

dr. Andrei RĂDULESCU Senior Economist, Banca Transilvania | andrei.radulescu@btr.ro | (+4)021.405.5938

### Evoluții macroeconomice recente

- Economia mondială începe să resimtă tergiversarea reformelor structurale, limitele politicii monetare acomodative și acumularea provocărilor în SUA, Zona Euro și BRICS. Aceste aspecte au contribuit la intensificarea tendinței de deteriorare în sfera comerțului internațional și a producției industriale globale în perioada recentă.
- În SUA economia se confruntă cu semnale de final de ciclu post-criză și cu incertitudini din plan politic, în contextul alegerilor Prezidențiale.
- Relansarea economică din Zona Euro pare să piardă din forță, ca urmare a resimțirii unor provocări noi: incertitudinile determinate de votul pro-Brexit; problemele din sectorul bancar (Germania, Italia); criza refugiaților; riscul terorist.
- România prezintă semnale de decelerare la început de S2, pe fondul disipării impactului reducerii cotelor TVA, dar și a provocărilor externe și interne.
- La nivelul economiei financiare se evidențiază inflexiunea dinamicii prețurilor de consum și consolidarea costurilor de finanțare în zona minimelor istorice. Pe piețele de acțiuni momentul favorabil a continuat în august, acumularea de provocări fiind contrabalansată de absența unor instrumente alternative de investiții, dată fiind perspectiva persistenței la un nivel redus a ratelor de dobândă pe termen scurt.

### Scenariul macroeconomic central

- Am menținut scenariul central pe termen mediu pentru România, acesta urmând să fie revizuit în octombrie (după incorporarea datelor finale privind dinamica PIB în S1, din SUA, Zona Euro și România), când vom lansa și primele prognoze pentru 2019.
- Ne așteptăm la decelerarea economiei în S2, pe fondul disipării impactului reducerii TVA și intensificării prudenței în contextul riscurilor globale, europene și interne (alegerile generale, așteptarea măsurilor care vor intra în vigoare de la 1 ianuarie 2017, conform Codului Fiscal). PIB-ul ar putea crește cu 4.8% an/an în 2016 (cel mai bun ritm din 2008), ca urmare a accelerării investițiilor și consumului.
- În 2017-2018 economia ar putea decelera spre potențial, pe fondul provocărilor globale și europene, dar și a premiselor de consolidare fiscal-bugetară pe plan intern.
- Considerăm că România este pregătită pentru a confrunta finalul ciclului economic global post-criză, atât din perspectiva reală (nivel redus al dezechilibrelor macroeconomice), dar și financiară (exces de lichiditate, reducerea dependenței de finanțarea externă). Atragem însă atenția la decalajul de dezvoltare față de țările OCDE, care nu poate fi atenuat decât prin accelerarea reformelor structurale.
- În economia financiară am modificat ușor previziunile pe ratele de dobândă și pe curs, prin incorporarea noilor prognoze privind dinamica prețurilor de consum.
- Riscurile asociate acestui scenariu sunt: climatul macro-financiar global și european; reacția piețelor financiare după includerea YUAN-ului în coșul DST; tensiunile geo-politice; deciziile de politică economică și riscul politic pe plan intern.

### scenariul macroeconomic central

indicator / an	2014	2015	2016	2017	2018
PIB nominal (miliarde EUR)	150.2	160.4	165.2	176.9	191.8
PIB real (% an/an)	3.0	3.8	4.8	4.3	4.0
Consum privat (% an/an)	3.8	6.1	6.9	4.6	4.3
Investiții productive (% an/an)	2.5	8.8	6.6	7.6	6.6
Consum public (% an/an)	0.3	1.6	1.1	0.4	0.4
Exporturi (% an/an)	8.6	5.5	4.8	6.3	5.5
Importuri (% an/an)	8.9	9.1	7.7	7.3	6.2
Rata șomajului (%)	6.8	6.8	6.4	6.1	5.9
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	1.4	-0.4	-1.0	1.6	2.2
Dobânda de politică monetară (%)	2.75	1.75	1.75-2.00	3.00	3.50
Deficit bugetar (% PIB)	0.9	0.7	2.3	1.5	1.0
Datoria publică (% PIB)	39.8	38.4	38.0	36.0	33.3
Contul curent (% PIB)	-0.5	-1.1	-2.3	-2.8	-3.2
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	4.6	3.5	3.3	4.0	4.4
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.44	4.48	4.43	4.34

Sursa: INS, Eurostat, Comisia Europeană, AMECO, previziuni Banca Transilvania

structura PIB	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)
Consum privat	61.0	61.2	61.4
Consum public	14.2	13.9	13.5
Investiții productive	24.7	24.2	24.7
Exporturi	39.7	41.2	41.1
Importuri	40.5	41.5	41.6

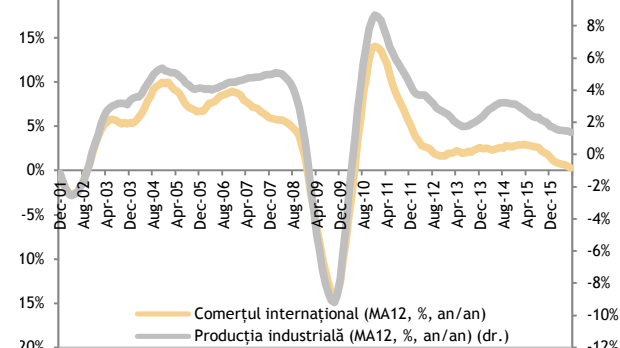
  

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T2/2016	6.0	-
rata inflației IPC	Aug-2016	-0.20	-
rata șomajului	Iul-2016	-	6.1
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

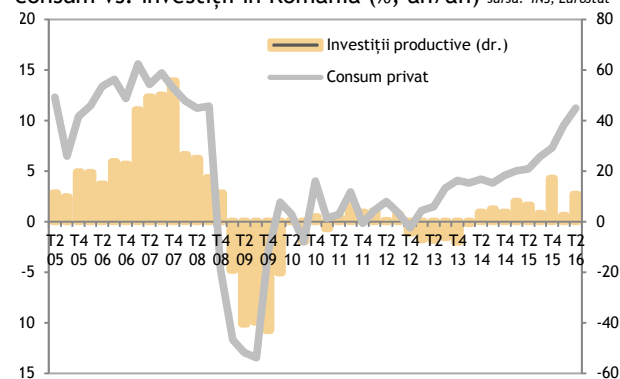
### comerțul internațional vs. producția industrială globală

sursa: Bloomberg



### consum vs. investiții în România (% an/an)

sursa: INS, Eurostat



### calendar macroeconomic septembrie 2016

instituție	data	indicator
BNR	1 Sep	Rezervele internaționale (Aug)
INS	5 Sep	Comerțul cu amănuntul (Iul)
INS	6 Sep	PIB (T2 2016, P1)
INS	6 Sep	Investițiile nete (T2 2016)
INS	6 Sep	Construcțiile de case (T2 2016)
INS	6 Sep	Salariul mediu lunar net (Iul)
INS	9 Sep	Balanța comercială cu bunuri (Iul)
INS	12 Sep	Dinamica prețurilor de consum (Aug)
INS	12 Sep	Comenzile noi în industrie (Iul)
BNR	13 Sep	Balanța de plăți (Iul)
INS	14 Sep	Producția industrială (Iul)
INS	15 Sep	Sectorul de construcții (Iul)
BNR	23 Sep	Indicatorii monetari (Aug)
INS	28 Sep	Tendențele în economie (Sep-Noi)
BNR	30 Sep	Ședința de politică monetară
INS	30 Sep	Autorizațiile de construcții case (Aug)
INS	30 Sep	Rata șomajului (Aug)
BNR	30 Sep	Investiții străine directe (2015)

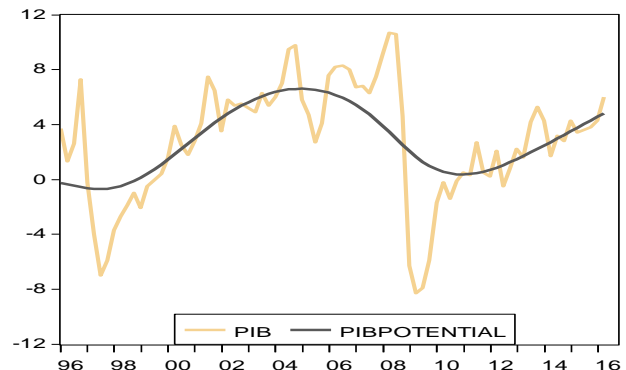
Sursa: INS, BNR

## EVOLUȚII RECENTE

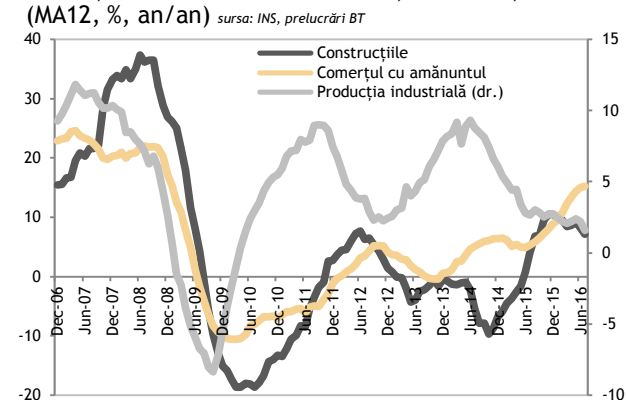
### ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Estimările provizorii (1) ale Institutului Național de Statistică (INS) confirmă datele preliminare: în T2 2016 economia internă a crescut cu un ritm trimestrial de 1.5%, respectiv cu 6% an/an (cea mai bună dinamică din 2008).
- Această evoluție a fost determinată de accelerarea cererii interne: contribuție cu 9.4 puncte procentuale la ritmul anual în T2. Se evidențiază creșterea investițiilor productive cu 10.6% an/an, ceea ce exprimă faptul că intensificarea provocărilor externe și interne la adresa climatului investițional a fost contrabalansată de: momentul favorabil din sfera consumului privat (intern și european); nivelul redus al costurilor de finanțare; creșterea rolului României din perspectiva regională și europeană (în contextul tensiunilor din sfera UE și a celor de natură geo-politică).
- De asemenea, consumul privat (principala componentă a PIB) s-a majorat cu 11.2% an/an (cea mai bună dinamică din 2008), evoluție determinată de: creșterea venitului real disponibil al populației; relansarea creditului în RON; scăderea cotațiilor internaționale la țitei; reducerea ponderii economiei informale.
- Consumul public a contribuit cu 0.3 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în T2: componentele individuală și colectivă au urcat an/an cu 2.1%, respectiv cu 1.9%.
- Pe de altă parte, companiile și-au diminuat stocurile în T2 (contribuție cu -0.8 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB), sub influența acumulării de provocări globale (semnale de final de ciclu în SUA), europene (referendumul britanic) și interne (proximitatea campaniei electorale).
- Cererea externă netă a contribuit cu -3.4 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în T2: exportul a decelerat la 3.5% an/an, importul a accelerat la 11.0% an/an.
- Cele mai dinamici ramuri ale PIB în T2 au fost: comerț/reparare auto-moto/transport și depozitare/HORECA (12.1% an/an), IT&C (17.3% an/an) și agricultură (17.9% an/an). Tranzacțiile imobiliare au resimțit intrarea în vigoare a Legii dării în plată (avans cu 1.1% an/an). Industria a crescut cu 2.6% an/an, sub influența semnalelor de final de ciclu din industria prelucrătoare globală.
- În S1 PIB-ul a crescut cu 5.2% an/an, cererea internă contribuind cu opt puncte procentuale: investițiile productive și consumul privat au urcat cu 7.3% an/an și cu 10.4% an/an, pe fondul mix-ului relaxat de politici economice.
- Pe de altă parte, cererea externă netă a contribuit cu -2.8 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în S1: importurile s-au majorat cu 10.3% an/an, iar exporturile au urcat cu 4.5% an/an.
- Din perspectiva ofertei agregate se notează dinamica sectorului primar (10.1% an/an), susținută de climatul meteo favorabil. Totodată, ramurile ciclice comerț/reparare auto-moto/transport și depozitare/HORECA au crescut cu 12.5% an/an, pe fondul majorării venitului real disponibil al populației. Nu în ultimul rând, sectorul IT&C și-a consolidat statutul de stea a economiei (avans cu 13% an/an).
- La începutul trimestrului III se observă semnale de temperare a cererii interne și de ajustare a cererii externe, date fiind provocările globale, europene și interne.
- Astfel, dinamica comerțului cu amănuntul a decelerat la 11.7% an/an în iulie (cel mai redus ritm din august 2015), pe fondul disipării impactului reducerii TVA. La șapte luni indicatorul barometru pentru consumul privat a crescut cu 16.9% an/an.
- Totodată, producția industrială a scăzut cu 3.4% an/an în iulie. Cea mai severă ajustare din 2009 a fost determinată de semnalele de final de ciclu din industria prelucrătoare globală, dar și de problemele structurale din energie și industria extractivă. În primele șapte luni din 2016 industria a cvasi-stagnat (0.6% an/an).
- Nu în ultimul rând, construcțiile au decelerat la 1% an/an în iulie, pe fondul intensificării provocărilor, externe și interne. La șapte luni acest sector intensiv în capital și forță de muncă a crescut cu 3.9% an/an.
- În sfera cererii externe nete procesul de ajustare a continuat în iulie: exporturile de bunuri au scăzut cu 4.6% an/an la 4.8 miliarde EUR, iar importurile de bunuri s-au ajustat cu 4.1% an/an, la 5.5 miliarde EUR. Astfel, deficitul comercial cu bunuri s-a redus cu 0.7% an/an, la 643 milioane EUR (nivelul minim din ultimele cinci luni).
- De asemenea, contul curent al balanței de plăți a înregistrat excident pentru a doua lună consecutiv în iulie: 351 milioane EUR, cel mai ridicat nivel din martie 2015. La șapte luni acest indicator s-a situat la 2.2 miliarde EUR (1.3% din PIB).
- Per ansamblu însă economia internă se menține atractivă pentru investitorii străini, evoluție determinată și de creșterea rolului geo-strategic al României: investițiile străine directe au urcat cu 20.2% an/an, la 2.2 miliarde EUR la șapte luni.

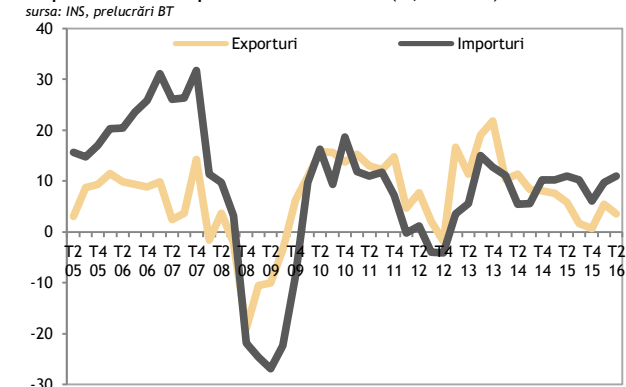
PIB vs. PIB potențial (% , an/an) sursa: Eurostat, INS



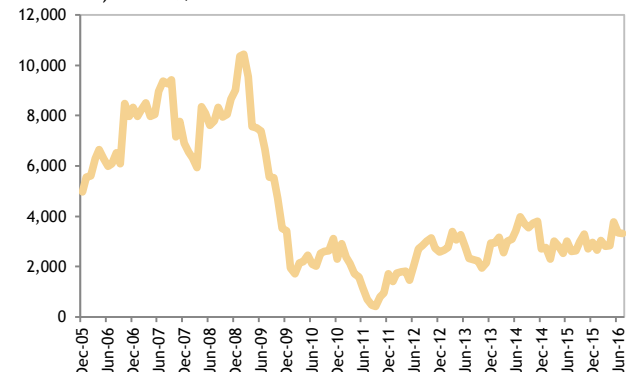
comerțul cu amănuntul, industria și construcțiile (MA12, % , an/an) sursa: INS, prelucrări BT



exporturi vs. importuri de bunuri (% , an/an) sursa: INS, prelucrări BT



investiții străine directe (milioane EUR, suma ultimelor 12 luni) sursa:BNR, prelucrări Banca Transilvania



## PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Conform datelor Institutului Național de Statistică (INS) numărul de șomeri (15 - 74 ani) s-a majorat cu 2.3% lună/lună la 546.3 mii în iulie. Trebuie însă menționat faptul că INS a redus estimările din lunile anterioare.
- În dinamică an/an numărul șomerilor s-a redus cu 12.5% în iulie și cu 10% în primele șapte luni ale anului, evoluție determinată, în principal, de accelerarea cererii interne.
- Rata șomajului a crescut de la 6% în iunie (minimul de la început de 2009) la 6.1% în iulie. Rata șomajului la bărbați a urcat de la 6.8% în iunie la 6.9% în iulie. Componenta feminină a crescut tot cu 0.1 puncte procentuale lună/lună la 5%.
- Comparativ cu iulie 2015 rata șomajului s-a diminuat cu 0.7 puncte procentuale, evoluție influențată de majorarea investițiilor productive, fiscalizarea mai activă a economiei și scăderea cotelor TVA. Rata șomajului la femei s-a redus cu 0.9 puncte procentuale, în timp ce componenta masculină a scăzut cu 0.5 puncte procentuale.
- Astfel, în perioada ianuarie-iulie 2016 rata medie lunară a șomajului a scăzut cu 0.6 puncte procentuale an/an, la 6.2%, într-o evoluție influențată de forțe contradictorii: accelerarea economiei prin intermediul investițiilor și consumului vs. majorarea costurilor cu forța de muncă; fiscalizarea mai activă a economiei vs. intensificarea provocărilor globale și europene, într-un context caracterizat prin persistența asimetriilor pe piața internă a forței de muncă. Componenta feminină s-a diminuat cu 0.7 puncte procentuale an/an la 5.2%, iar rata șomajului la bărbați s-a redus cu 0.5 puncte procentuale la 7%.

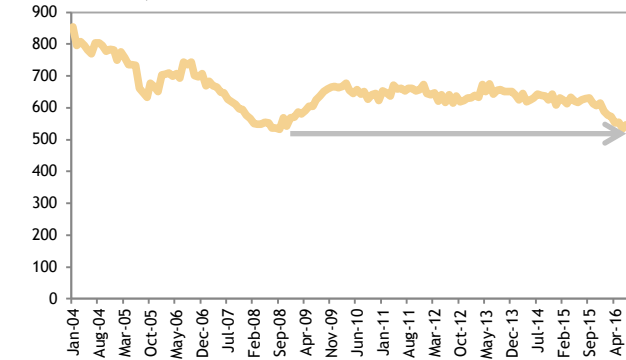
## ECONOMIA FINANCIARĂ

- În august piața financiară a fost influențată de climatul macro-financiar extern și de evoluțiile macroeconomice din plan intern.

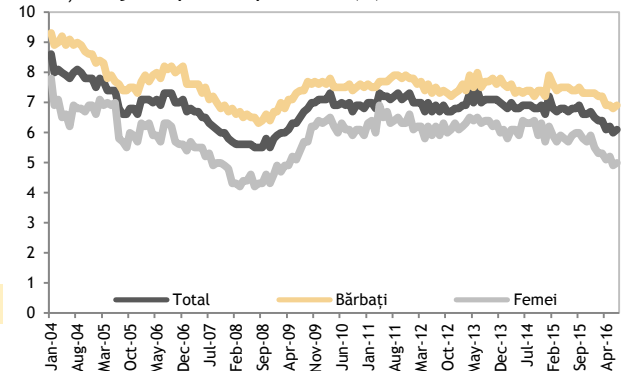
## PREȚURILE DE CONSUM

- Conform INS dinamica anuală a prețurilor de consum a atins în august maximul din mai 2015, evoluție influențată de: disiparea impactului reducerii cotelor TVA; Noua Directivă Europeană pentru tutun; evoluția economiei la un ritm peste potențial.
- În dinamică lunară prețurile de consum au urcat cu 0.07% în august, pe fondul majorării prețurilor la bunuri ne-alimentare (44.25% din coșul de consum) cu 0.26% (în cadrul acestora se notează creșterea prețurilor la tutun cu 1.76%).
- Pe de altă parte, prețurile la bunuri alimentare (36% din coșul de consum) s-au redus cu un ritm lunar de 0.09% în august, ca urmare a scăderii prețurilor la legume/conserve din legume (cu 1.11%) și la fructe/conserve din fructe (cu 2.58%).
- De asemenea, tarifele la servicii (19.75% din coșul de consum) s-au diminuat cu 0.09% lună/lună, notându-se declinul prețurilor la chirii (cu 0.07%) și la poșta și telecomunicații (cu 0.44%).
- În dinamică an/an prețurile de consum au consemnat un declin de 0.2% în august, pe fondul scăderii prețurilor la bunuri ne-alimentare (cu 1.42%) și a tarifelor la servicii (cu 1.04%), date fiind: reducerea cotei generale de TVA, diminuarea cotațiilor internaționale la țiței și scăderea prețurilor la energie și gaze naturale.
- Pe de altă parte prețurile la mărfuri alimentare s-au majorat cu 1.96% an/an, ca urmare a disipării impactului reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9% de la 1 iunie 2015).
- Pe indicele armonizat UE prețurile de consum au crescut cu 0.3% an/an în august (cel mai ridicat nivel din mai 2015, luna dinainte de reducerea cotei TVA la alimente).
- Astfel, în perioada ianuarie - august 2016 prețurile de consum au scăzut în medie, cu 2% an/an, evoluție determinată de reducerile de TVA și de declinul cotațiilor internaționale la țiței (cu 21% an/an WTI și cu 27% an/an Brent) și influențată de: fluctuațiile din piața valutară, evoluția cererii interne la un ritm peste potențial, precum și absența presiunilor inflaționiste în Zona Euro (principalul partener economic).

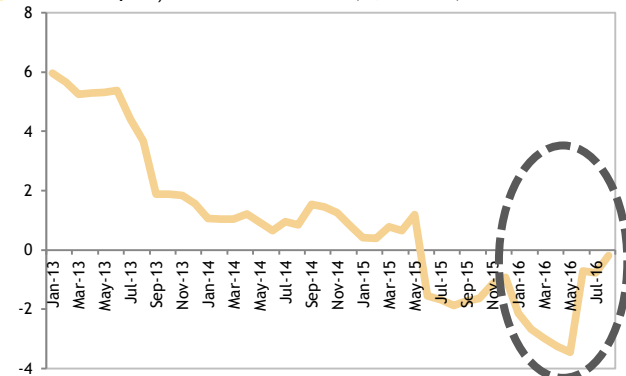
numărul de șomeri (mii) sursa: INS



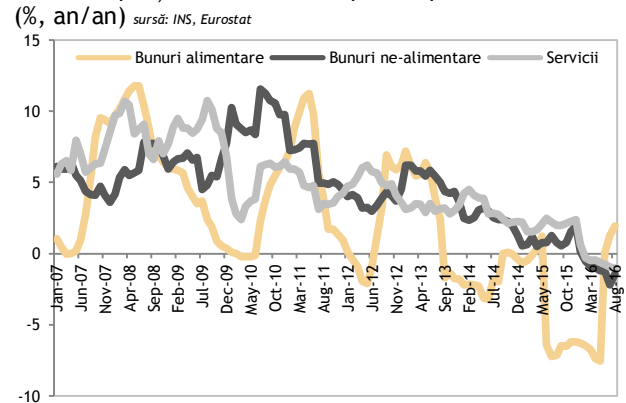
rata șomajului pe componente (%) sursa: INS



dinamica prețurilor de consum (% an/an) sursa: INS, Eurostat



dinamica prețurilor de consum pe componente (% an/an) sursa: INS, Eurostat



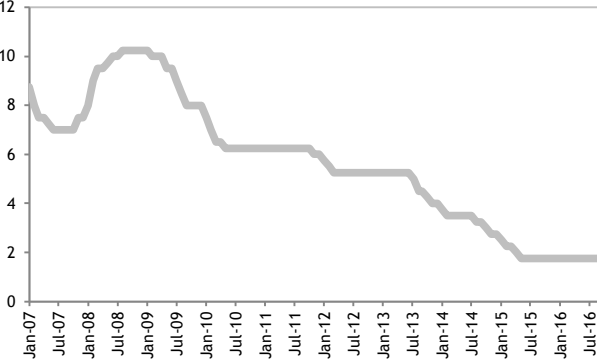
## POLITICA MONETARĂ

- La începutul lunii august s-a desfășurat a șasea ședință de politică monetară din acest an.
- Pe de o parte, BNR a incorporat evoluțiile macro-financiare recente (externe și interne) și a actualizat scenariul macro-econometric central de previziune pe termen mediu. Noile prognoze publicate în cadrul Raportului trimestrial asupra inflației (a treia ediție din 2016) indică o dinamică anuală a prețurilor de consum de -0.4% la finalul acestui an și de 2% la sfârșit de 2017 (niveluri revizuite de la 0.6%, respectiv 2.7%).
- Pe de altă parte, BNR a păstrat rata de dobândă de politică monetară (la nivelul minim istoric de 1.75%) și a menținut nivelurile ratelor rezerve minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit (la 8%, respectiv 12%).
- Nu în ultimul rând, Consiliul de Administrație al băncii centrale a hotărât publicarea stenogramelor ședințelor de politică monetară (în termen de șapte zile calendaristice), decizie care aduce un plus de transparență la nivel de proces de decizie.
- Totodată, BNR a semnalat o atitudine mai pragmatică pe viitor, menită să contribuie la consolidarea poziției macro-financiare a României, într-o perioadă caracterizată prin intensificarea provocărilor (externe și interne): capcana creșterii economice lente pe plan global; incertitudinile privind viitorul procesului de integrare economică europeană după votul pro-Brexit; caracterul relaxat al politicilor fiscal-bugetare și de venituri (inclusiv decalajul între dinamica salariilor și ritmul productivității) și măsurile de ordin legislativ în domeniul financiar-bancar pe plan intern în anul electoral 2016 (mai ales în contextul absenței unui acord cu instituțiile financiare internaționale).
- Practic, banca centrală pare pregătită pentru a interveni printr-o politică monetară mai activă, în direcția contracarării factorilor de risc la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare.

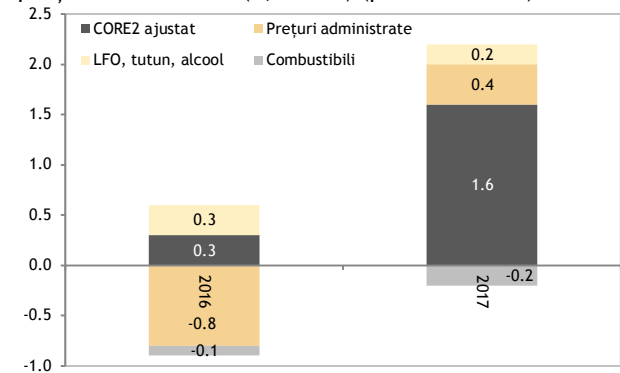
## PIAȚA MONETARĂ

- Pe piața monetară ratele de dobândă au consemnat scăderi generalizate în luna august, spre nivelurile minime istorice. Această evoluție a fost determinată de consolidarea climatului pozitiv din sfera piețelor financiare internaționale și de excesul de lichiditate din plan intern, într-un context caracterizat prin perspectiva continuării politicilor monetare acomodative pe plan global.
- Astfel, la finalul lunii august ratele de dobândă pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și 12 luni au înregistrat valori de 0.50%, 0.50%, 0.52%, 0.58%, 0.76%, 0.97%, 1.07%, respectiv 1.13%, în scădere cu 17%, 15%, 13%, 6%, 5%, 7%, 6%, respectiv 6% comparativ cu nivelurile de la sfârșit de iulie.
- Între finele lunii august 2015 și final de august 2016 ratele de dobândă au scăzut, în medie, cu 93 puncte bază, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele până la o lună (în medie, cu 1.28 puncte procentuale).
- La sfârșitul lunii august ROBOR consemna valori mai reduse, în medie, cu 21 puncte bază față de cele înregistrate la final de 2015.
- În ceea ce privește valorile medii lunare ale ROBOR, în august s-au consemnat creșteri pe scadențele foarte scurte (overnight, tomorrow next și o săptămână) și scăderi ușoare în rest (în medie cu 3% față de iulie).
- În dinamică an/an valorile medii lunare ale ROBOR au scăzut, în medie, cu peste 40% în august, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele scurte.

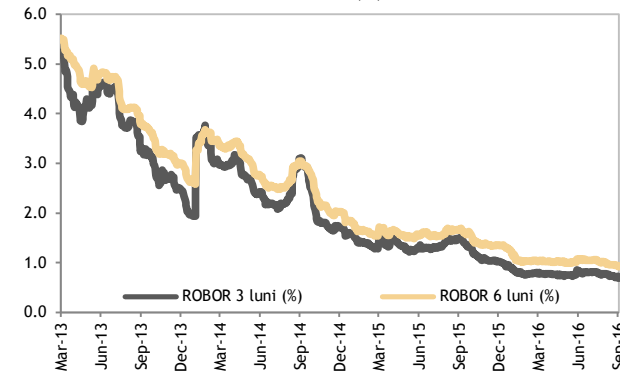
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



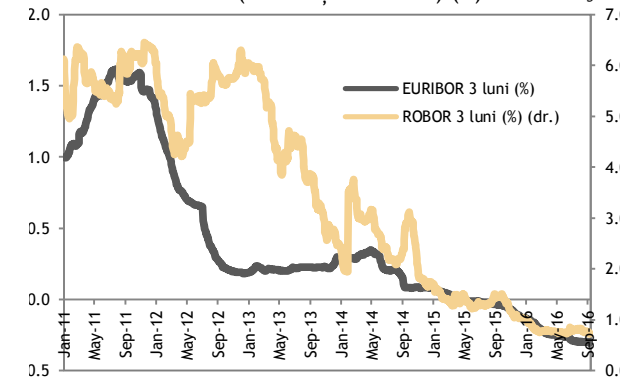
prețurile de consum (% an/an) (previziuni BNR) sursa: BNR



ROBOR 3 luni vs. ROBOR 6 luni (%) sursa: BNR



ROBOR vs. EURIBOR (scadența trei luni) (%) sursa: Bloomberg





## PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- **Piața titlurilor de stat** din România a fost influențată de evoluțiile macro-financiare externe și de știrile macroeconomice interne în luna august. Se observă o scădere generalizată a ratelor de dobândă, în divergență față de evoluțiile din piețele internaționale. Această disonanță a fost determinată de intrări de capitaluri noi, dat fiind gradul ridicat de atractivitate conferit de diferențialul de dobândă față de piețele dezvoltate, într-un context caracterizat prin depășirea șocului determinat de votul pro-Brexit pe piețele financiare internaționale.
- În SUA indicatorii macroeconomici comunicați în august au consemnat evoluții mixte. Se evidențiază dinamica consumului privat, susținută de consolidarea climatului favorabil pe piața imobiliară și pe piața forței de muncă. Pe de altă parte, trebuie menționat faptul că prima economie a lumii acumulează semnale de final de ciclu post-criză, aspect reflectat de decelerarea semnificativă a investițiilor productive (ritm de 0.5% an/an în T2, cel mai redus din 2009). În acest context, al evoluțiilor contradictorii din economie, FED a semnalat o atitudine prudentă, dar flexibilă a politicii monetare pe termen scurt. Aceste evoluții coroborate cu reducerea aversiunii față de risc (după șocul votului britanic) au condus la creșterea ratei de dobândă la titlurile de stat pe 10 ani cu 8.8% între final de iulie și sfârșit de august, la 1.578% (declin cu 30.5% față de nivelul de la finele lui 2015). Ca medie lunară acest indicator a urcat cu 4.3% în august față de iulie, la 1.56%.
- În Zona Euro fluxurile comerciale internaționale au consemnat ajustări după votul pro-Brexit. Cu toate acestea, cererea internă pare să se consolideze, susținută de nivelul minim istoric al costurilor de finanțare. Nu în ultimul rând, persistența inflației la un nivel cu mult sub ținta BCE într-o perioadă caracterizată prin amplificarea incertitudinilor privind viitorul Uniunii Europene și revenirea în atenția investitorilor a problemelor din sectorul bancar au contribuit la creșterea probabilității ca politica monetară să se mențină acomodativă în trimestrele următoare. Prin urmare, rata de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani s-a menținut în teritoriu negativ în august (-0.065% la final de lună). Se notează însă o creștere față de nivelurile din iulie, evoluție în convergență cu cea din piața americană.
- În România **economia** a accelerat la 6% în T2 (cel mai bun ritm din 2008) (avans cu 5.2% an/an în S1), pe fondul evoluției cererii interne la un ritm peste potențial. Totodată, balanța comercială s-a ajustat după votul pro-Brexit (deficit în temperare). Cu toate acestea, **prețurile de consum** au continuat să scadă în iulie (cu 0.78% an/an), iar **creditul neguvernamental** pare să fi inițiat un proces de ajustare, influențat de intensificarea provocărilor macro-financiare (externe și interne). Aceste evoluții coroborate cu diferențialul de dobândă dintre România și piețele dezvoltate au determinat scăderea ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani cu 9.6%, la 2.84% (între final de iulie și sfârșit de august) (scădere cu 23% față de valoarea de la finele lui 2015). Ca medie lunară acest indicator a consemnat un nivel de 2.92% în august, în atenuare cu 9% față de iulie.
- În august Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 4.9 miliarde RON pe piața internă (din care 1.1 miliarde RON prin certificate de trezorerie), un volum cu 9.7% peste cel programat și cu 36% mai mare raportat la cel realizat în iulie.

## PIAȚA VALUTARĂ

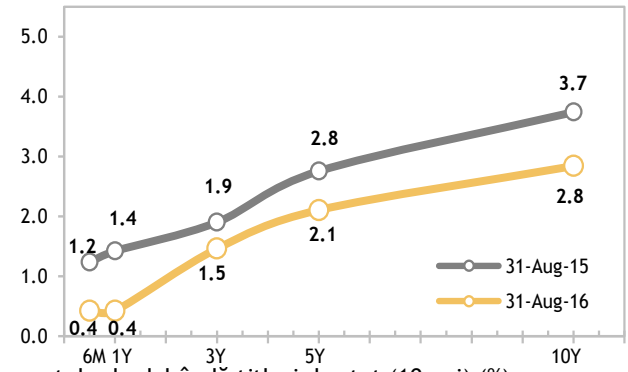
- În august EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4488 - 4.4757) la BNR. Tendința de creștere din prima jumătate a lunii (până la un nivel maxim local de 4.4757, înregistrat după publicarea stenogramei ședinței FED) a fost inversată ulterior, cursul retestând minimele anului în ultimele ședințe de tranzacționare din august.
- La finalul lunii trecute cursul EUR/RON s-a situat la 4.4535, în scădere cu 0.27% lună/lună și cu 1.57% față de valoarea de la final de 2015, dar în urcare cu 0.48% raportat la nivelul de la sfârșit de august 2015.
- Nivelul mediu lunar s-a situat la 4.4594, în scădere cu 0.59% lună/lună, dar în urcare cu 0.82% an/an.

## PIAȚA BURSIERĂ

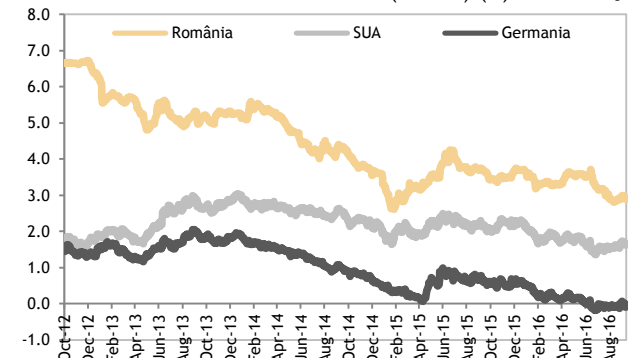
- Piața de acțiuni a crescut pentru a treia lună la rând în august, evoluție influențată de climatul pozitiv din piețele internaționale. Indicele BET a încheiat luna august la 7,035.7 puncte, în urcare cu 4.6% lună/lună și cu 0.4% ytd.
- În august indicele american S&P 500 a scăzut ușor (cu 0.1%, la 2,171 puncte), în timp ce indicele pan-european EuroStoxx 600 a crescut cu 0.5%, la 343.5 puncte.

licitații M. Finanțe (august)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1227DBN011	796.2	Iul-2027	3.42
RO1519DBN037	575.0	Apr-2019	1.57
RO1617CTN0B7	300.0	Feb-2017	0.43
RO1522DBN056	521.1	Dec-2022	2.55
RO1521DBN041	575.0	Mar-2021	2.13
RO1620DBN017	575.0	Feb-2020	1.81
RO1624DBN027	721.3	Apr-2024	2.63
RO1617CTN0C5	800.0	Aug-2017	1.55

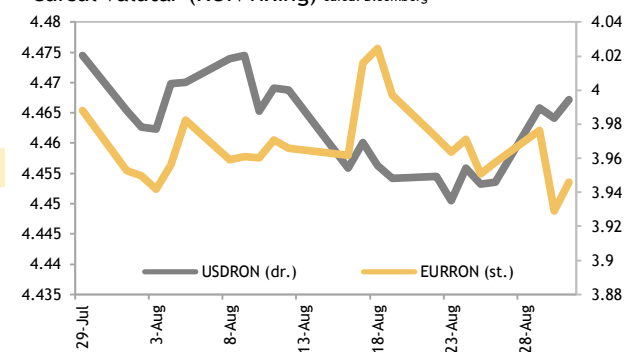
curba randamentelor (%) sursa: BNR



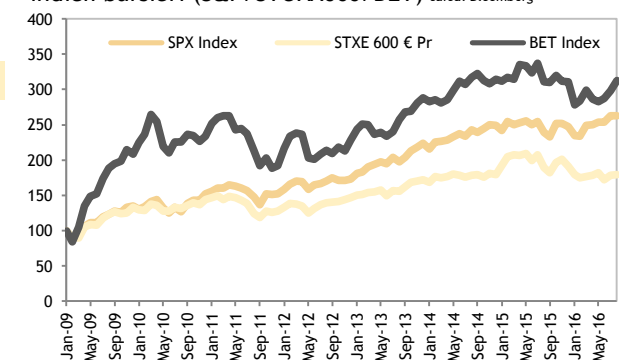
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: Bloomberg



indicii bursieri (S&P/STOXX600/BET) sursa: Bloomberg

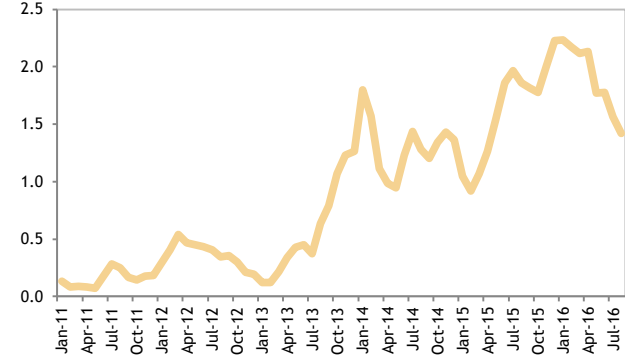


## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

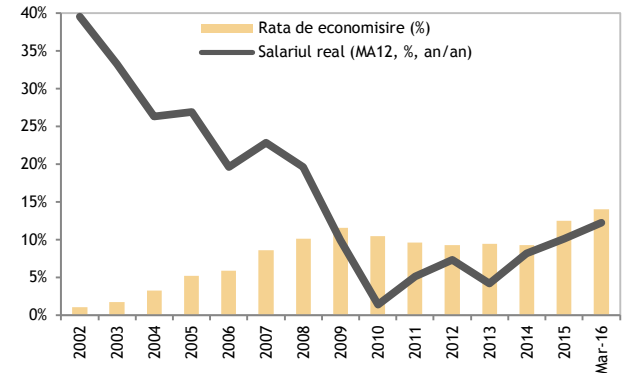
### ECONOMIA REALĂ

- În ultimele săptămâni dinamica indicatorilor macro-financiari (globali, europeni și interni) a confirmat, în linii mari, scenariul macro-econometric central BT.
- Pe plan global economia pare să se confrunte cu capcana ritmului lent de creștere economică, date fiind: decelerarea comerțului internațional, tergiversarea reformelor structurale și ineficiența politicilor monetare acomodative.
- În SUA se acumulează semnale de final de ciclu economic, iar incertitudinile din plan politic au impact nefavorabil asupra climatului investițional.
- Economia Zonei Euro se confruntă cu provocările determinate de votul pro-Brexit, dar și cu reactivarea percepției de risc în sectorul bancar.
- În România economia resimte intensificarea provocărilor globale, europene și regionale, precum și riscurile de ordin politic intern (alegerile generale).
- Date fiind aceste aspecte am menținut scenariul central de previziune pe termen mediu pentru economia internă. Vom revizui acest scenariu în octombrie, după ce vor fi încorporate datele finale privind evoluția economiilor SUA și României în T2. Totodată, luna viitoare vom lansa și previziunile macro-econometrice pe anul 2019.
- Conform scenariului macro-econometric curent economia internă va decelera în a doua jumătate a anului (aspect reflectat și de evoluția spread-ului de dobândă, conform primului grafic din dreapta). Pe de o parte, ne așteptăm la decelerarea consumului privat (principala componentă a PIB) spre nivelul potențial, pe fondul disipării impactului reducerii TVA. Pe de altă parte, investițiile productive vor fi influențate de incertitudinile privind mix-ul de politici economice și climatul politic, iar unele companii vor amâna proiectele până la începutul anului viitor (când va fi eliminată taxa pe construcții speciale, conform Codului Fiscal).
- Per ansamblu, pentru 2016 ne așteptăm la accelerarea economiei la 4.8% an/an (cea mai bună dinamică din 2008), evoluție determinată de cererea internă (susținută de ameliorarea venitului real disponibil al populației, nivelul redus al costurilor de finanțare și relansarea creditului în RON, creșterea investițiilor străine directe). În acest scenariu consumul privat și investițiile productive ar putea consemna dinamici medii anuale de 6.9%, respectiv 6.6%. Nu în ultimul rând, consumul public va avea o contribuție pozitivă la dinamica PIB în acest an, pe fondul majorării salariilor, dar și a accelerării investițiilor (creștere cu 32.5% an/an la 7.8 miliarde RON în primele opt luni ale anului).
- Pe de altă parte, previzionăm că exportul net va contribui negativ la ritmul PIB în 2016: exporturile și importurile ar putea crește an/an cu 4.8%, respectiv 7.7%.
- Pentru 2017-2018 ne așteptăm la decelerarea economiei spre ritmul potențial, evoluție determinată de maturitatea ciclului economic global și de perspectiva reconfigurării (în sensul echilibrării) mix-ului intern de politici economice, într-un context caracterizat prin acumularea de provocări (în sfera comerțului global, a sistemului monetar internațional, a procesului de integrare economică europeană).
- În acest scenariu ritmul anual al PIB se va situa la 4.3% în 2017 și la 4% în 2018. Consumul privat ar putea crește an/an cu 4.6% în 2017 și cu 4.3% în 2018. Pentru investițiile productive ne așteptăm la accelerare la 7.6% an/an în 2017 (pe fondul eliminării taxei pe construcții speciale), urmată de decelerare la 6.6% în 2018.
- În ceea ce privește cererea externă netă previzionăm că importurile vor continua să crească cu un ritm superior exporturilor în 2017 și 2018. Cu toate acestea, ne așteptăm la atenuarea decalajului dintre dinamicele anuale, la 1 punct procentual în 2017, respectiv la 0.7 puncte procentuale în 2018.
- În acest scenariu centrale rata medie anuală a șomajului s-ar putea reduce de la 6.8% în 2015, la 6.4% în 2016, 6.1% în 2017, respectiv 5.9% în 2018.
- Atragem atenția cu privire la decalajul important dintre România și țările dezvoltate (OCDE), care nu poate fi recuperat decât prin intensificarea reformelor structurale. În acest context, menționăm recomandările emise pentru România de Secretarul General al OCDE în vara acestui an: ameliorarea competențelor pe piața forței de muncă; reducerea riscului de sărăcie; ameliorarea calității serviciilor medicale; dezvoltarea agriculturii; întărirea guvernantei în sectorul public.
- În încheiere menționăm factorii de risc pentru acest scenariu central: evoluțiile macro-financiare globale și europene; tensiunile geo-politice regionale; mix-ul de politici economice și incertitudinile de ordin politic pe plan intern.

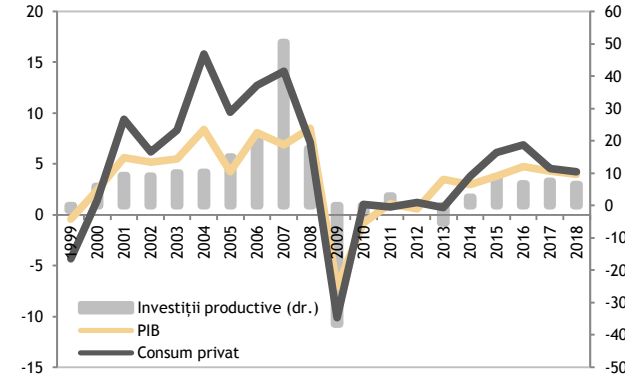
spread-ul de dobândă 3-10 ani în România (puncte procentuale) sursa: calculate BT, date BNR



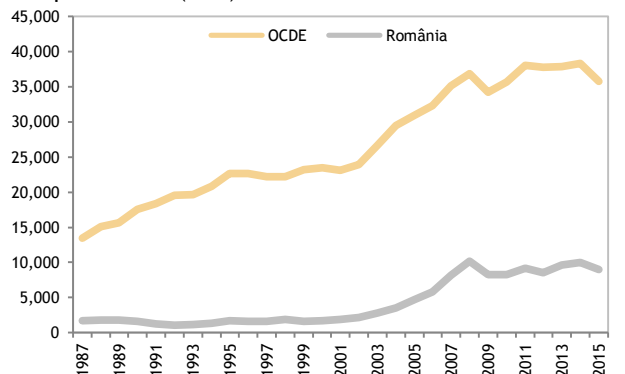
salariul mediu net real vs. rata de economisire în România sursa: calcule BT, date INS



PIB, investiții productive, consum privat (% an/an) sursa: Eurostat, previziuni BT



PIB pe locuitor (USD) sursa: Bloomberg

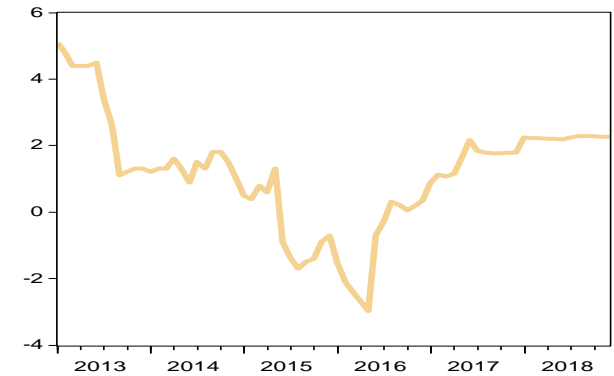


## ECONOMIA FINANCIARĂ

- Prin incorporarea dinamicii recente a indicatorilor macro-financiarilor (din sfera externă și din plan intern) am revizuit în sus prognozele privind evoluția prețurilor de consum pe termen mediu.
- Astfel, noile previziuni indică o dinamică medie anuală a prețurilor de consum (pe indicii armonizati UE) de -1% în 2016, 1.6% în 2017, respectiv 2.2% în 2018.
- Practic, ne așteptăm la o convergență mai rapidă a dinamicii prețurilor de consum spre ținta băncii centrale (2.5% ± 1 punct procentual).
- Această perspectivă coroborată cu dinamica cererii interne la un ritm peste potențial și cu acumularea de provocări (globale, europene și interne) care pot influența nefavorabil stabilitatea prețurilor pe termen mediu și stabilitatea financiară sunt factori care exprimă un grad ridicat de probabilitate în direcția lansării unui nou ciclu monetar pe termen scurt.
- În acest context menționăm faptul că nu este exclus ca BNR să demareze un proces de normalizare a politicii monetare la ultima ședință din acest an (în noiembrie), mai ales dacă dinamica prețurilor de consum va continua să se situeze peste prognozele băncii centrale, iar riscurile la adresa stabilității financiare vor continua să se intensifice.
- Pe de altă parte, tergiversarea FED în ciclul monetar post-criză, provocările din Uniunea Europeană și perspectiva decelerării economiei interne spre ritmul potențial sunt factori care ar putea determina banca centrală să amâne pentru 2017 noul ciclu monetar.
- De asemenea, am utilizat noile prognoze privind dinamica prețurilor de consum pe termen mediu pentru actualizarea modelelor de previziune a ratelor de dobândă și a cursului de schimb.
- Astfel, scenariul central actualizat indică perspective de consolidare a ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani la minime istorice în 2016 (medie anuală de 3.3%).
- Cu toate acestea, costul finanțării în economie ar putea crește în trimestrele următoare (pe fondul accelerării dinamicii PIB-ului nominal pe plan intern și a normalizării politicii monetare în SUA), spre ritmuri medii anuale de 4% în 2017, respectiv 4.4% în 2018.
- Pentru luna septembrie Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă pentru un volum de 4.7 miliarde RON (din care 1.5 miliarde RON prin certificate de trezorerie), în scădere cu 3% față de cel realizat în luna august.
- În sfera pieței valutare previzionăm o creștere a cursului mediu anual EUR/RON la 4.48 în 2016, un nivel maxim istoric. Cu toate acestea, pe termen mediu ne așteptăm la scăderea cursului, într-o evoluție determinată de perspectiva unor noi intrări de capitaluri străine în economia reală și în economia financiară, pe fondul oportunităților oferite de accelerarea convergenței economice spre nivelul mediu din Uniunea Europeană și de consolidarea statutului României în regiune.
- Astfel, nivelul mediu anual EUR/RON ar putea să scadă la 4.43 în 2017 și la 4.34 în 2018.
- Atragem însă atenția cu privire la acumularea de factori de risc (externi și interni) pentru acest scenariu central: climatul macro-financiar și politic din Statele Unite (inclusiv dilema FED); posibilitatea creșterii volatilității pe piețele financiare internaționale în contextul alegerilor din SUA și a reconfigurării sistemului monetar internațional (prin includerea YUAN-ului în coșul DST de la 1 octombrie); escaladarea datoriilor în China, într-o perioadă de tranziție spre un nou model economic; provocările din sfera procesului de integrare economică europeană (rezultatul referendumului britanic, problemele din sectorul bancar, criza migrației, riscul terorist); tensiunile geo-politice globale și regionale; climatul politic și mix-ul de politici economice în anul electoral 2016 în România.

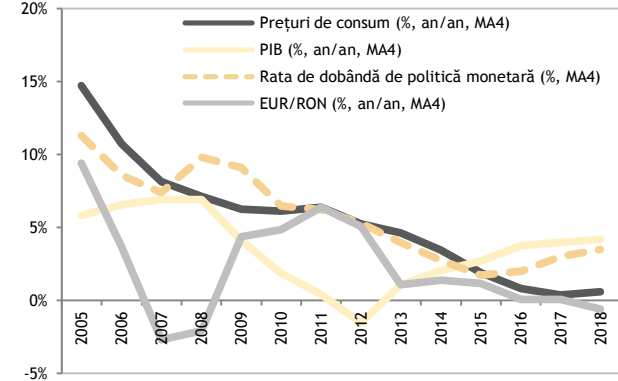
### previziuni pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



### prețurile de consum/PIB-ul/cursul/dobânda de referință

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (septembrie)	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
01-Sep-2016	345	Titluri	26-Iul-2027
05-Sep-2016	1,000	Certificate	06-Sep-2017
08-Sep-2016	575	Titluri	22-Mar-2021
12-Sep-2016	575	Titluri	29-Apr-2024
15-Sep-2016	500	Certificate	20-Mar-2017
19-Sep-2016	575	Titluri	26-Feb-2020
22-Sep-2016	575	Titluri	29-Apr-2019
26-Sep-2016	575	Titluri	19-Dec-2022

titluri de stat în circulație	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1617CTNOE1	501.1		Mar-17
RO1617CTNOD3	1,005.7		Sep-17
RO1519DBN037	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1521DBN041	6,469.8	3.25	Mar-21
RO1425DBN029	8,029.2	4.75	Feb-25

### previziuni EUR/RON

sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.48	4.5396	4.48
2017	4.2495	4.43	4.5392	4.42
2018	4.0776	4.34	4.5745	4.39

## ANALIZĂ

### dr. Andrei Rădulescu

Economist Senior | Banca Transilvania  
(+4)021.405.5938 | (+4)0754.035.080 | (+4)0730.727.516  
andrei.radulescu@bancatransilvania.ro

### Dan Rusu, CMT

Analist Financiar Senior | Banca Transilvania  
(+4)0264.430.564 int225 | (+4)0264.407.150 | (+4)0757.080.536  
dan.rusu@bancatransilvania.ro

### Marius Tiberiu Mureșan

Analist Investiții | BT Asset Management  
(+4)0264.301.920 | (+4)0741.200.052  
mariustiberiu.muresan@btam.ro

## VÂNZĂRI & TRANZAȚIONARE

### Teo Birle

Director - Direcția Trezorerie | Banca Transilvania  
(+4)0264.301.104 | (+4)0264.301.453 | (+4)0264.301.199  
teo.birle@bancatransilvania.ro

### Cosmin Bota

Director Operațiuni | BT Capital Partners  
(+4)0264.430.564 | (+4)0264.431.718 | (+4)0744.572.402  
cosmin.bota@btcapitalpartners.ro

### Aurel Bernat

Director General Adjunct | BT Asset Management  
(+4)0264.301.618 | (+4)0730.075.128  
aurel.bernat@btam.ro

# Grupul Financiar Banca Transilvania



- cursuri spot - operațiuni cont [accesează AICI](#)
  - depozite - persoane juridice [accesează AICI](#)
  - cursuri case de schimb [accesează AICI](#)
  - titluri de stat și operațiuni REPO [accesează AICI](#)
- 
- tranzacționare online pe bursele din București și Viena [accesează AICI](#)
  - credite marjă [accesează AICI](#)
  - administrare discreționară [accesează AICI](#)
  - împrumuturi de acțiuni pentru vânzarea în lipsă [accesează AICI](#)
- 
- fonduri de venit fix în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
  - fonduri mixte (max. 20% acțiuni) [accesează AICI](#)
  - fonduri de acțiuni (indice sau fără reper) în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
- 
- finanțări rapide către persoane fizice, credite de consum pentru nevoi personale sau pentru achiziții în rate în locațiile comercianților parteneri [accesează AICI](#)
- 
- acces rapid și simplificat la suport financiar în vederea achiziției de bunuri de folosință îndelungată; se adresează persoanelor juridice, companii mici, mijlocii și corporate [accesează AICI](#)
- 
- soluții de finanțare și management pentru folosința autovehiculelor, împreună cu administrarea externalizată a tuturor operațiunilor de care depinde funcționarea flotei auto [accesează AICI](#)

## LIMITAREA RĂSPUNDERII

Acest raport este publicat în România de către Banca Transilvania/subsidiarele sale, o instituție financiar-bancară ale cărei activități sunt reglementate și supravegheate consolidat de Banca Națională a României (BNR) și Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF).

Rapoartele de analiză emise de Banca Transilvania și subsidiarele sale au un caracter pur informativ, pot fi utilizate ca instrumente auxiliare în procesul de luare a deciziilor de investiții. Cu alte cuvinte, analizele publicate de Banca Transilvania sau oricare dintre subsidiarele sale nu trebuie interpretate ca: a) Ofertă de vânzare/subscriere la instrumente financiare menționate în rapoarte; b) Instrument de reclamă pentru instrumentele financiare menționate în rapoarte. Informațiile care stau la baza acestor rapoarte au fost obținute din surse publice, considerate relevante și de încredere: Institute de Statistică, Bănci Centrale, Agenții Financiare & Organizații Interne și Internaționale, etc. Atragem însă atenția cu privire la faptul că acuratețea/corectitudinea acestor informații din surse publice nu poate fi verificată și/sau contestată de instituția noastră.

Opiniile analitice exprimate în rapoarte reflectă punctul de vedere al analiștilor la momentul publicării, rezultat prin raționament independent cu metode analitice specifice. Recomandările emise pot să nu coincidă cu poziția tuturor instituțiilor din grupul Băncii Transilvania. Opiniile au fost exprimate cu bună-credință, fără omisiuni intenționate și în condiții limitate de acces la informații: a existat acces doar la datele și informațiile făcute publice de către organisme și organizații interne și internaționale.

Atragem atenția cu privire la faptul că recomandările din rapoartele de analiză ale Băncii Transilvania sau ale subsidiarelor sale ar putea fi nepotrivite pentru unii investitori (în funcție de situația financiară, orizontul și obiectivele investiționale). Valoarea instrumentelor financiare la care se face referire în analizele elaborate fluctuează în timp, iar performanța trecută nu constituie sub nicio formă un indicator pentru performanța viitoare. Totodată, subliniem faptul că investițiilor le sunt asociate factori de risc, care nu sunt totalmente explicați în rapoarte. Altfel spus, Banca Transilvania sau orice colaborator nu sunt responsabili pentru niciun fel de pierdere directă și/sau potențială, rezultată din utilizarea elementelor publicate în raport.

Recomandările emise pot fi modificate oricând fără o notificare prealabilă, Banca Transilvania/subsidiarele sale rezervându-și dreptul de a întrerupe publicarea fără avis prealabil.

Remunerația autorilor rapoartelor de analiză nu este în niciun fel influențată de recomandările exprimate în cadrul acestora.

Banca Transilvania, angajații sau colaboratorii săi sau ai subsidiarelor sale pot avea expunere pe orice instrument financiar analizat în raport.

Reproducerea totală sau parțială a acestui raport este permisă doar prin menționarea sursei.

Arhiva rapoartelor de analiză emise de Banca Transilvania/subsidiarele sale poate fi consultată accesând link-ul următor: [https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm\\_source=raportPDF&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=raport-analiza-pdf](https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm_source=raportPDF&utm_medium=email&utm_campaign=raport-analiza-pdf).