectiv 92 MLN RON. In acest context, nivelul dobanzilor din piata interbancara a continuat tendinta descrescatoare, ROBOR inregistrand variatii pentru aproape tot parcursul anului sub nivelul dobanzii de politica monetara.



Grafic 13: Tranzactii Repo (MIL RON)

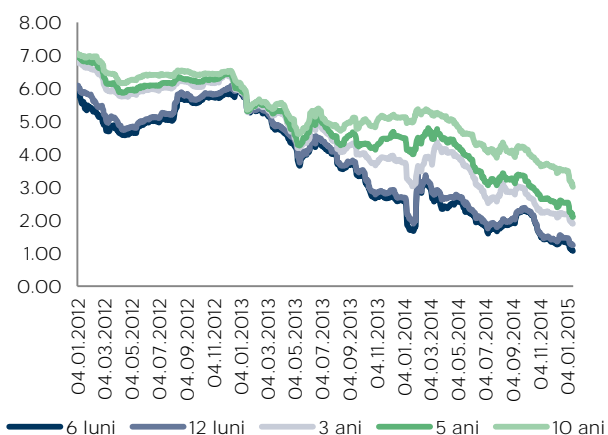


Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Intregul context al politicii monetare descrise mai devreme ar trebui sa aibe un efect favorabil asupra perspectivelor de relansare a finantarii si sustinerii cresterii economice. Acest lucru se observa deja, cel putin din perspectiva orientarii creditelor noi catre moneda locala, ponderea acestora urcand de la 39% (sold inregistrat in Noiembrie 2013) pana la 43% (sold inregistrat la Noiembrie 2014). In ciuda acestui fapt, dupa cum vom observa in ultimul capitol (Intermedierea financiara) al prezentului raport, apetitul mediului privat pentru creditare este foarte redus, atat pe zona de corporate cat si in ceea ce priveste gospodariile populatiei.

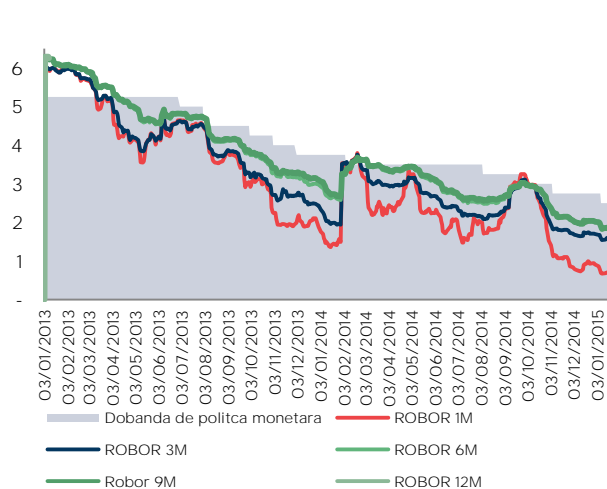
Ratele de dobanda pentru titlurile de stat au evoluat in linie cu dinamica din piata monetara interbancara, contractia inregistrandu-se mai pronuntat pentru a doua parte a curbei randamentelor. Astfel, cele mai mari scaderi au fost inregistrate pentru titlurile de stat cu scadenta de 5Y, care au inregistrat o contractie totala pe parcursul anului 2014 de 196bp, fiind urmate de titlurile de stat cu scadenta de 10Y, acestea din urma inregistrand o contractie de 163 bp.

Grafic 15: Titluri de stat - Fixing (ASK Prices %)



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

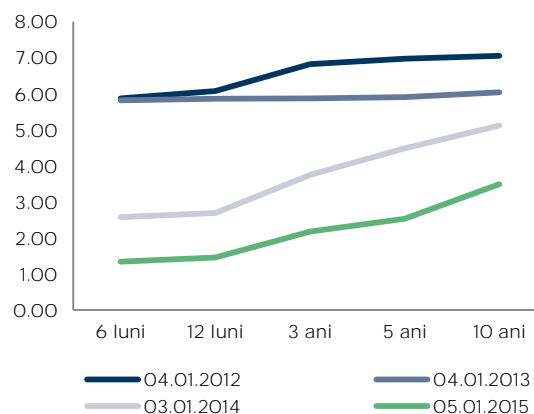
Grafic 14: Ratele de dobanda - piata monetara interbancara



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

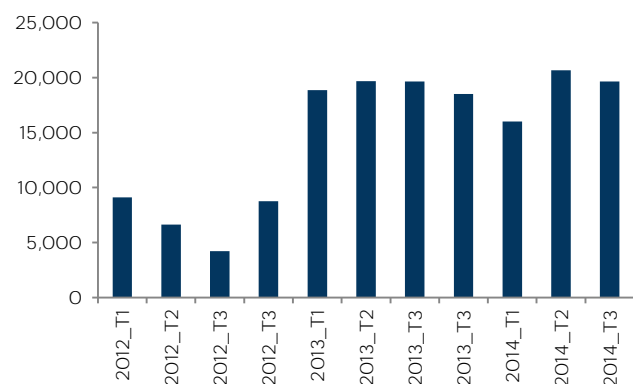
Dupa ce au atins un minim de aproximativ 16 MLD RON la sfarsitul primului trimestru, nivelul detinerilor de titlurilor de stat de catre non-rezidenti au crescut cu aproximativ 3,6 MLD RON pana la finalul anului 2014, dupa anuntul favorabil emis de catre S&P care a incadrat Romania intr-o clasa mai buna de risc, respectiv BBB- cu perspective stabile. In acelasi timp, pe fondul lichiditatii ridicate pe piata interbancara din ultimii doi ani, nivelul detinerilor de titluri de stat de catre clientii rezidenti a crescut cu aproximativ 6 MLD RON in perioada 2013 si 2014. Astfel, dependenta redusa de investitorii straini, conditiile monetare relaxate si nevoia de finantare redusa a statului va face ca titlurile de stat romanesti sa ramane atractive si in anul 2015.

Grafic 16: Curba Randamentelor pentru titlurile de stat



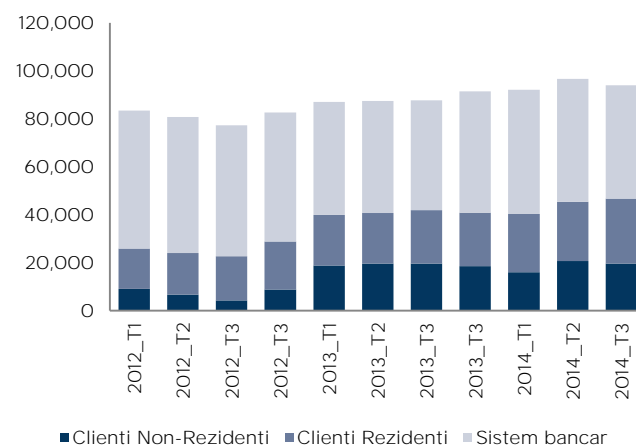
Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Grafic 16: Titluri de stat denuminate in RON (detineri non-rezidenti MIL RON)



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Grafic 17: Titluri de stat denuminate in MIL RON



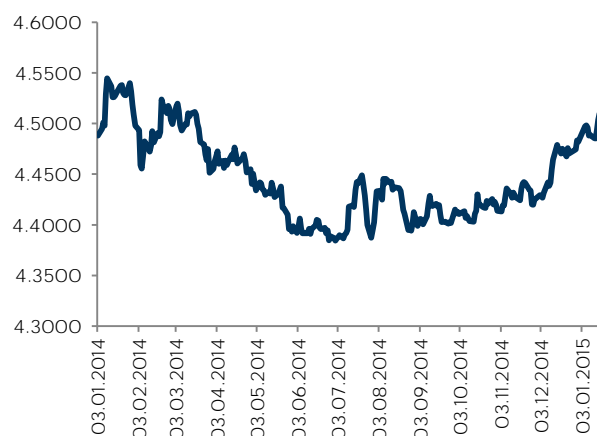
Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Cursul EUR/ RON a variat într-o bandă mai îngustă pe parcursul anului 2014 comparativ cu anul anterior sau fluctuația înregistrată pe plan regional. Estimăm că moneda locală va continua să aibă o evoluție stabilă pe parcursul anului 2015, cu mai multe perspective planând asupra direcției de o ușoară apreciere comparativ cu nivelul înregistrat la sfârșitul anului 2014.

Principalul motiv este reprezentat de perspectivele de creștere a gradului de absorbție al fondurilor europene, anul 2015 fiind ultimul an în care se primesc fondurile alocate pentru programul 2007-2013 (altfel, acestea urmând să fie pierdute).

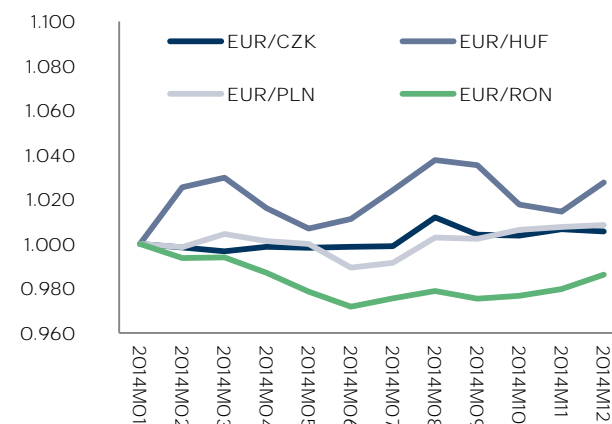
Din perspectiva ieșirilor de capital, sub auspiciile prezente nu există semnale semnificative de îngrijorare. Astfel, împrumutul contractat de la FMI înregistrează un sold rămas de rambursat de doar 1,6 MLD EUR din totalul de 12,2 MLD EUR contractat inițial, iar apetitul non-rezidenților pentru titlurile de stat denuminate în RON este estimat să rămână stabil, urmând ponderea titlurilor românești din indicii internațional.

Grafic 18: Evoluția EUR/ RON pe parcursul anului 2014



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

Grafic 19: Cursul de schimb valutar CEE (Ian '14 = 100)



Sursa: BNR, date prelucrate Coface

## 5

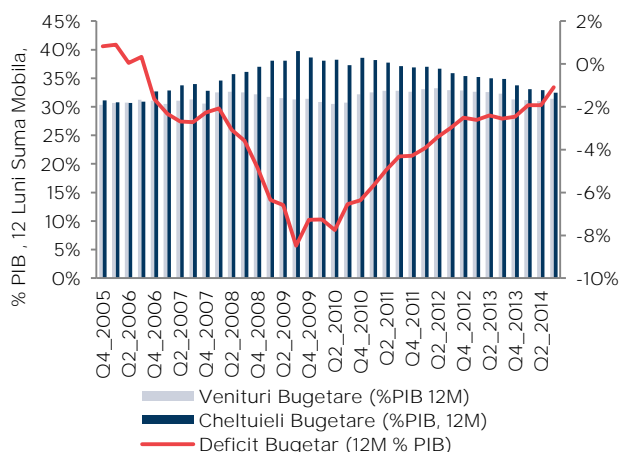
## CONSOLIDAREA FISCALA

Executia bugetara pentru primele 11 luni ale anului 2014 indica in deficit foarte redus, de doar 249 MIL RON, dupa ce nivelul consolidat al veniturilor si cheltuielilor bugetare la 10 luni indicau chiar un excedent bugetar istoric de aproape 2 MLD RON. Evolutia este mai degraba foarte conservatoare, in conditiile in care ajustarea se inregistreaza pe fondul diminuarii cheltuielilor publice cu investitii in scadere cu 15% fata de anul precedent.

Din perspectiva colectarii, aparatul fiscal inregistreaza in continuare deficiente majore, ponderea veniturilor fiscale in PIB de 32% fiind cu mult sub nivelul inregistrat in zona UE, respectiv 45%.

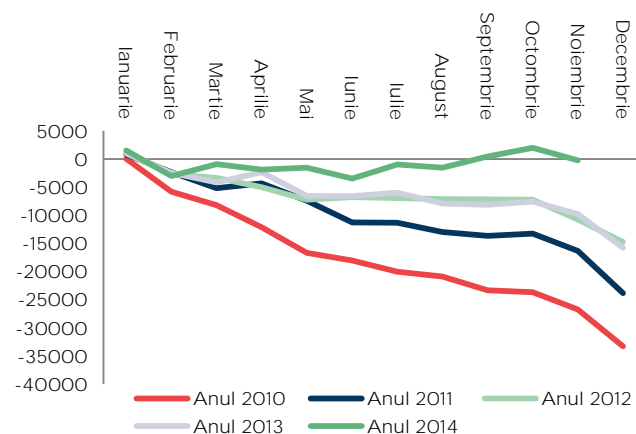
Ultima versiune agreeata cu FMI si CE privind executia bugetara pentru anul 2015 include un deficit de 1,83% din PIB, ceea ce ridica provocari din perspectiva controlului asupra cheltuielilor si provocarii optimizarii procesului de colectare a veniturilor fiscale prin combaterea economiei subterane si reducerea birocratiei.

Grafic 20: Consolidarea Fiscala



Sursa: MFP, date prelucrate Coface

Grafic 21: Deficitul Bugetar (MIL RON)



Sursa: MFP, date prelucrate Coface

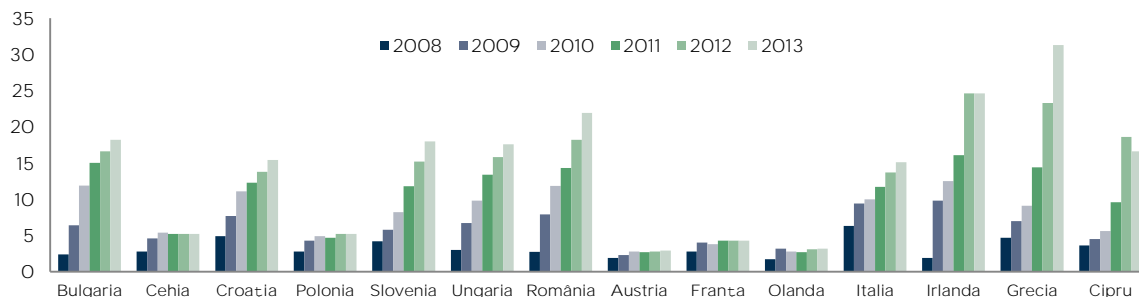
## 6

## INTERMEDIEREA FINANCIARA

**Riscul de credit bancar** - capacitatea constransa de onorare a serviciului datoriei aferente creditelor in derulare. Din acest punct de vedere, rata creditelor neperformante inregistrata la nivelul sectorului bancar la sfarsitul lunii Septembrie 2014 a scazut la 15,33%, comparativ cu nivelul inregistrat in debutul anului, respectiv 20,39%. Totusi, scaderea nu este inregistrata pe fondul imbunatatirii capacitatii de plata a clientilor sau de cresterea soldului de credite pe stoc.

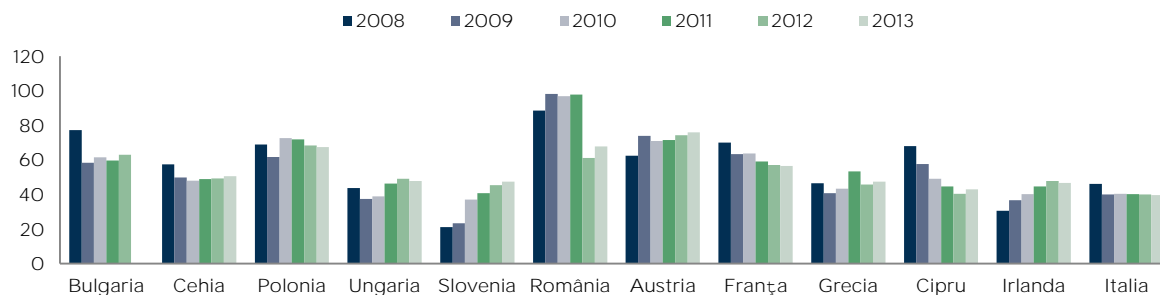
In schimb, dinamica este inregistrata pe fondul scoaterii din bilant a creditelor provizionate in intregime (valoarea aproximata de 5,4 MLD RON) si a vanzarii de portofolii neperformante (6 MLD RON). Inainte de acest moment, Romania inregistra una dintre cele mai ridicate rate a creditelor neperformante in UE, dar si cel mai ridicat grad de provizionare calculat la nivelul sistemului bancar romanesc. Urmatoarele doua grafice ilustreaza acest aspect, cifrele fiind valabile pentru situatia inregistrata la sfarsitul anului 2013.

Grafic 22: Rata creditelor neperformante



Sursa: BCE, Date prelucrate Coface

Grafic 23: Gradul de acoperire al creditelor neperformante



Sursa: BCE, Date prelucrate Coface

**Riscul de credit comercial** - surprinde disciplina de plata din mediul companiilor, o deteriorare in aceasta zona generand o vulnerabilitate asupra stabilitatii financiare. Din acest punct de vedere, majoritatea datelor agregate privind evolutia companiilor private in anul 2014 indica o revenire graduala si foarte greoaie a comportamentului de plata, pe fondul reducerii numarului de companii care isi intrerup activitatea, precum si a instrumentelor de plata. Toate acestea intr-un mediu economic care nu este foarte atragator pentru investitorii privati si initiativa antreprenoriatului, in conditiile in care numarul companiilor nou inregistrate a scazut semnificativ.

In ciuda scaderii semnificative din punct de vedere statistic a insolventelor nou deschise in anul 2014 comparativ cu anul anterior, respectiv -32% (date intermediare BPI) si -28% (estimari Coface), aproximativ 95% din contractie se datoreaza scaderii firmelor insolvente cu cifra de afaceri sub 500 K EUR, cu aproximativ 80% dintre acestea realizand practic o cifra de afaceri sub 100 K EUR. In acelasi timp, scaderea numarului de insolvente este datorata si unui efect de baza semnificativ (prin comparatie cu un record istoric inregistrat in anul 2013), iar numarul procedurilor de insolventa deschise in anul 2014 este cu 11% peste tendinta pe termen lung (media pe ultimii zece ani fiind de 18.180 insolvente).

Mai mult decat atat, Romania inregistreaza in continuare o incidenta a insolventelor la 1.000 de firme active de peste 6 ori mai mare decat media inregistrata pe plan regional, cu 66 de insolvente la 1.000 de firme active, fiind singura tara alaturi de Serbia care depaseste pragul de 50 pentru acest indicator. Astfel, apreciem ca scaderea semnificativa a numarului de insolvente in anul 2014 este relevanta doar din punct de vedere statistic, fara sa propage un efect de imbunatatire al disciplinei de plata in randul companiilor.

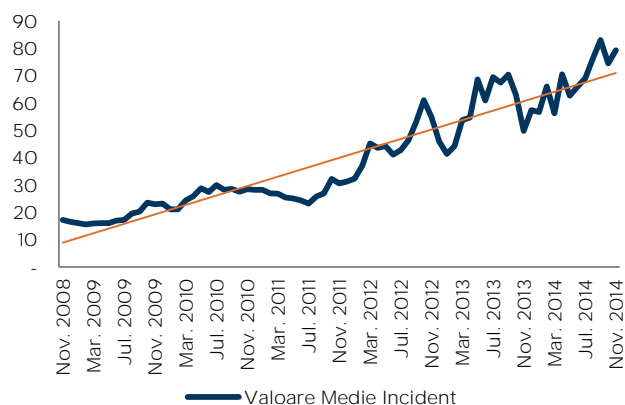
Conform datelor publicate de CIP, sumele refuzate la plata cu instrumente de debit in primele 11 luni ale anului 2014 au fost in valoare totala de 7,38 MLD RON, in scadere cu 15% fata de aceeași perioada a anului anterior. In conditiile in care numarul incidentelor de plata in aceeași perioada analizata a scazut cu 28%, valoarea medie a incidentelor de plata a crescut cu 19%. Astfel, media incidentelor de plata inregistrate in perioada Ianuarie - Noiembrie 2014 a atins un nou maxim, respectiv 71 K RON. De remarcat faptul ca in primele 11 luni ale anului 2014 se inregistreaza un nivel de doua ori mai mare al valorii instrumentelor refuzate la plata comparativ cu aceeași perioada a anului 2008, in timp ce numarul instrumentelor refuzate la plata este de peste doua ori mai mic. Astfel, in perioada 2008 - 2014 valoarea medie a unui incident de plata a crescut de aproape 5 ori.

Tabel 1: Evolutia incidentelor de plata raportate de BNR

Ianuarie - Noiembrie	Total sume refuzate la plata (K RON)	Numar incidente	Valoare medie incident (K RON)
2014	7.387.410	104.475	71
2013	8.654.763	145.657	59
2012	8.000.695	169.590	47
2011	5.779.567	214.688	27
2010	8.792.309	324.815	27
2009	8.526.167	451.008	19
2008	3.724.866	244.632	15

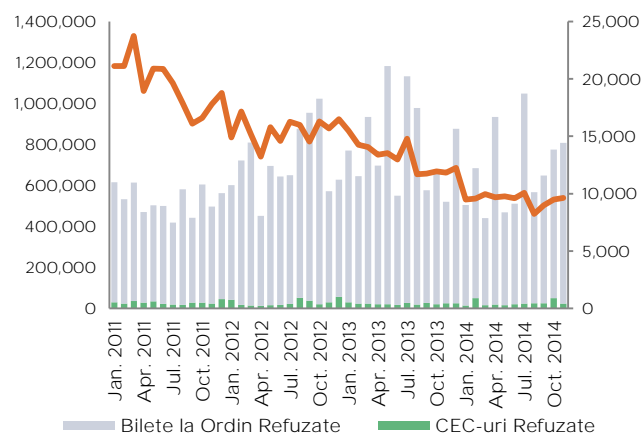
Sursa: BNR (CIP), Date prelucrate Coface, Cifrele sunt exprimate in K RON

Grafic 24: Valoare medie CIP (K RON)



Sursa: BNR (CIP), Date prelucrate Coface

Grafic 25: Numar si valoare indcidente, K RON



Sursa: BNR (CIP), Date prelucrate Coface

In ciuda acestui fapt, este prematur sa interpretam aceasta dinamica drept o confirmare a imbunatatirii disciplinei la plata, in conditiile in care nu cunoastem totalul sumelor tranzactionate la nivel national pentru anul 2014 (cifrele urmeaza sa fie publicate de BNR la finalul anului curent). Astfel, contractia valorii instrumentelor refuzate la plata poate fi cauzata si de o reticenta a companiilor de a mai folosi aceste instrumente (bilete la ordin sau CEC-uri), in conditiile in care increderea intre partenerii de afaceri a scazut in anul 2014. Scenariul unei contractii a utilizarii instrumentelor de plata la nivel national este destul de probabil, in conditiile in care tendinta observata in perioada 2010 - 2013 se incadreaza in aceasta directie. Conform ultimelor date publicate de catre BNR, sumele tranzactionate la plata prin bilete la ordin si cec-uri a inregistrat o scadere constanta in ultimii ani, nivelul cumulativ inregistrat in anul 2013 fiind de 65.683 MIL RON, in scadere cu 9% fata de anul 2012 si cu -27% fata de anul 2008. In acelasi timp, numarul tranzactiilor realizate prin instrumente de plata la nivel national a scazut

si mai rapid in anul 2013, respectiv cu 14% fata de anul 2012 si cu 46% fata de nivelul inregistrat in anul 2008. Astfel, chiar daca valoarea instrumentelor refuzate la plata inregistreaza o contractie in anul 2014, este foarte posibil sa asistam la o crestere a ratei de sume refuzate la plata raportate la valoarea tuturor instrumentelor de plata folosite in economie. Din acest punct de vedere, se observa o tendinta vizibil crescatoare al ratei de refuz, procentul crescand de la nivelul de 5% inregistrat in anul 2008 pana la 15% pe parcursul anului 2013. Astfel, in anul 2013 au fost folosite la nivelul intregii economii de doua ori mai putine instrumente de plata comparativ cu anul 2008, care au generat sume tranzactionate la plata in scadere cu 27% fata de acelasi an de referinta, dar valoarea refuzurilor la plata a fost de peste doua ori mai mare pe fondul unei rate de refuz triplu. Estimam o tendinta similara si pentru anul 2014, in conditiile scaderii valorii si numarului instrumentelor refuzate la plata pe fondul contractiei intregului bazin de instrumente de plata folosite in economie.

Tabel 2: Evolutia incidentelor de plata raportate de BNR

Anul	Sume tranzactionate prin instrumente de plata (MIL RON)	Numar tranzactii (exprimate in MIL)	Sume Refuzate la plata (MIL RON)	Procent Refuz %
2008	90.458	10,75	4.446	5%
2009	61.165	9,01	9.422	15%
2010	91.691	10,86	9.570	10%
2011	74.142	7,16	6.342	9%
2012	72.445	6,83	8.629	12%
2013	65.683	5,85	9.531,00	15%

Sursa: BNR (CIP), Date prelucrate Coface

#### Evolutie Sold Credite v.s. Depozite in sectorul bancar

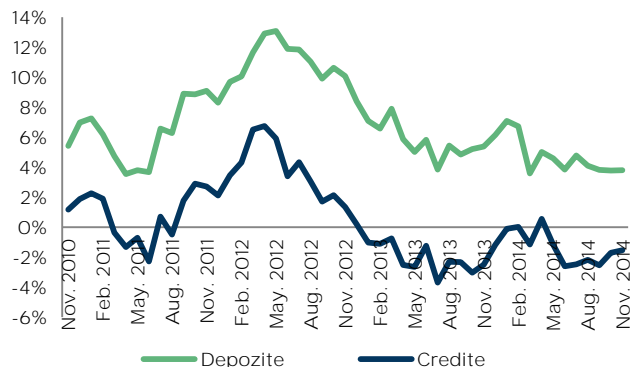
Indicator	Nov 2014 / Nov 2013	H1 2014 / H1 2013	Q1 2014 / Q1 2013
Sold Credite Persoane Fizice	↓ -1,5%	↓ -2,6%	↓ -1,2%
Sold Credite Companii NonFinanciare	↓ -3,8%	↓ -5,0%	↓ -4,0%
Sold Depozite Persoane Fizice	↑ 3,8%	↑ 3,8%	↑ 3,6%
Sold Depozite Companii NonFinanciare	↑ 9,1%	↑ 9,4%	↑ 11,7%

Analiza evolutiei creditului acordat sectorului privat din punct de vedere al componentei pe categorii de debitori releva urmatoarele tendinte:

- Soldul creditelor acordate gospodariilor populatiei la sfarsitul lunii noiembrie 2014 a fost de 101 MLD RON, in scadere cu 1,5% comparativ cu aceeași luna a anului anterior. Numarul de interogari ale CRC (Centralei Riscului de Credit) efectuat de catre institutiile de credit pentru debitori potentiali pentru perioada ianuarie-noiembrie 2014 a fost de 983.093, nivel aproape identic cu cel inregistrat in aceeași perioada a anului anterior. In aceste conditii, este probabil ca cererea de credite a stagnat in anul 2014;
- Depozitele deschise de gospodariile populatiei la sfarsitul lunii Noiembrie 2014 au fost de 133.426 MLD RON, in crestere cu 3,8% fata de aceeași perioada a anului anterior, avansul inregistrat in 2014 fiind constant pe parcursul anului national a scazut;

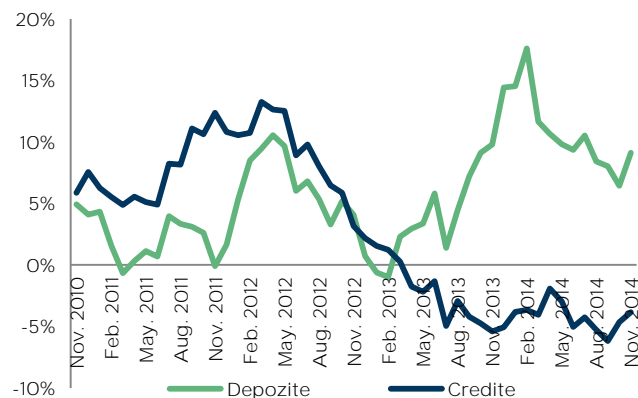
- Procesul dezintermedierii financiare si observa si mai accelerat in randul companiilor, soldul creditelor acordate companiilor nonfinanciare scazand cu -3,8% la sfarsitul lunii Noiembrie 2014 comparativ cu soldul inregistrat in aceeași luna a anului anterior;
- Nivelul depozitelor deschise de companiile nonfinanciare in sistemul bancar a crescut semnificativ in primele 11 luni ale anului 2013, avansul inregistrat de acestea fiind de aproape 9,1% cu o tendinta constanta pe parcursul anului.

Grafic 26: Credite V.S. Depozite Persoane Fizice (% deviatie anuala)



Sursa: BNR, Date prelucrate Coface

Grafic 27: Credite V.S. Depozite Companii (% deviatie anuala)



Sursa: BNR, Date prelucrate Coface

Tabel 3: Evolutia incidentelor de plata raportate de BNR

Anul	Total interogari debitori proprii (proxy pentru risk management portofoliu actual)	Total interogari debitori potentiali (proxy pentru cererea de credite noi din piata)
2008	80.853	9.391.691
2009	903.476	1.832.117
2010	927.129	1.504.744
2011	927.129	1.504.744
2012	847.311	1.068.978
2013	890.542	1.060.333
2014 (ian-nov)	855.129	983.093

Sursa: BNR, Date prelucrate Coface

Putem aprecia astfel ca procesul de "deleveraging" (dezindatorare) se regaseste atat in randul populatiei cat si al companiilor private nonfinanciare, fenomenul fiind mai prezent la acestea din urma. Precautia in crestere in ceea ce priveste tendinta catre creditare si consum este confirmata si de stagnarea cererii de credite noi (prin volumul interogarilor CRB pentru debitori potentiali) si care se afla la un nivel de aproape 10 ori mai mic comparativ cu anul 2008. Incapacitatea sectorului bancar de a plasa excedentul de lichiditate in conditii de creditare foarte avantajoase, in special pentru imprumuturile denumite in moneda locala, confirma reticenta agentilor economici catre creditare.

Desi activitatea economica va continua tendinta crescatoare si in anul 2015, economia Romaniei ramane in continuare fara motoare de crestere sustenabila pe termen mediu. Astfel, consumul si productia industriala, principalii piloni care au sustinut cresterea economica din anul 2014, vor decelera in anul curent, primul pe fondul apetitului redus de creditare si continuarii procesului dezindatorarii, iar al doilea pe fondul temperaturii exporturilor, care vor fi depasite de dinamica importurilor pentru prima data in ultimii patru ani. Cele mai mari asteptari pentru anul 2015 vin dinspre zona formarii brute de capital, finantate prin cheltuielile publice precum si absorbtiei in crestere a fondurilor europene.

---

Aceasta prezentare contine exclusiv proprietatea intelectuala a autorului de la data prezentului document si in conformitate cu informatiile disponibile la aceasta data. Documentul a fost elaborat din diverse surse considerate a fi serioase si de incredere. Cu toate acestea, autorul nu garanteaza in niciun fel ca informatiile continute in acest material sunt adevarate, corecte si complete. Prezentarea si analiza datelor sunt oferite cu buna credinta si doar in scop informativ. Ca o completare la acest material, alte informatii vor fi colectate in alt mod de catre cititor. Autorul nu isi asuma nicio raspundere pentru pierderile rezultate din utilizarea sau fundamentarea datelor folosite in prezentare. Cititorul nu este autorizat sa extraga sau sa reproduca acest material si analiza implicit continuta pentru uz personal si intern, decat cu conditia ca acesta sa mentioneze, in mod clar, autorul. De asemenea, pentru a face orice declaratie publica sau pentru orice alt scop comercial, este nevoie de acordul scris al autorului.

---