

## Evoluții macroeconomice recente

- Dinamica PIB-ului global a decelerat la 2.9% anualizat în semestrul I, conform estimărilor FMI, confirmându-se faptul că economia mondială se confruntă cu capcana creșterii economice lente și a ratelor de dobândă scăzute.
- Economia SUA pare să re-acelereze după pierderea de ritm din prima jumătate a anului, determinată de scăderea investițiilor. Cu toate acestea, prima economie a lumii pare la finalul ciclului post-criză, îndreptându-se spre o aterizare normală.
- Zona Euro a depășit, temporar, șocul votului pro-Brexit, dar politica monetară relaxată implementată de Banca Centrală Europeană pare să-și fi atins limitele.
- Economia internă a intrat într-o etapă de consolidare, în așteptarea clarificării perspectivelor din plan global, dar și a incertitudinilor interne. Se observă adoptarea unor măsuri populiste, care riscă să afecteze nefavorabil ciclul economic post-criză.
- Piețele financiare internaționale s-au consolidat în așteptarea alegerilor Prezidențiale din Statele Unite, persistând divergențele de politică monetară: FED a semnalat reluarea ciclului monetar, iar BCE nu se grăbește cu ieșirea din politica relaxată. Evenimentul anului a fost schimbarea configurației coșului DST de la 1 octombrie, prin includerea YUAN-ului, cu o pondere de 10.9% (decizie luată de FMI la finalul anului trecut).

## Scenariul macroeconomic central

- Am incorporat evoluțiile recente ale indicatorilor din economia reală și din economia financiară (din SUA, Zona Euro și România) și am actualizat scenariul central de previziune pentru perioada 2016-2018. Totodată, am elaborat primele prognoze macroeconomice pentru anul 2019.
- Noile previziuni indică perspective de evoluție la un ritm ușor sub potențial pentru Statele Unite și la o dinamică ușor peste potențial pentru Zona Euro pe termen mediu.
- Pentru economia României am redus prognozele pe termen mediu, pe fondul acumulării de provocări. Conform noului scenariu central PIB-ul ar putea decelera spre ritmul potențial în anii următori: dinamici an/an de 5% în 2016, 4.3% în 2017, 3.8% în 2018, respectiv 3% în 2019.
- În ceea ce privește piețele financiare considerăm că ameliorarea climatului este dependentă de reluarea fluxurilor investiționale în economia americană.
- Pe piața financiară din România previzionăm majorarea costurilor de finanțare, pe fondul accelerării dinamicii PIB nominal, dar și ca urmare a provocărilor din sfera mixului de politici economice, factori parțial contrabalansați de excesul de lichiditate.
- Considerăm că principalele riscuri asociate acestui scenariu central constau în: deciziile de politică economică din SUA, Zona Euro și China; provocările cu care se confruntă Uniunea Europeană (inclusiv migrația și terorismul); presiunea populistă, tergiversarea reformelor și riscul politic în România.

### scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.4	165.4	177.3	192.0	204.0
PIB real (% an/an)	3.7	5.0	4.3	3.8	3.0
Consum privat (% an/an)	5.1	7.2	4.0	3.9	3.6
Investiții productive (% an/an)	8.1	5.2	6.7	5.4	4.2
Consum public (% an/an)	0.3	1.6	0.4	1.1	0.5
Exporturi (% an/an)	5.5	7.2	6.3	5.9	5.5
Importuri (% an/an)	8.8	9.2	5.8	6.2	6.1
Rata șomajului (%)	6.8	6.3	6.0	5.8	5.6
Inflația (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.0	1.7	2.3	2.8
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75-2.00	2.75	3.75	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	2.5	2.0	1.5	1.3
Datoria publică (% PIB)	37.9	38.2	36.7	34.5	33.0
Contul curent (% PIB)	-1.1	-2.3	-2.7	-2.8	-3.1
Rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani (%)	3.5	3.3	3.9	4.0	4.2
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.48	4.43	4.35	4.33

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

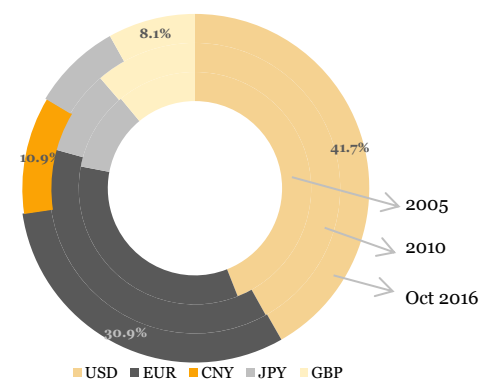
structura PIB	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)
Consum privat	61.0	61.7	61.4
Consum public	14.2	14.1	13.5
Investiții productive	24.7	24.3	24.7
Exporturi	39.7	41.2	41.1
Importuri	40.5	41.6	41.6

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T2 2016	6.0	-
rata inflației IPC	Sep-2016	-0.57	-
rata șomajului	Aug-2016		6.0
rata de dobândă de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

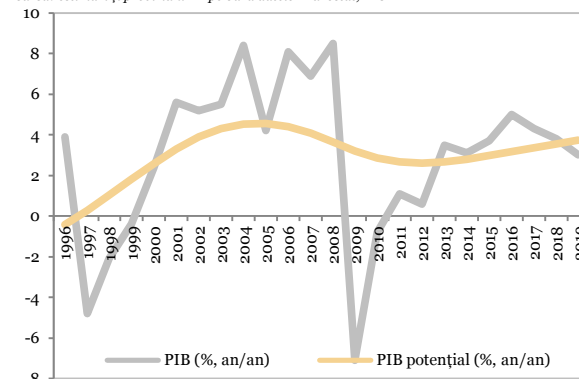
Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

internaționalizarea YUAN-ului (coșul DST 1 Oct) sursa: FMI



PIB vs. PIB potențial România (% an/an)

sursa: estimări și previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



calendar macroeconomic octombrie 2016

instituție	data	indicator
BNR	3 Oct	Rezervele internaționale (Sep)
INS	3 Oct	Turismul (Aug)
INS	5 Oct	Comerțul cu amănuntul (Aug)
INS	7 Oct	Dinamica PIB (P2, T2 2016)
INS	10 Oct	Balanța comercială cu bunuri (Aug)
INS	10 Oct	Comenzile noi în industrie (Aug)
INS	11 Oct	Dinamica prețurilor de consum (Sep)
INS	11 Oct	Dinamica PIB (2014)
INS	12 Oct	Producția industrială (Aug)
INS	12 Oct	Sectorul de construcții (Aug)
BNR	14 Oct	Balanța de plăți (Aug)
INS	14 Oct	Producția agricolă (2015)
BNR	25 Oct	Indicatorii monetari (Sep)
INS	28 Oct	Tendențele în economie (Oct-Dec)
INS	28 Oct	Autorizațiile de construcții case (Sep)

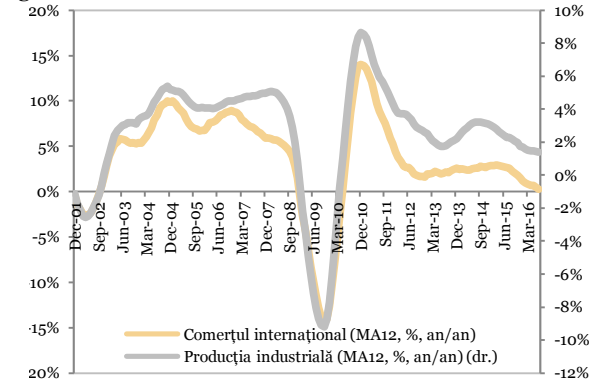
Sursa: Institutul Național de Statistică (INS), Banca Națională a României (BNR)

## EVOLUȚII RECENTE

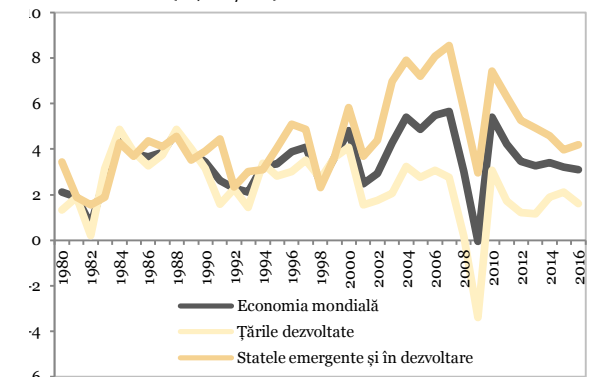
### ACTIVITATEA ECONOMICĂ ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ SUA

- Economia mondială a decelerat în semestrul I (ritm anualizat de 2.9%), conform estimărilor recente ale Fondului Monetar Internațional, într-o evoluție determinată de persistența unui ritm lent în sfera fluxurilor comerciale internaționale și de intensificarea riscurilor de implementare a măsurilor protecționiste.
- FMI notează pierderea de turație din SUA, prima economie a lumii cu o pondere de aproximativ 25% din PIB-ul global. Pe de altă parte, climatul din economiile emergente și în dezvoltare pare să se stabilizeze și să se amelioreze ușor, după crizele cu care s-au confruntat Brazilia și Rusia.
- Economia SUA a crescut cu un ritm trimestrial anualizat de 1.4% în T2 (cea mai bună evoluție din ultimele trei trimestre), pe fondul redinamizării consumului privat. Principala componentă a PIB a consemnat o dinamică trimestrială anualizată de 4.3%, cel mai rapid ritm din ultimii ani, evoluție susținută de ameliorarea venitului real disponibil al populației și de climatul pozitiv din piața creditului.
- Totodată, cererea externă netă a avut o contribuție pozitivă la dinamica trimestrială a economiei în T2 (0.18 puncte procentuale), dat fiind că exporturile au crescut cu un ritm mai puternic decât importurile (1.8% vs. 0.2%).
- Pe de altă parte, investițiile productive au scăzut pentru al treilea trimestru la rând, cu un ritm trimestrial anualizat de 1.1% în T2, evoluție influențată de acumularea de provocări (inclusiv din sfera politică).
- De asemenea, stocurile companiilor s-au diminuat pentru al cincilea trimestru consecutiv, evoluție care se adaugă semnalelor de final de ciclu economic.
- Nu în ultimul rând, consumul public s-a redus cu o rată trimestrială anualizată de 1.7% în T2 (cea mai slabă evoluție din T4 2013).
- În dinamică an/an prima economie a lumii a crescut cu 1.3% în T2, cel mai redus ritm din ultimii trei ani. Se notează divergența dintre accelerarea consumului privat (la 2.7% an/an, cel mai rapid ritm din T3 2015) și intensificarea ritmului de declin în sfera investițiilor productive (la 2.9% an/an, cea mai slabă evoluție din 2009).
- Totodată, consumul public a decelerat de la 1.9% an/an în T1 la 0.7% an/an în T2.
- În sfera cererii externe nete exporturile au continuat să scadă în T2 (pentru al patrulea trimestru la rând, cu 1.1% an/an), în timp ce importurile au decelerat la 0.3% an/an (cel mai redus ritm din T1 2013).
- Astfel, în semestrul I PIB-ul SUA a crescut cu doar 1.4% an/an, notându-se dinamica consumului privat: 2.5% an/an. De asemenea, consumul public a consemnat un avans de 1.3% an/an.
- Pe de altă parte, investițiile productive au scăzut cu 1.8% an/an, în timp ce stocurile companiilor au contribuit cu -0.79 puncte procentuale la ritmul economiei.
- Cererea externă netă a avut o contribuție ușor pozitivă la dinamica anuală a PIB în S1 (0.1 puncte procentuale): exportul a scăzut cu 1%, iar importul a decelerat la 0.7%.
- Indicatorii macroeconomici comunicați în perioada recentă au consemnat evoluții predominant favorabile, ceea ce exprimă premise de accelerare graduală a economiei în a doua jumătate a anului curent. Se evidențiază consolidarea climatului pozitiv din sfera consumului privat (susținut de momentul favorabil din piața forței de muncă și din piața imobiliară).
- De asemenea, se observă semnale de stabilizare și inflexiune în sfera producției industriale, aspect confirmat și de accelerarea indicatorilor PMI și ISM. Cu toate acestea, climatul investițional se menține precar înaintea de alegerile Prezidențiale, dat fiind că mediul privat așteaptă semnale concrete cu privire la mix-ul de politici economice din următorii patru ani.
- Pe piața forței de muncă se acumulează semnale de maturitate, aspect reflectat de convergența numărului lunar de noi locuri de muncă către media istorică și de consolidarea ratei șomajului la 5% (minimumul de la începutul anului 2008) în perioada recentă.

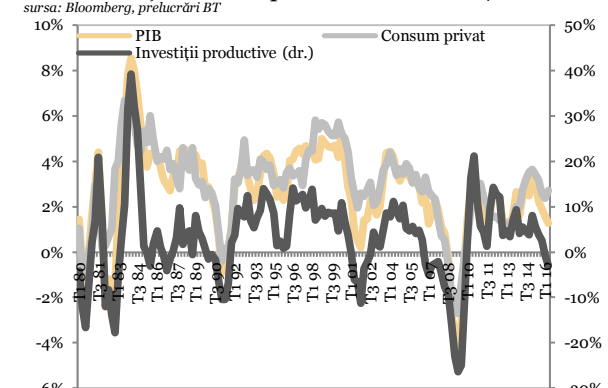
### comerțul internațional vs. producția industrială globală sursa: Bloomberg



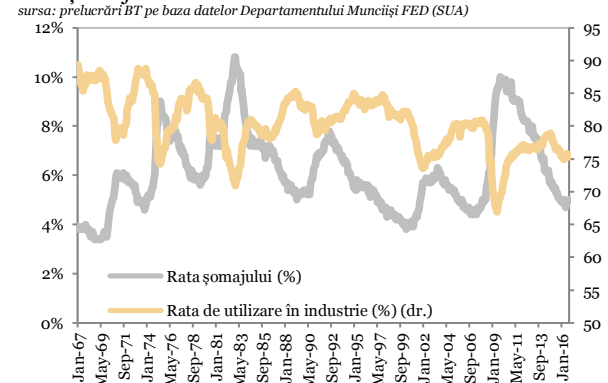
### dinamica PIB (% an/an) sursa: FMI



### PIB, investiții, consum privat în SUA (% an/an) sursa: Bloomberg, prelucrări BT



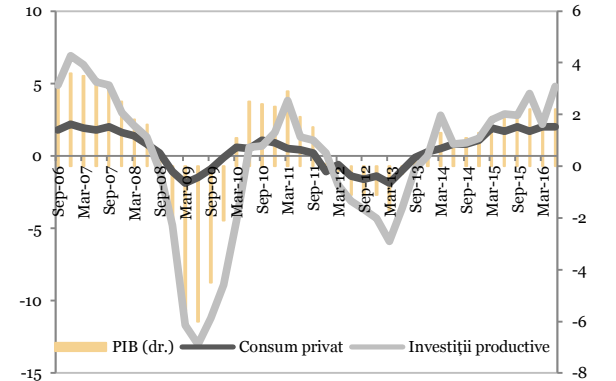
### rata de utilizare a capacității instalate în industrie vs. rata șomajului în SUA sursa: prelucrări BT pe baza datelor Departamentului Muncii și FED (SUA)



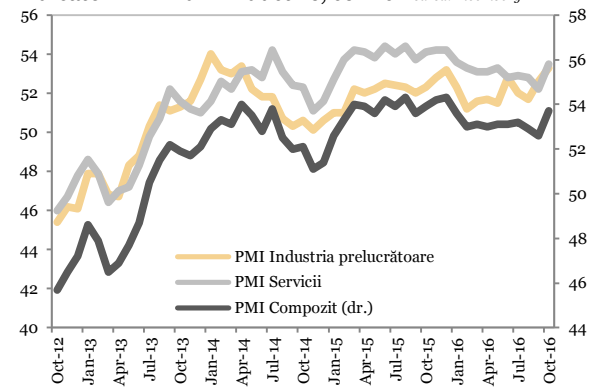
**ZONA EURO**

- Dinamica trimestrială a economiei s-a temperat de la 0.5% în T1 2016 la 0.3% în T2 2016, conform datelor Eurostat.
- Se notează decelerarea consumului privat (principala componentă a PIB): ritm trimestrial de 0.2% (cel mai redus din T1 2014), în atenuare de la 0.6% în T1 2016. Această evoluție reflectă intensificarea prudenței în rândul consumatorilor, în contextul referendumului britanic. De asemenea, consumul public a crescut cu doar 0.2% trimestru/trimestru în T2, cel mai redus ritm din T4 2014.
- Pe de altă parte, dinamica trimestrială a investițiilor productive a accelerat de la 0.5% în T1 2016 la 1.1% în T2 2016.
- În sfera cererii externe nete exporturile au crescut cu un ritm trimestrial mai ridicat decât importurile (1.2% vs. 1.1%) în T2.
- În dinamică an/an economia a accelerat de la 1.6% în T1 la 2.2% în T2, evoluție determinată, în principal, de performanța investițiilor productive (avans cu 4.8% an/an, cel mai bun ritm de dinainte de incidența crizei).
- Consumul privat s-a consolidat la 2% an/an, în timp ce consumul public a decelerat ușor (de la 2% an/an în T1 la 1.8% an/an în T2).
- La nivelul cererii externe nete se notează accelerarea exporturilor (de la 2.4% an/an în T1 la 3.8% an/an în T2) și a importurilor (de la 3.3% an/an în T1 la 4.5% an/an în T2).
- Astfel, în semestrul I 2016 PIB-ul Zonei Euro a crescut cu 1.9% an/an, evoluție determinată de dinamica cererii interne. Se evidențiază avansul investițiilor productive cu 3.5% an/an, dinamică susținută de nivelul minim istoric al costurilor de finanțare, pe fondul politicii monetare relaxate implementată de Banca Centrală Europeană.
- Consumul privat a consemnat o creștere cu 2% an/an, ritm susținut de ameliorarea venitului real disponibil al populației și de relansarea graduală a creditării.
- Totodată, consumul public a urcat cu 1.9% an/an, dată fiind creșterea marjei de manevră a politicii fiscal-bugetare după consolidarea ambițioasă din ultimii ani (deficitul bugetar s-a diminuat la 1.5% din PIB în T2, cel mai redus nivel din perioada pre-criză).
- Pe de altă parte, cererea externă netă a avut o contribuție negativă la dinamica PIB în prima jumătate a anului curent, dat fiind că exporturile au crescut cu 3.5% an/an, ritm inferior celui consemnat de importuri (3.9% an/an).
- Evoluțiile indicatorilor macroeconomici din perioada recentă exprimă o consolidare a procesului de relansare economică, precum și rezistența la acumularea de provocări (globale și regionale, inclusiv din sfera procesului de integrare economică europeană).
- Practic, se poate spune că șocul determinat de votul pro-Brexit (și consecințele acestuia) a fost, cel puțin până în prezent, contrabalansat de politica monetară relaxată a BCE (care a contribuit la consolidarea costurilor de finanțare în zona minimelor istorice, după cum se poate nota și în al treilea grafic din partea dreaptă).
- În acest context se menționează dinamica indicatorilor PMI din sfera industriei prelucrătoare și a serviciilor în ultimele luni. Pe de o parte, în industria prelucrătoare indicatorul PMI a crescut în octombrie la 53.3 puncte, cel mai ridicat nivel din aprilie 2014. Pe de altă parte, indicatorul PMI din sfera serviciilor a urcat în octombrie la 53.5 puncte (maximul din ianuarie). Astfel, indicatorul PMI Compozit a înregistrat în octombrie cel mai ridicat nivel din acest an, evoluție care exprimă premise de re-accelerare a economiei la cumpăna dintre ani.
- Totodată, fluxurile comerciale internaționale cu bunuri s-au redinamizat în august: exporturile au crescut cu 8% an/an la 160.3 miliarde EUR, iar importurile au urcat cu 4% an/an la 141.9 miliarde EUR, conform datelor Eurostat.
- Pe de altă parte, populația se menține prudentă, aspect reflectat de decelerarea dinamicii anuale a comerțului cu amănuntul la 0.6% în august (cel mai redus ritm din ultimii ani).
- Consolidarea procesului de relansare economică este confirmată și de evoluțiile recente din piața forței de muncă: rata șomajului a stagnat în ultimele luni la 10.1%, minimul ultimilor cinci ani.

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

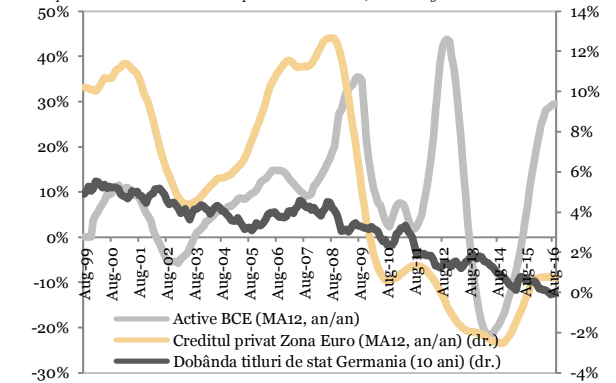


**indicatorii PMI din industrie, servicii** sursa: Bloomberg

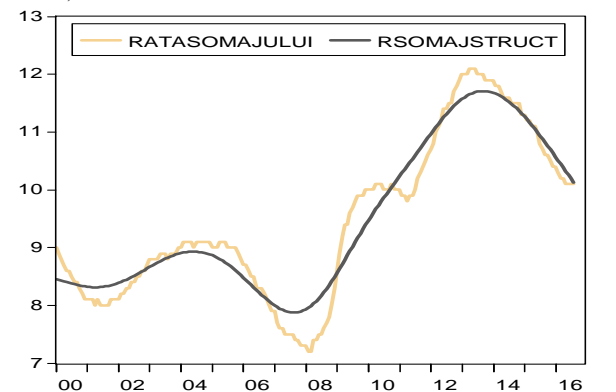


**votul pro-Brexit vs. politica BCE**

sursa: prelucrări Banca Transilvania pe baza datelor BCE, Bloomberg



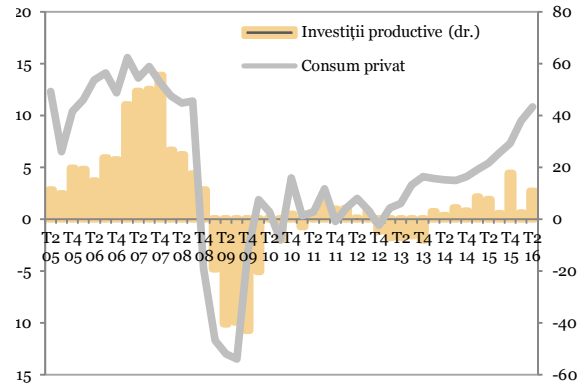
**rata șomajului (%) vs. rata șomajului structural (%)** sursa: Eurostat, estimări econometrice Banca Transilvania



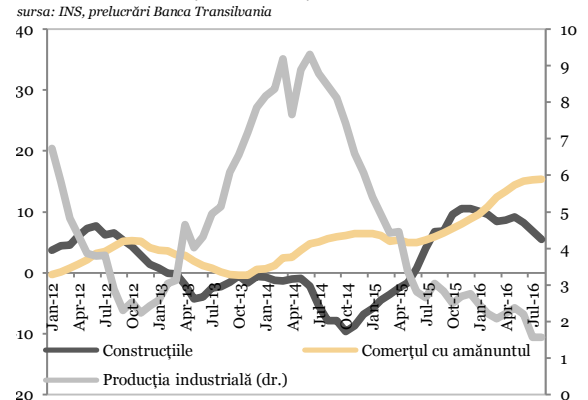
**ROMÂNIA**

- Economia a crescut pentru al patrulea trimestru la rând în T2, cu un ritm trimestrial de 1.5% (similar cu cel din T1), conform estimărilor provizorii (2) ale INS.
- În dinamică an/an PIB-ul a accelerat de la 4.3% în T1 la 6% în T2 (cel mai bun ritm din 2008), notându-se contribuția cererii interne cu 8.2 puncte procentuale.
- Se evidențiază investițiile productive, în urcare pentru al zecelea trimestru la rând în T2: accelerare la 10.7% an/an. Se confirmă astfel ciclul investițional post-criză susținut de: dinamica consumului intern, creșterea investițiilor străine directe și a investițiilor publice, nivelul redus al costurilor de finanțare și relansarea creditării în RON.
- De asemenea, principala componentă a PIB (consumul privat) a crescut pentru al 14-lea trimestru consecutiv în T2, cu 10.8% an/an (cel mai bun ritm din 2008), evoluție influențată de: climatul pozitiv din piața forței de muncă (scăderea șomajului și majorarea salariilor), reducerea cotelor TVA, relansarea creditării în RON, declinul cotațiilor internaționale la țigete și fiscalizarea mai activă a economiei.
- Consumul public a contribuit cu 0.5 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în T2.
- Pe de altă parte, stocurile companiilor au avut o contribuție negativă la ritmul anual al economiei în T2 (-1.9 puncte procentuale), ceea ce exprimă o stare de prudență, determinată de acumularea de provocări (externe și interne).
- Nu în ultimul rând, exportul net a contribuit negativ la dinamica PIB în T2 (cu -2.2 puncte procentuale), dat fiind că exporturile au continuat să crească cu un ritm inferior importurilor (8.5% an/an vs. 13.5% an/an).
- În sfera ofertei agregate se notează evoluția ramurilor ciclice: comerț/reparare auto-moto/transport și depozitare/HORECA (11.9% an/an). IT&C a crescut cu 17.3% an/an, iar sectorul primar a urcat cu 17.9% an/an (pe fondul ameliorării climatului meteo).
- Pe de altă parte, tranzacțiile imobiliare au consemnat un ritm de 1.1% an/an (ca urmare a resimțirii Legii dării în plată), iar industria a crescut cu 2.7% an/an (pe fondul semnalelor de final de ciclu în industria globală).
- Astfel, în S1 2016 PIB-ul a urcat cu 5.2% an/an. Cea mai bună evoluție din 2008 a fost susținută de dinamica cererii interne: investițiile productive și consumul privat au accelerat la 7.4% an/an, respectiv la 10.2% an/an, pe fondul mix-ului relaxat de politici economice, a relansării creditării în RON și a creșterii importanței strategice a României în regiune (din perspectivele geo-economică și geo-politică).
- De asemenea, consumul public a avut o contribuție pozitivă la dinamica PIB în semestrul I, dat fiind contextul electoral: componenta colectivă a urcat cu 9.6% an/an.
- Pe de altă parte, stocurile au contribuit negativ la ritmul PIB-ului în S1, expresie a prudenței companiilor în contextul intensificării factorilor de risc.
- Totodată, cererea externă netă a avut o contribuție negativă la dinamica PIB la șase luni: exporturile au crescut cu 7% an/an, iar importurile s-au majorat cu 11.6% an/an.
- Privind latura ofertei agregate se notează dinamica următoarelor ramuri în S1: agricultura (10.1% an/an, pe fondul climatului meteo favorabil); comerț/reparare auto-moto/transport și depozitare/HORECA (12.4% an/an, date fiind creșterea salariilor și reducerile de TVA); IT&C (13% an/an – confirmându-se statutul de steaua economiei).
- Indicatorii macroeconomici au evoluat mixt la început de T3. Se observă consolidarea dinamicii comerțului cu amănuntul (variabilă proxy pentru consumul privat) - avans cu 12.6% an/an în august și cu 16.3% an/an în primele opt luni ale anului, evoluție determinată de: ameliorarea pieței forței de muncă, reducerea cotelor TVA, majorarea salariilor, declinul cotațiilor internaționale la țigete, relansarea creditării, fiscalizarea mai activă a economiei și extinderea rețelelor de supermarket-uri.
- De asemenea, producția industrială a prezentat semnale de redinamizare în perioada recentă: creștere cu 5.3% an/an în august (cel mai bun ritm din ultimele 12 luni), determinată de avansul componentei prelucrătoare cu 7.1% an/an. Cu toate acestea, la opt luni industria a urcat cu doar 1.1% an/an, pe fondul ritmului lent din ramura prelucrătoare și a problemelor structurale din componentele extractivă și energie.
- Pe de altă parte, sectorul de construcții resimte inițiativele populiste, precum și incertitudinile privind deciziile de politică economică de după alegeri: scădere cu 2.8% lună/lună și cu 5.3% an/an în august. În primele opt luni ale anului acest sector intensiv în capital și forță de muncă a crescut cu doar 2% an/an.
- Pe piața forței de muncă s-a consolidat tendința pozitivă din ultimele trimestre, pe fondul ciclului investițional post-criză și a fiscalizării mai active. Numărul de șomeri (15-74 ani) a scăzut cu un ritm lunar de 3.2% la 529.1 mii în august (minim istoric), iar rata șomajului s-a redus la 6% (minimul de la început de 2009) de la 6.1% în iulie.

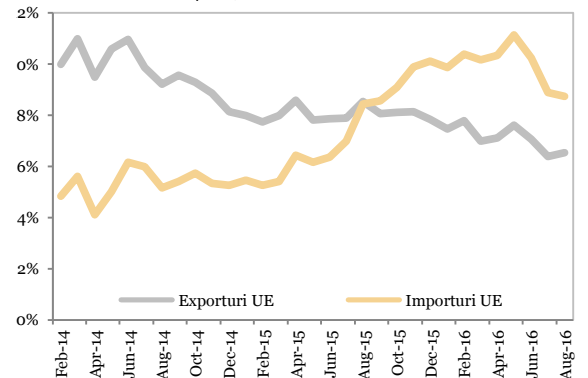
investiții vs. consum (% an/an) sursa: INS



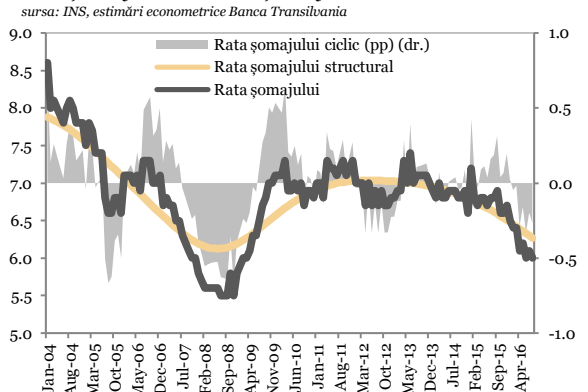
industrie, comerț, construcții (% an/an, MA12) sursa: INS, prelucrări Banca Transilvania



exporturi vs. importuri de bunuri (componenta comunitară) (an/an, MA12) sursa: prelucrări BT, date INS, Eurostat



rata șomajului vs. rata șomajului structural (%) sursa: INS, estimări econometrice Banca Transilvania



## ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Dinamica anuală a prețurilor de consum a consemnat o tendință ușor ascendentă în ultimele luni, determinată de acumularea graduală de presiuni inflaționiste pe piața forței de muncă (rata șomajului se situează la minime istorice) (fapt confirmat de evoluția componentei core), precum și de inflexiunea cotațiilor internaționale la țiței.
- În august prețurile de consum au crescut pentru a șasea lună la rând, cu un ritm lunar de 0.14%, conform indicatorului PCE (**Personal Consumption Expenditure**) agreat de FED. Dinamica an/an a accelerat la 0.96% (maximul din ultimele patru luni).
- Componenta core (care exclude elementele volatile) a crescut cu 0.18% lună/lună, respectiv cu 1.69% an/an (cel mai ridicat nivel din toamna anului 2014).
- Astfel, la opt luni prețurile de consum au crescut, în medie, cu 0.92% an/an (componenta core a urcat cu 1.62% an/an), niveluri sub ținta Rezervei Federale.
- În cadrul celei de-a șasea ședințe de politică monetară din acest an banca centrală (Rezerva Federală) a revizuit scenariul macro-econometric, reducând previziunile privind dinamica PIB și a inflației în 2016 (la 1.8% an/an, respectiv 1.3% an/an). Conform acestui scenariu economia SUA va accelera la 2% an/an în 2017 și 2018, urmând să decelereze spre potențial (1.8% an/an) în 2019. Totodată, inflația va converge spre ținta FED până la finele deceniului.
- Pe de altă parte, FED a menținut rata de dobândă de politică monetară la (0.25%-0.50%) (cu un vot de 7 – 3) și a diminuat semnificativ previziunile cu privire la evoluția acestui indicator pe termen mediu. Conform scenariului central actualizat rata de dobândă de referință pe final de an s-ar putea situa la 0.6% (2016), 1.1% (2017) și 1.9% (2018). Comitetul de Politică Monetară apreciază că balanța riscurilor este echilibrată, semnalând posibilitatea unei noi majorări a ratei de dobândă până la final de an.

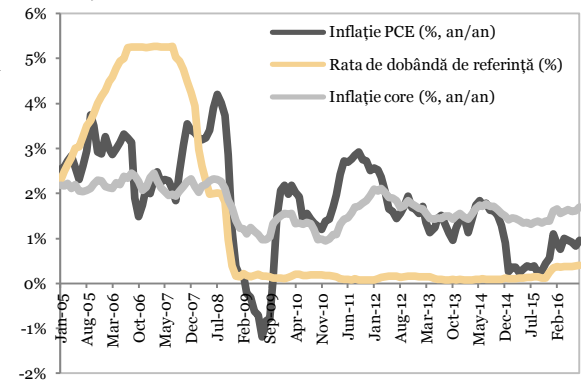
## ZONA EURO

- Datele Eurostat indică creșterea prețurilor de consum cu 0.4% lună/lună în septembrie, pe fondul dinamicii componentelor energie și bunuri industriale (ritmuri lunare de 1%, respectiv 3.1%). Pe de altă parte, prețurile la alimente/alcool/tutun și tarifele la servicii au scăzut cu rate lună/lună de 0.3%, respectiv 1%.
- În dinamică an/an prețurile de consum au accelerat la 0.4% în septembrie, cel mai ridicat nivel din ultimii doi ani. Această evoluție a fost determinată, în principal, de temperarea ritmului de declin în sfera componentei energie (de la -5.6% an/an în august la -3% an/an în septembrie). Componenta core a stagnat la 0.8% an/an.
- La penultima ședință de politică monetară din acest an Banca Centrală Europeană a păstrat rata de dobândă de referință (la 0%) și ratele de dobândă la facilitățile permanente (la -0.4% la depozite, respectiv 0.25% la creditare). BCE a menținut programul monetar neconvențional (cumpărare de titluri publice și private în volum lunar de 80 miliarde EUR). La Conferința de presă Guvernatorul M. Draghi a subliniat că măsurile monetare neconvenționale au impulsionat piața creditului. Pe de altă parte, Guvernatorul BCE a menționat că nu sunt semnale de accelerare semnificativă a inflației pe termen scurt. În acest context, Președintele BCE a semnalat că la ședința din decembrie se va lua o decizie cu privire la programul de cumpărare de active.

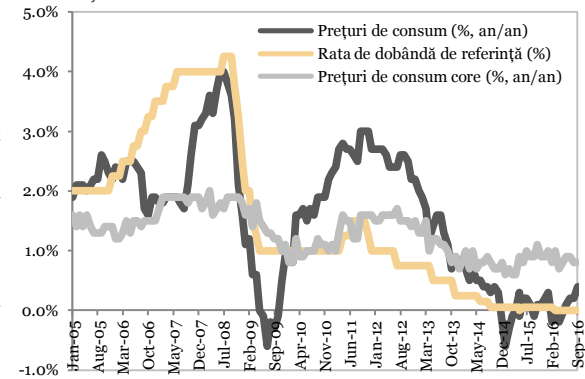
## ROMÂNIA

- Prețurile de consum au scăzut cu un ritm lunar de 0.11% în septembrie, conform INS. Această evoluție a fost determinată de declinul prețurilor la alimente (36% din coș), cu 0.58% lună/lună, pe fondul incorporării recoltei de toamnă la fructe și legume.
- Pe de altă parte, tarifele la servicii s-au consolidat, în timp ce prețurile la bunuri nealimentare (44.25% din coș) au urcat cu 0.21% lună/lună (ca urmare a majorării prețurilor la pompă cu 0.66%, dat fiind avansul cotațiilor internaționale la țiței).
- În dinamică an/an prețurile de consum au scăzut cu 0.57% an/an în septembrie, un ritm de declin în intensificare raportat la august (-0.2% an/an). Prețurile la mărfuri nealimentare și tarifele la servicii s-au redus cu 1.06% an/an, respectiv cu 1.17% an/an, pe fondul diminuării cotei generale de TVA (de la 24% la 20%), declinului cotațiilor la țiței și scăderii prețurilor la energie. Pe de altă parte, prețurile la bunuri alimentare au urcat cu 0.46% an/an, ca urmare a disipării impactului scăderii TVA (de la 24% la 9%).
- Pe indicele armonizat UE s-a consemnat o scădere cu 0.1% an/an în septembrie.
- La penultima ședință de politică monetară din 2016 BNR a păstrat rata de dobândă de referință la 1.75% (minim istoric) și nivelul ratei rezervelor minime obligatorii la RON la 8%. Pe de altă parte, entitatea a redus nivelul ratei rezervelor minime obligatorii la valută de la 12% la 10%. Totodată, BNR a semnalat o atitudine vigilentă și pragmatică în lunile următoare, mai ales dacă riscurile la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și la adresa stabilității financiare vor continua să se intensifice.

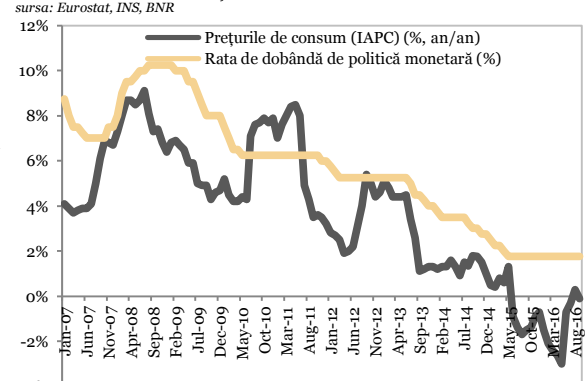
dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în SUA sursa: FED



dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în Zona Euro sursa: Eurostat, BCE



dinamica prețurilor de consum (IAPC) vs. rata de dobândă de referință în România sursa: Eurostat, INS, BNR



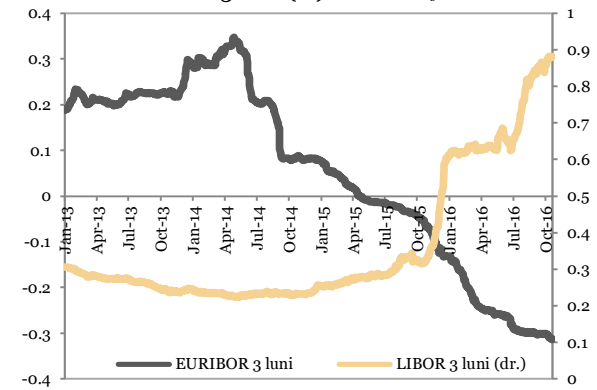
## PIAȚA FINANCIARĂ SUA

- Pe parcursul ultimelor săptămâni piețele financiare au reacționat la evoluțiile indicatorilor macroeconomici din principalele blocuri ale lumii, la știrile companiilor și la fluctuațiile din piețele internaționale de materii prime.
- Din perspectiva macroeconomică a fost depășit șocul determinat de votul pro-Brexit (din cadrul referendumului organizat în Marea Britanie pe 23 iunie), atenția piețelor revenind spre finalul trimestrului III la perspectivele de politică monetară din Statele Unite și Europa.
- La nivelul companiilor se notează intensificarea percepției de risc privind sectorul bancar din Europa, care resimte provocările structurale (excesul de capacitate), dar și conjuncturale (nivelul redus al ratelor de dobândă).
- Totodată, cotațiile internaționale la țigeti s-au consolidat și au prezentat semnale de inflexiune în ultimele săptămâni, pe fondul planurilor OPEC în direcția reducerii producției (pentru majorarea prețurilor).
- În SUA ratele de dobândă de pe piața monetară au reluat tendința ascendentă în ultimele săptămâni, pe fondul creșterii probabilității ca FED să majoreze din nou rata de dobândă până la final de an. Rata de dobândă la 3 luni s-a situat la 0.85% la sfârșitul lunii septembrie, în urcare cu 1.7% lună/lună, cu 162.7% an/an, respectiv cu 39.3% ytd.
- Totodată, ratele de dobândă au crescut și pe piața obligațiunilor suverane din SUA în ultimele săptămâni, pe fondul depășirii șocului votului britanic, a semnalelor de accelerare a PIB nominal și a inflexiunii cotațiilor internaționale la țigeti. Astfel, rata de dobândă pe scadența 10 ani a consemnat un nivel de 1.598% la finele lunii septembrie, în urcare cu 1.3% față de nivelul de la final de august (dar în scădere cu 29.6% raportat la valoarea de la sfârșitul de 2015). Ca medie lunară acest indicator barometru pentru costul de finanțare în economie a crescut cu 4.5% în septembrie față de august.
- Pe de altă parte, perspectiva ca FED să majoreze din nou rata de dobândă de politică monetară pe termen scurt, coroborată cu intensificarea percepției de risc privind sectorul bancar din Europa au determinat corecții și volatilitate pe piața de acțiuni în septembrie. La finele lunii indicele Dow Jones s-a situat la 18 308,2 puncte, în scădere cu 0.5% comparativ cu nivelul de la final de august, dar în urcare cu 5.1% raportat la valoarea de la sfârșitul anului 2015. În T3 acest indice bursier a crescut cu 2.1%.
- Pe piața valutară se observă o creștere a volatilității cursului mediu al dolarului, dat fiind că perspectivele privind reluarea ciclului monetar post-criză de către FED au fost contrabalansate de diminuarea decalajului de ritm de creștere PIB dintre SUA și Zona Euro. Astfel, între sfârșitul de august și final de septembrie dolarul american s-a depreciat cu 0.26% față de moneda unică europeană (declin cu 2.5% comparativ cu nivelul de la final de 2015, dar apreciere cu 0.4% față de finele lunii septembrie 2015).

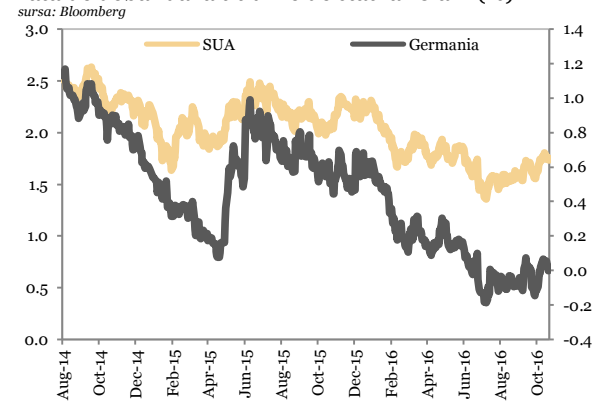
## ZONA EURO

- Pe plan european piața financiară a fost influențată în perioada recentă de perspectivele divergente de politică monetară (Rezerva Federală din SUA vs. Banca Centrală Europeană), de provocările cu care confruntă sectorul bancar din regiune, precum și de inflexiunea cotațiilor internaționale la țigeti.
- Astfel, pe piața monetară ratele de dobândă s-au consolidat în zona minimelor istorice în ultimele săptămâni (aproximativ -0.3% pe scadența trei luni), pe fondul politicii monetare relaxate în implementare de către Banca Centrală Europeană.
- De asemenea, programul BCE de cumpărare de obligațiuni a contribuit la revenirea ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani în zona minimelor istorice (-0.12% la final de septembrie).
- Pe de altă parte, piața de acțiuni a resimțit intensificarea percepției de risc în sectorul bancar (criza Deutsche Bank). În acest context, indicele pan-european EuroStoxx 50 s-a situat la final de septembrie la 3 002.2 puncte, în scădere cu 0.7% comparativ cu nivelul de la finele lunii august și cu 8.1% raportat la valoarea de la sfârșitul anului 2015. Cu toate acestea, indicele bursier a crescut cu 4.8% în T2, dat fiind că impactul votului britanic a fost depășit, evoluție determinată și de politica monetară a BCE.
- În sfera pieței valutare EUR/USD a fluctuat în intervalul (1.1146 – 1.1296) la Banca Centrală Europeană în luna septembrie, consemnând un nivel mediu de 1.1212. La final de septembrie EUR/USD s-a situat la 1.1161, în urcare cu 0.26% față de nivelul de la finele lunii august și cu 2.5% raportat la valoarea de la sfârșitul de 2015.

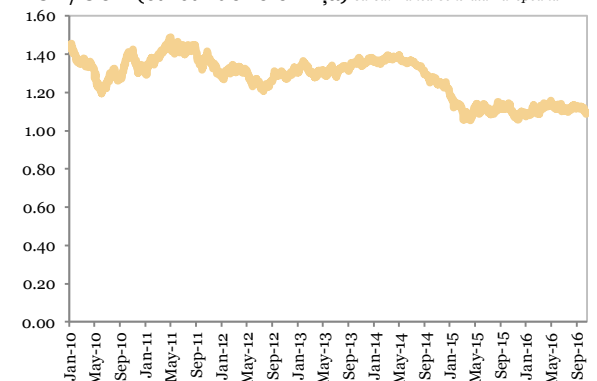
rata de dobândă la 3 luni (%) sursa: Bloomberg



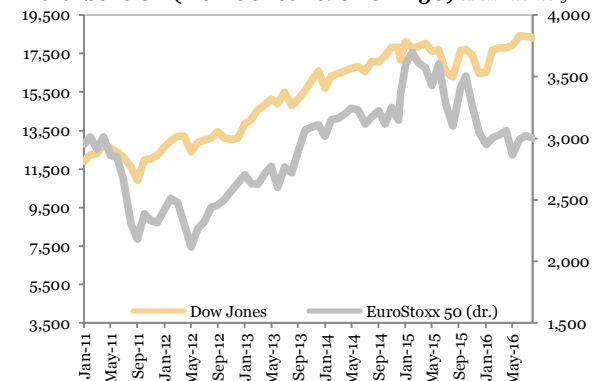
rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (%) sursa: Bloomberg



EUR/USD (cursul de referință) sursa: Banca Centrală Europeană



indici bursieri (Dow Jones vs. STOXX50) sursa: Bloomberg



**ROMÂNIA**

În luna septembrie piața financiară a fost influențată de evoluțiile din piețele internaționale, precum și de știrile macroeconomice și politice interne. Excesul de lichiditate și intrările de capital (atruse de diferențialul de dobândă reală) au contrabalansat acumularea de provocări din plan global, european și intern (inclusiv presiunea populismului și incertitudinile cu privire la climatul politic și la mix-ul de politici economice după alegerile generale din acest an).

**PIAȚA MONETARĂ**

- În septembrie ratele de dobândă din sfera pieței monetare au consemnat scăderi generalizate, fiind consemnate noi minime istorice pe scadențele 3 – 12 luni. Această evoluție a fost determinată, în principal, de excesul de lichiditate.
- Astfel, ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și un an s-au situat la final de septembrie la 0.49%, 0.48%, 0.49%, 0.55%, 0.69%, 0.92%, 1.02%, respectiv 1.09%, în scădere cu 2%, 4%, 6%, 5%, 9%, 5%, respectiv 4% raportat la valorile de la finele lunii august.
- La sfârșit de septembrie ratele de dobândă pe piața monetară prezentau valori mai mici atât față de cele de la finele lui 2015 (în medie cu 24 puncte bază), cât și comparativ cu cele înregistrate la final de septembrie 2015 (în medie cu 93 puncte bază).
- În ceea ce privește valorile medii lunare ROBOR în septembrie acestea au scăzut (în medie) cu 9% lună/lună și cu 52% an/an.

**PIAȚA TITLURILOR DE STAT**

- Pe de o parte, rata de dobândă pe scadența 10 ani s-a consolidat în septembrie, evoluție divergentă față de cele din piețele internaționale (creștere a costurilor de finanțare). Această dinamică poate fi explicată prin intrările de capitaluri interesate de diferențialul important de dobândă pe aceste instrumente (între România și țările dezvoltate).
- Astfel, la final de septembrie rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a situat la 2.84%, nivel similar cu cel consemnat la finele lunii august, dar în scădere cu 23% raportat la valoarea de la sfârșitul anului 2015.
- Acest indicator (barometru pentru costul de finanțare în economie) a consemnat un nivel mediu de 2.914% în septembrie, în scădere marginală (cu 0.1%) față de august.
- Pentru scadențele șase luni, un an, trei ani și cinci ani ratele de dobândă au consemnat la final de septembrie niveluri de 0.41%, 0.52%, 1.39%, respectiv 2.08%, în scădere raportat la valorile de finele lunii august cu ritmuri de 5%, 5%, 5%, respectiv 1%.
- Între final de septembrie 2015 și sfârșit de septembrie 2016 ratele de dobândă pe scadențele șase luni, un an, trei ani, cinci ani și 10 ani s-au redus cu ritmuri de 68%, 62%, 26%, 18%, respectiv 22%.
- În luna septembrie Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 4.3 miliarde RON de pe piața internă (din care 1.5 miliarde RON prin certificate), volum în scădere cu 10.9% comparativ cu cel realizat în august și cu 8.2% inferior celui programat. De asemenea, statul a redeschis o emisiune de titluri pe piețele internaționale, cu scadența în mai 2028 și a atras 1 miliard EUR.

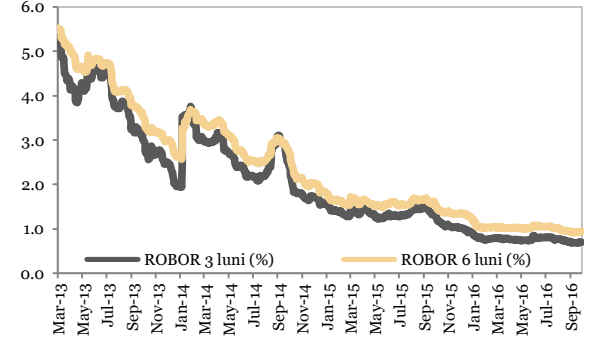
**PIAȚA VALUTARĂ**

- La BNR EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4464-4.4559) în luna septembrie, tendința descendentă din primele trei săptămâni fiind inversată ulterior, pe fondul intensificării percepției de risc.
- La sfârșitul lunii septembrie EUR/RON a consemnat un nivel de 4.4523, în scădere cu 0.03% față de nivelul de la final de august și cu 1.60% raportat la valoarea de la finele lui 2015, dar în urcare cu 0.81% comparativ cu nivelul de la final de septembrie 2015.
- În septembrie cursul EUR/RON a înregistrat un nivel mediu de 4.4506, în scădere cu 0.20% lună/lună (dar în urcare cu 0.62% an/an).

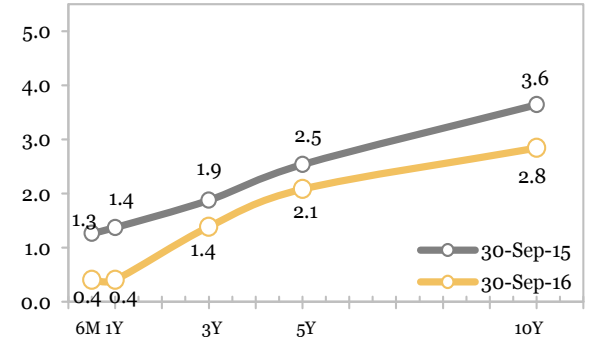
**PIAȚA BURSIERĂ**

- Piața de acțiuni s-a corectat în septembrie, evoluție în ton cu cele din piețele internaționale, influențată și de intensificarea percepției de risc pe plan intern (pe fondul presiunii populiste și a incertitudinilor politice). La final de septembrie indicele BET a consemnat un nivel de 6 936.8 puncte, în scădere cu 1.4% față de valoarea de la final de august și cu 1% raportat la nivelul de la finele anului 2015.

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

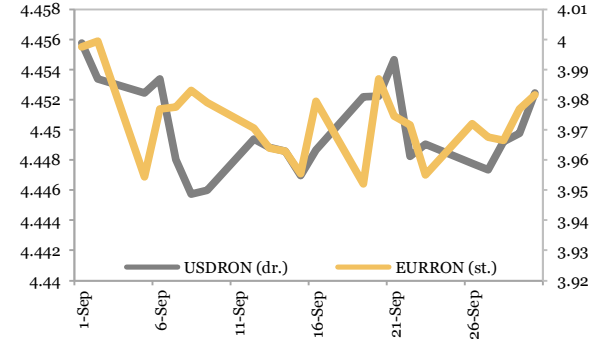


curba randamentelor România sursa: Bloomberg

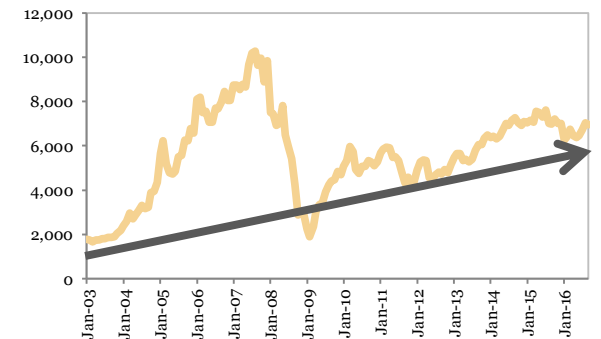


licitații M. Finanțe (septembrie) sursa: M. Finanțe	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield
RO1227DBNo11	100.6	26-Iul-2027	3.13
RO1617CTNoD3	1,000	06-Sep-2017	0.56
RO1521DBNo41	575.0	22-Mar-2021	2.12
RO1624DBNo27	288.5	29-Apr-2024	2.74
RO1617CTNoE1	500.0	20-Mar-2017	0.42
RO1620DBNo17	575.0	26-Feb-2020	1.80
RO1519DBNo37	575.0	29-Apr-2019	1.39
RO1522DBNo56	720.0	19-Dec-2022	2.53

cursul de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



indicele BET (valori lunare) sursa: Bursa de Valori București



## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

### ECONOMIA REALĂ SUA

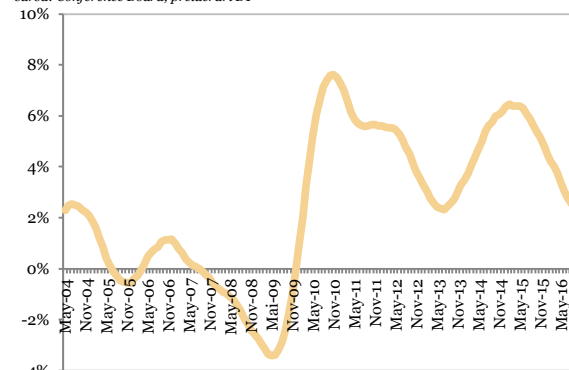
- Am încorporat dinamica recentă a indicatorilor din economia reală și din economia financiară și am actualizat scenariul central de previziune pe termen mediu. Totodată, am lansat primele previziuni macro-econometrice pentru 2019.
- Conform scenariului actualizat PIB-ul SUA va evolua la un ritm sub potențial pe termen mediu. Altfel spus, ne așteptăm la aterizarea normală a economiei, în absența unor șocuri pozitive după alegerile Prezidențiale. Această perspectivă este confirmată și de dinamica recentă a indicatorilor economici avansați (primul grafic din dreapta).
- Dinamica PIB (an/an) ar putea decelera de la 2.6% în 2015 la 1.8% în 2016 și 1.7% în 2017, urmând să se consolideze la un ritm sub potențial: 1.9% în 2018 și 1.8% în 2019.
- În acest scenariu dinamica investițiilor productive va decelera pe termen mediu, date fiind marja redusă de manevră a politicii fiscal-bugetare, limitele politicii monetare relaxate și incertitudinile privind ritmul reformelor, într-un context global caracterizat prin provocări geo-politice și geo-economice. Pentru acest indicator previzionăm ritmuri anuale de 2% în 2016, 2.3% în 2017, 2.2% în 2018, respectiv 1.5% în 2019.
- Pentru consumul privat ne așteptăm la consolidare pe termen mediu, pe fondul semnalelor de maturizare din piața forței de muncă, dar și a perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice. În scenariul nostru acest indicator ar putea prezenta dinamici anuale de 2.5% în 2016, 2.3% în 2017, 2.4% în 2018, respectiv 2.5% în 2019.
- Nu în ultimul rând, ne așteptăm la temperarea ritmului consumului public: rate anuale de 1.3% în 2016, 0.5% în 2017, 0.7% în 2018, respectiv 0.9% în 2019.
- În sfera cererii externe nete previzionăm redinamizarea fluxurilor spre final de deceniu, pe fondul perspectivelor de finalizare a negocierilor privind Parteneriatul Trans-Atlantic pentru Comerț și Investiții. Exporturile vor prezenta o dinamică inferioară importurilor între 2017-2019 (ritmuri medii anuale de 3.1%, respectiv 4.2%).
- În scenariul BT rata medie anuală a șomajului s-ar putea reduce de la 5.3% în 2015 la 4.9% în 2016 (minimul din 2007). Ulterior, ne așteptăm la inflexiunea șomajului, pe fondul evoluției PIB la un ritm sub potențial: 5% în 2017, 5.1% în 2018 și 5.2% în 2019.
- Printre riscurile asociate acestui scenariu se menționează: deciziile de politică economică după alegerile Prezidențiale, inclusiv ritmul reformelor structurale; provocările macro-financiare globale și europene; climatul geo-politic global; terorismul.

### ZONA EURO

- Prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale și regionale) am actualizat scenariul central de previziune pe termen mediu. Conform noilor prognoze economia ar putea evolua la un ritm apropiat de potențial (ușor peste), într-o evoluție la care vor contribui atât cererea internă, dar și cererea externă netă.
- În acest scenariu ne așteptăm ca incertitudinile determinate de votul pro-Brexit (și consecințe) să fie contrabalansate de politica monetară acomodativă. Considerăm că există spațiu important și pentru implementarea reformelor structurale și pentru măsuri de susținere fiscal-bugetară (după consolidarea din ultimii ani). Nu în ultimul rând, apreciem drept ridicată probabilitatea adoptării unor noi măsuri de întărire a procesului de integrare în UE în 2017 (când se vor aniversa șapte decenii de la Tratatul de la Roma).
- Astfel, PIB-ul Zonei Euro ar putea crește cu un ritm mediu anual de 2% în perioada 2016-2019, într-o evoluție sinusoidală: decelerare în 2017, urmată de re-accelerare.
- În acest scenariu ciclul investițional post-criză va continua în anii următori, evoluție susținută de nivelul redus al costurilor de finanțare. Cu toate acestea, dinamica investițiilor productive se va tempera (în convergență către potențial), după accelerarea din ultimele trimestre – ritm mediu anual de 2.2% pentru perioada 2016-2019.
- Pentru consumul privat previzionăm o dinamică medie anuală de 1.2% (ritm apropiat de potențial): decelerare în 2017 urmată de accelerare în 2018-2019.
- Nu în ultimul rând, ne așteptăm la o contribuție pozitivă a consumului public la dinamica PIB (ritm mediu anual de 1.9% pentru orizontul 2016-2019).
- În sfera cererii externe nete previzionăm o contribuție pozitivă la dinamica PIB între 2016-2019: exporturile vor crește cu un ritm mai rapid decât importurile (4% vs. 3.4%).
- Pentru piața forței de muncă ne așteptăm la continuarea tendinței de ameliorare pe termen mediu. În scenariul central rata medie anuală a șomajului se va reduce de la 10.9% în 2015 la 10.1% în 2016, 10% în 2017 și 9.9% în 2018 și 2019.
- Printre principalii factori de risc pentru acest scenariu subliniem: climatul macro-financiar global, provocările cu care se confruntă regiunea (instituționale, bancare, tergiversarea reformelor); tensiunile geo-politice, terorismul, migrația.

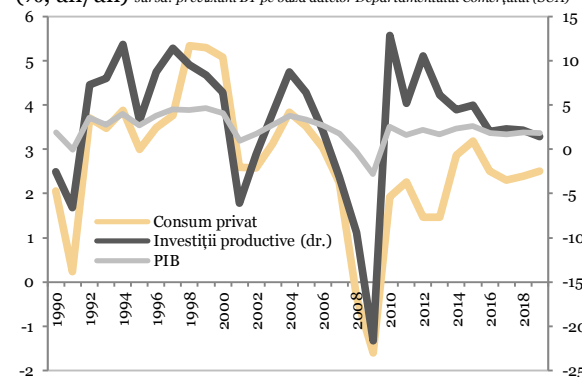
### indicatorii economici avansați în SUA (MA12, an/an)

sursa: Conferința de Presă, prelucrări BT

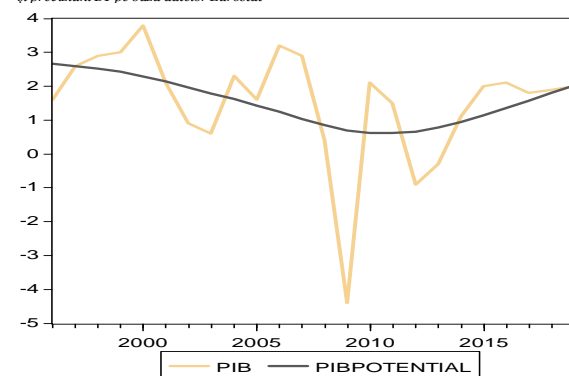


### PIB, consum privat, investiții productive în SUA

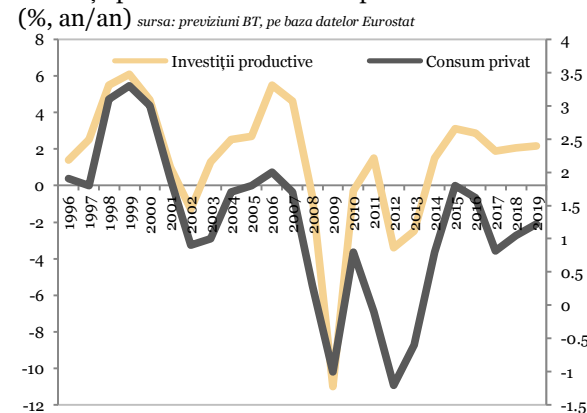
(%, an/an) sursa: previziuni BT pe baza datelor Departamentului Comerțului (SUA)



### PIB vs. PIB potențial în Zona Euro (% an/an) sursa: estimări și previziuni BT pe baza datelor Eurostat



### investiții productive vs. consum privat în Zona Euro (% an/an) sursa: previziuni BT, pe baza datelor Eurostat

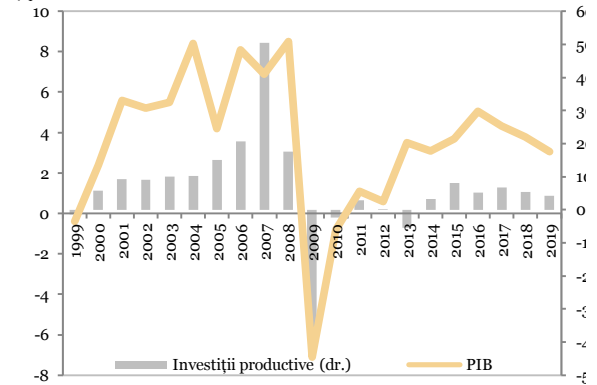




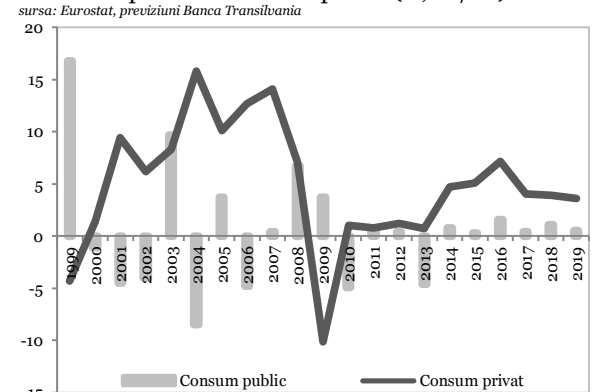
## ROMÂNIA

- Am actualizat scenariul macro-econometric central de previziune pentru perioada 2016-2018 și am lansat primele prognoze pentru anul 2019, prin includerea în modelare a evoluțiilor macro-financiare recente (globale, europene și interne).
- Scenariul central a luat în considerare măsurile ce urmează să fie implementate de la 1 ianuarie 2017, așa cum au fost adoptate în cadrul Noului Cod Fiscal (reducerea cotei generale de TVA de la 20% la 19%, eliminarea accizei suplimentare la carburanți și a taxei pe construcții speciale).
- Subliniem faptul că intensificarea presiunilor cu caracter populist ar putea genera distorsiuni în procesul de alocare a resurselor, cu impact asupra dinamicii economiei per ansamblu. În acest context, vom monitoriza impactul acestor măsuri și vom actualiza lunar scenariul central de previziune macro-financiară pe economia internă.
- În acest scenariu ne așteptăm ca economia României să accelereze în 2016, spre un ritm anual de aproximativ 5% (cel mai ridicat din 2008), într-o evoluție susținută de mix-ul relaxat de politici economice, cu impact asupra cererii interne: ritmuri de creștere pentru investițiile productive și pentru consumul privat de 5.2%, respectiv 7.2%. De asemenea, consumul public va contribui pozitiv la dinamica economiei în acest an electoral (creștere cu 1.6% an/an). Pe de altă parte, cererea externă netă va avea o contribuție negativă la ritmul anual al PIB în 2016, dat fiind că importurile continuă să crească cu un ritm mai rapid față de exporturi (dinamici anuale estimate la 9.2%, respectiv 7.2%).
- Pentru intervalul 2017-2019 ne așteptăm la decelerarea economiei și convergența către ritmul potențial, dat fiind că roadele ciclului economic post-criză (demarat cu întârziere în urma unui amplu proces de ajustare macroeconomică și financiară) vor fi erodate de intensificarea măsurilor populiste și tergiversarea reformelor structurale (cu impact nefavorabil pentru potențialul economiei).
- Astfel, dinamica anuală a PIB s-ar putea tempera la 4.3% în 2017, 3.8% în 2018, respectiv 3% în 2019, evoluție determinată de decelerarea cererii interne. În acest scenariu investițiile productive ar putea accelera la 6.7% an/an în 2017, ca urmare a eliminării taxei pe construcții speciale, dar și a menținerii unui mix relaxat de politici economice (per ansamblu), cel puțin în prima parte a anului. Pentru 2018-2019 dinamica investițiilor productive ar putea decelera la 5.4%, respectiv 4.2%, pe fondul perspectivelor de re-echilibrare a mix-ului de politici economice.
- Pentru consumul privat (principala componentă a PIB) previzionăm temperarea ritmului de evoluție pe termen mediu, dat fiind faptul că ne așteptăm la un grad ridicat de prudență în comportamentul de consum, în contextul acumulării de provocări (externe și interne), dar și pe fondul perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice. Astfel, dinamica anuală a acestui indicator ar putea decelera la 4% în 2017, 3.9% în 2018, respectiv 3.6% în 2019.
- Nu în ultimul rând, previzionăm diminuarea contribuției consumului public la dinamica anuală a PIB în orizontul 2017-2019, ca urmare a premiselor de inițiere a unui proces de consolidare bugetară după implementarea măsurilor din Noul Cod Fiscal.
- În sfera cererii externe nete ne așteptăm la atenuarea decalajului între dinamica exporturilor și ritmul importurilor. În acest scenariu exporturile și importurile ar putea crește cu rate medii anuale de 5.9%, respectiv 6% în perioada 2017-2019.
- Perspectivile de continuare a ciclului investițional post-criză și de re-intensificare a migrației populației active (sub influența procesului de relansare economică europeană) vor contribui la ameliorarea climatului din piața forței de muncă pe termen mediu. Conform scenariului central actualizat rata medie anuală a șomajului ar putea să scadă de la 6.8% în 2015 la 6.3% în 2016, 6% în 2017, 5.8% în 2018, respectiv 5.6% în 2019 (cel mai redus nivel din 2008).
- Nu în ultimul rând, atragem atenția cu privire la factorii relevanți de risc pentru acest scenariu central: climatul macro-financiar global și european; deciziile de politică economică (presiunea populismului, tergiversarea reformelor) și riscul politic după alegerile generale din 2016; climatul geo-politic din regiune.

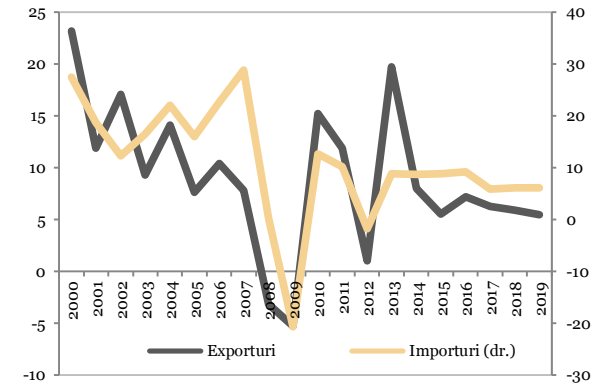
PIB vs. investiții productive (% an/an) sursa: Eurostat, estimări și previziuni Banca Transilvania



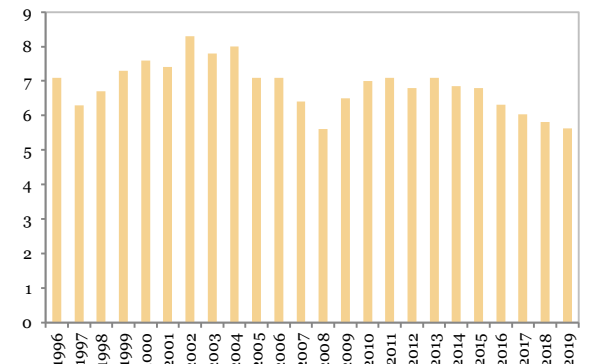
consumul privat vs. consum public (% an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



exporturi vs. importuri (% an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



rata șomajului în România (%) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



## ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Am încorporat dinamica recentă a indicatorilor macro-financiari globali și americani, precum și evoluțiile din piețele internaționale de materii prime și am actualizat scenariul central de previziune pe termen mediu pentru indicii prețurilor de consum (pe indicatorul PCE utilizat de Rezerva Federală).
- Conform noilor previziuni dinamica medie anuală a prețurilor de consum va accelera de la 0.3% în 2015 la 1% în 2016, respectiv 1.3% în 2017. Pentru 2018 – 2019 ne așteptăm la consolidarea acestui indicator: 1.2%, respectiv 1.3%.
- Cu alte cuvinte, continuăm să previzionăm o convergență a dinamicii anuale a prețurilor de consum spre nivelul țintit de banca centrală, o accelerare a acestui proces fiind posibilă în cazul incidenței unor șocuri (din perspectiva vitezei de circulație a banilor, a cotațiilor internaționale la materii prime și a climatului din piețele financiare).
- Perspectivele privind dinamica economiei la un ritm sub (apropiat de) potențial pe termen mediu și de convergență lentă a dinamicii prețurilor de consum spre ținta FED indică faptul că banca centrală nu se va grăbi în ciclul monetar post-criză.
- Cu alte cuvinte, FED ar putea continua să majoreze rata de dobândă de politică monetară pe termen scurt, dar ritmul procesului de normalizare este dependent de evoluția perspectivelor privind dinamica economiei reale și a economiei financiare pe termen mediu.

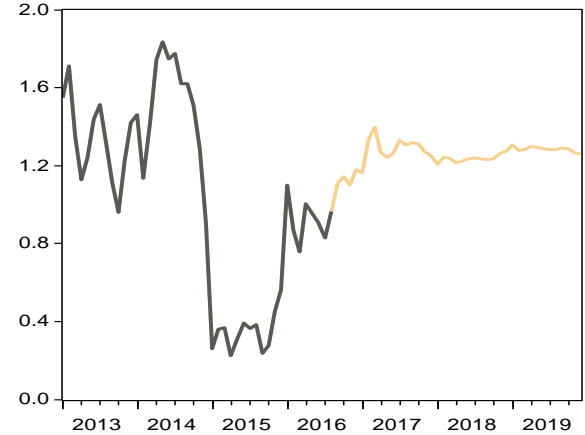
## ZONA EURO

- Prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale și europene) (inclusiv a fluctuațiilor cotațiilor internaționale la țiței) am revizuit prognozele privind dinamica prețurilor de consum pe termen mediu.
- Conform scenariului central actualizat am putea asista la o convergență graduală a ratei anuale de inflație către ținta Băncii Centrale Europene (2%).
- Astfel, per ansamblu, dinamica medie anuală a prețurilor de consum ar putea accelera de la 0% în 2015 la 0.2% în 2016, 0.9% în 2017, 1.1% în 2018, respectiv 1.2% în 2019.
- În acest context, de persistență a dinamicii prețurilor de consum la un nivel sub ținta BCE, ne așteptăm ca banca centrală să continue o politică monetară relaxată în trimestrele următoare.
- Cu toate acestea, subliniem faptul că este posibil ca banca centrală din Zona Euro să iasă treptat din măsurile de relaxare monetară neconvențională în decursul anului 2017 (mai ales dacă aspectele decurente din votul pro-Brexit nu vor afecta major, în sensul nefavorabil, climatul investițional din regiune). Deocamdată, economia blocului euro pare rezistentă la consecințele referendumului britanic.

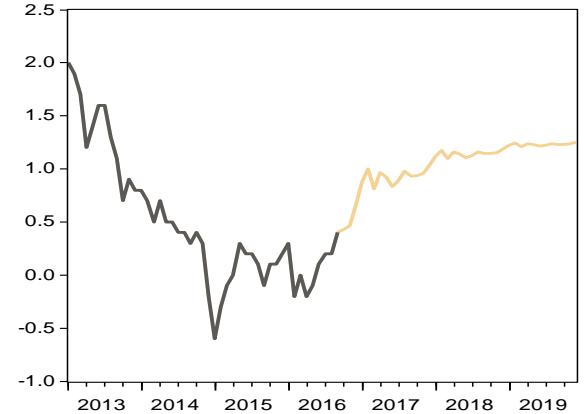
## ROMÂNIA

- Conform scenariului macro-econometric central actualizat (prin încorporarea evoluțiilor recente din economia reală și din economia financiară, externe și interne) dinamica prețurilor de consum va accelera după inflexiunea recentă.
- Astfel, ne așteptăm la o dinamică medie anuală a prețurilor de consum (pe indicii armonizat UE) de -1% în 2016, pe fondul resimțirii impactului măsurilor de reducere a cotelor TVA.
- Ulterior, previzionăm convergența dinamicii medii anuale a prețurilor de consum spre nivelul țintit de BNR: 1.7% în 2017, 2.3% în 2018, respectiv 2.8% în 2019.
- Perspectiva revenirii presiunilor inflaționiste și intensificarea riscurilor la adresa stabilității macro-financiare (în contextul măsurilor populiste) ar putea determina BNR să inițieze ciclul monetar post-criză în perioada imediat următoare. De altfel, conform scenariului central actual nu excludem posibilitatea ca banca centrală să majoreze rata de dobândă de referință în ultima ședință de politică monetară din acest an (noiembrie).
- Pentru perioada 2017 – 2019 previzionăm creșterea ratei de dobândă de politică monetară, într-un proces de normalizare, menit să contribuie la contracararea factorilor de risc la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și la adresa stabilității financiare.

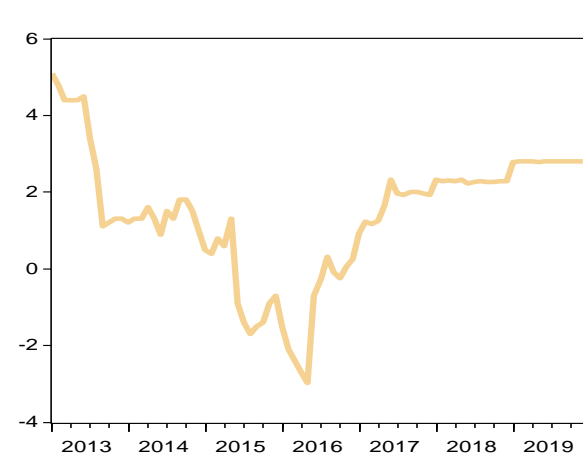
dinamica prețurilor de consum în SUA (% an/an)  
sursa: FED, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în Zona Euro (% an/an)  
sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în România (IAPC) (% an/an)  
sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



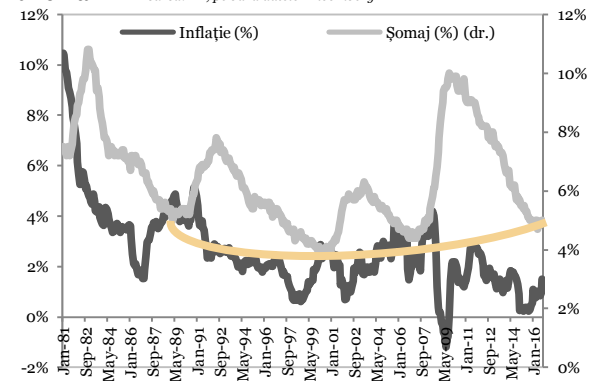
## PIEȚELE FINANCIARE SUA

- Considerăm că piețele financiare globale vor fi influențate pe termen scurt de o serie de factori, printre care menționăm: dinamica indicatorilor macroeconomici din Statele Unite, Zona Euro și China; sezonul de raportări financiare pe trimestrul III; evoluțiile din piețele internaționale de materii prime.
- Totodată, subliniem faptul că, în prezent, piețele financiare internaționale traversează o perioadă de consolidare.
- Considerăm că este posibilă o schimbare de tendință (din ascendentă în descendentă) dacă vom asista la intensificarea provocărilor din SUA (din sfera politicii economice – **dilema FED** (prezentată în primul grafic din dreapta), mai ales în contextul interdependenței puternice a sentimentului din piețe de semnalele băncii centrale, dar și din plan politic, date fiind incertitudinile asociate alegerilor Prezidențiale), Europa (limitele programelor de relaxare monetară implementate de Banca Centrală Europeană, aspect semnalat în al treilea grafic din dreapta, precum și problemele de ordin instituțional în sfera integrării economice europene, dar și cele structurale din sectorul bancar) și China (gradul ridicat de îndatorare din sectorul privat).
- De asemenea, menționăm faptul că excesul de lichiditate coroborat cu posibilitatea intensificării confruntării valutare globale, cu semnalele de final de ciclu din Statele Unite și cu provocările din Europa sunt factori care ar putea afecta încrederea în monedă și conduce la modificări în sfera sistemului monetar internațional.
- Nu în ultimul rând, atragem atenția cu privire la decalajul între dinamica piețelor financiare și evoluția recentă a investițiilor în economia reală în SUA. Altfel spus, considerăm că o dinamică pozitivă pe piețele financiare în perioada următoare este dependentă de reluarea investițiilor în prima economie a lumii.
- În ceea ce privește piața monetară din SUA ne așteptăm la o creștere graduală a ratelor de dobândă, pe măsură ce FED va relua ciclul monetar post-criză.
- Totodată, previzionăm convergența graduală a ratelor de dobândă la titlurile de stat pe termen lung către nivelul estimat pentru PIB nominal în trimestrele următoare.
- Pe de altă parte, pe piața valutară considerăm că este în creștere probabilitatea schimbării de tendință pe cursul dolarului (din ascendentă în descendentă), pe fondul ajungerii la maturitate a ciclului economic post-criză și a diminuării decalajelor între SUA, pe de o parte, și OCDE și BRICS, pe de altă parte, din perspectiva dinamicii PIB.

## ZONA EURO

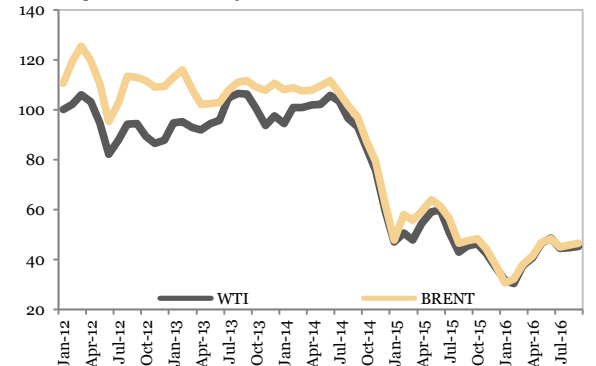
- Considerăm că piața financiară din regiune va resimți aspectele menționate mai sus, precum și factori specifici regiunii: relația Marea Britanie – Uniunea Europeană; adresarea provocărilor din sectorul bancar; ritmul reformelor structurale și mix-ul de politici economice per ansamblu (mai ales că urmează alegeri în Germania și Franța); provocările determinate de migrația necontrolată și de riscul terorist.
- Pentru piața monetară ne așteptăm la consolidarea ratelor de dobândă în zona minimelor istorice până la momentul în care Banca Centrală Europeană va semnalna ieșirea din politica monetară relaxată fără precedent (posibil în semestrul II 2017).
- Pe piața titlurilor de stat considerăm că se vor intensifica forțele contradictorii, pe fondul perspectivelor divergente de politică monetară (FED vs. BCE).
- În ceea ce privește piața de acțiuni ne așteptăm la evoluții dependente de climatul din piețele globale și de factorii regionali: deciziile de politică economică, adresarea provocărilor din sectorul bancar.
- Nu în ultimul rând, pentru moneda unică europeană previzionăm inițierea unei traiectorii de apreciere în lunile următoare.

dilema FED sursa: BT, pe baza datelor Bloomberg

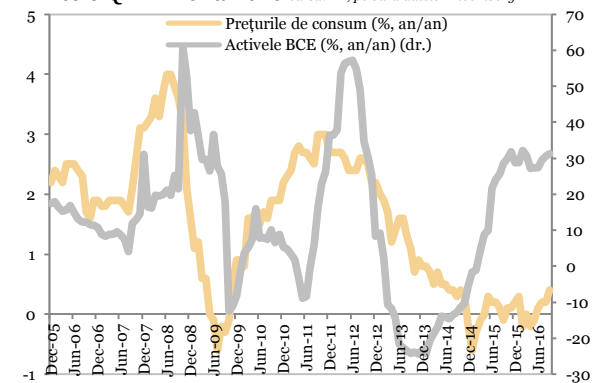


cotațiile internaționale la țiței (USD/baril)

sursa: Departamentul de Energie SUA

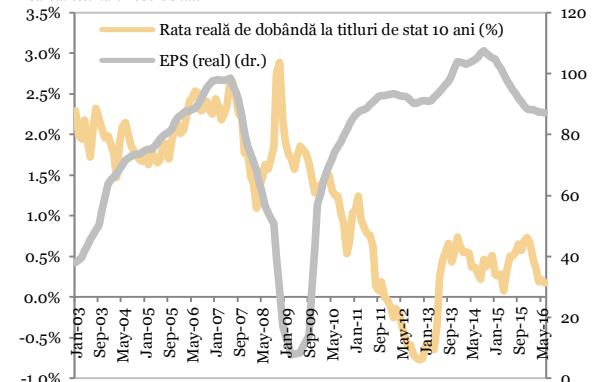


limitele QE în Zona Euro sursa: BT, pe baza datelor Bloomberg



dobânda la titluri de stat la 10 ani vs. EPS în SUA

sursa: estimări Robert Shiller



## ROMÂNIA

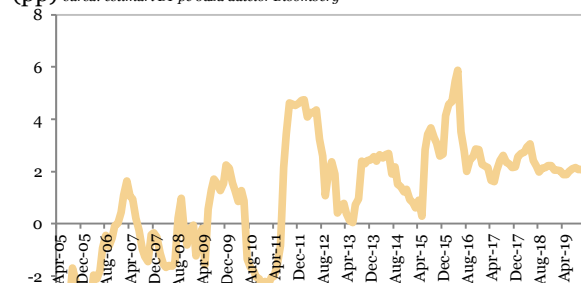
- Apreciem că pe termen scurt și mediu piața financiară internă va fi influențată de climatul macro-financiar global și european, precum și de evoluțiile din plan macroeconomic și din sfera politică din România.
- Subliniem faptul că intensificarea incertitudinilor din sfera politicii economice și din plan politic (scenariu posibil după alegerile generale) ar putea determina majorarea primei de risc investițional pe plan intern, cu impact asupra direcției fluxurilor financiare, cel puțin din perspectiva termenului scurt.
- Pe de altă parte, considerăm că piața financiară internă prezintă spațiu important de dezvoltare (cel puțin din perspectiva distanței față de nivelul mediu din Uniunea Europeană).
- Prin incorporarea dinamicii recente a indicatorilor macro-financiar externi și interni am revizuit scenariul de previziune pe piața financiară pentru perioada 2016-2018 și am lansat primele prognoze pentru anul 2019.
- Conform scenariului central actualizat ne așteptăm la majorarea graduală a ratelor de dobândă pe piața monetară pe termen mediu, dat fiind că este ridicată probabilitatea ca BNR să inițieze un nou ciclu monetar (pentru a contribui la echilibrarea mix-ului de politici economice, pentru a ancora așteptările privind dinamica prețurilor de consum și contracara riscurile la adresa stabilității financiare).
- În acest scenariu central nivelul mediu anual al ratelor de dobândă pe piața monetară ar putea crește cu aproximativ un punct procentual în 2017 și 2018.
- Totodată, perspectivele de accelerare a dinamicii PIB nominal pe termen mediu, coroborate cu premisele din plan extern (de continuare a procesului de normalizare a politicii monetare în SUA și de ieșire graduală din relaxarea monetară fără precedent în Zona Euro începând cu a doua jumătate a anului 2017) și cu acumularea de tensiuni de politică economică și politice pe plan intern ar putea determina majorarea costurilor de finanțare a economiei pe termen mediu și lung. Astfel, pentru rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (medie anuală) previzionăm o tendință ascendentă pentru trimestrele următoare: de la 3.3% în 2016 la 3.9% în 2017, 4% în 2018, respectiv 4.2% în 2019.
- Ministerul de Finanțe a programat pentru luna octombrie licitații pe piața internă în volum de 3.9 miliarde RON (din care 800 milioane RON prin certificate), în scădere cu 10% comparativ cu cel realizat în septembrie.
- În ceea ce privește piața valutară continuăm să ne așteptăm la o scădere graduală a cursului EUR/RON, scenariu susținut de procesul de convergență economică spre media Uniunii Europene, dar și de menținerea la un nivel atractiv a diferențialului de dobândă reală. Astfel, noile previziuni indică un nivel mediu anual pentru cursul EUR/RON de 4.48 în 2016, 4.43 în 2017, 4.35 în 2018 și 4.33 în 2019.
- Nu în ultimul rând, subliniem faptul că perspectiva promovării pieței de acțiuni de la nivelul de frontieră la categoria emergentă ar putea contribui la revoluționarea pieței financiare interne, cu implicații pozitive pentru procesul de dezvoltare economică.
- În încheiere menționăm factorii care ar putea influența comportamentul pieței financiare în perioada următoare: climatul macro-financiar global și european; deciziile de politică economică și climatul politic post-alegeri pe plan intern (ritmul reformelor pe piața de capital, intensificarea populismului, posibilitatea incidentei unei crize politice).

Licitații M. Finanțe (octombrie)	Valoare (mil. RON)	Instrumente	Maturitate
06-Oct-2016	230	Titluri	24-Sep-2031
10-Oct-2016	690	Titluri	26-Feb-2020
13-Oct-2016	800	Certificate	16-Oct-2017
17-Oct-2016	345	Titluri	29-Apr-2024
20-Oct-2016	575	Titluri	22-Mar-2021
24-Oct-2016	575	Titluri	19-Dec-2022
27-Oct-2016	690	Titluri	25-Feb-2019

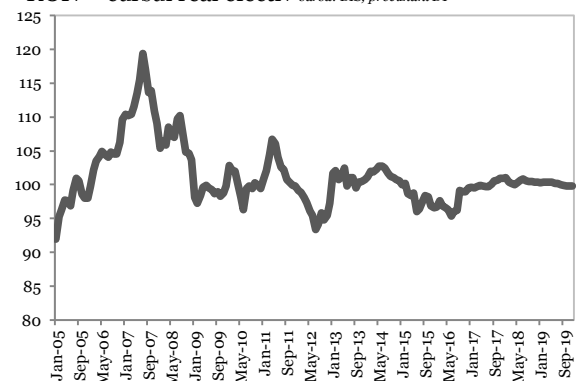
Titluri de stat în circulație	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1617CTNoE1	501.1		Mar-17
RO1617CTNoF8	804.9		Oct-17
RO1519DBNo37	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1521DBNo41	7,044.8	3.25	Mar-21
RO1425DBNo29	8,029.2	4.75	Feb-25

previziuni EUR/RON	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.48	4.5396	4.48
2017	4.3924	4.43	4.5401	4.42
2018	4.1376	4.35	4.5875	4.39
2019	4.0006	4.33	4.6041	4.40

spread rata reală de dobândă (România vs. SUA) (pp) sursa: estimări BT pe baza datelor Bloomberg



RON – cursul real efectiv sursa: BIS, previziuni BT



## ANALIZĂ

### dr. Andrei Rădulescu

Economist Senior | Banca Transilvania  
(+4)0374.697.575 | (+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 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 Vânzări | BT Asset Management  
(+4)0264.301.618 | (+4)0730.075.128  
aurel.bernat@btam.ro

# Grupul Financiar Banca Transilvania



- cursuri spot – operațiuni cont [acesează AICI](#)
- depozite – persoane juridice [acesează AICI](#)
- cursuri case de schimb [acesează AICI](#)
- titluri de stat și eurobonduri [acesează AICI](#)

- tranzaționare online pe bursele din București și Viena [acesează AICI](#)
- credite marjă [acesează AICI](#)
- administrare discreționară [acesează AICI](#)
- împrumuturi de acțiuni pentru vânzarea în lipsă [acesează AICI](#)

- fonduri de venit fix în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
- fonduri mixte (max. 20% acțiuni) [acesează 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 [acesează 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 [acesează AICI](#)

soluții de finanțare și management pentru folosința autovehiculelor, împreună cu administrarea externalizată a tuturor operațiunilor de care depinde funcționarea flotei auto [acesează 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 explicitați 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 aviz 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: [www.bancatransilvania.ro/rapoarteanaliza/](http://www.bancatransilvania.ro/rapoarteanaliza/).