

Incertitudini din sfera politicii economice I 29 noiembrie 2016

dr. Andrei RĂDULESCU Senior Economist, Banca Transilvania | andrei.radulescu@btr.ro | (+4)0374.697.575

Evoluții macroeconomice recente

- Economia mondială resimte tergiversările în curentul globalizării și intensificarea presiunilor protecționiste, într-un context caracterizat prin acumularea de semnale privind finalul perioadei “banilor ieftini”.
- În SUA indicatorii macroeconomici s-au ameliorat recent, notându-se semnale de redinamizare a consumului și de stabilizare a investițiilor productive pe final de an.
- Semnale pozitive par să se acumuleze și în Zona Euro, după consolidarea din trimestrul III, evoluție determinată, în continuare, de politica monetară relaxată a BCE.
- Pe plan intern economia a decelerat în T3, evoluție care reflectă o creștere a gradului de calitate a procesului de relansare economică: convergența cererii interne spre potențial; atenuarea decalajului dintre dinamica exporturilor și ritmul importurilor.
- Piețele financiare au fost influențate recent de rezultatul alegerilor din SUA, notându-se o reacție normală: în contextul perspectivei implementării unor planuri de infrastructură publică de către Administrația Trump bursele au crescut (indicii americani au atins noi maxime), iar costurile de finanțare s-au majorat semnificativ, cu impact asupra direcției fluxurilor de capital adresate economiilor emergente.

Scenariul macroeconomic central

- Evoluțiile recente din economia reală nu s-au abătut de la scenariul central BT, iar climatul din piețele financiare s-a consolidat în perioada recentă. Prin urmare, am menținut previziunile privind dinamica economiei României pe termen mediu.
- Astfel, pentru 2016 ne așteptăm la vârful ciclului economic post-criză pe plan intern (5% an/an), mai ales dacă reformele nu vor accelera după alegerile generale. Pentru 2017-2019 previzionăm convergența dinamicii PIB-ului spre ritmul potențial, într-un context caracterizat prin perspectiva menținerii unui grad ridicat de prudență la nivelul agenților economici și prin premise de modificare a mix-ului intern de politici economice (majorarea costurilor de finanțare). În acest scenariu dinamica investițiilor productive ar putea depăși ritmul consumului privat, iar decalajul dintre ratele anuale de evoluție pentru exporturi și importuri se va atenua în perioada 2017-2019.
- În economia financiară se acumulează decalaje, îndeosebi în SUA, cu impact asupra climatului investițional global în perioada următoare – continuarea tendinței ascendente pe bursă este dependentă de accelerarea investițiilor în economia reală.
- Pentru România am revizuit în urcare previziunile privind dinamica prețurilor de consum în 2017 și 2018, noile prognoze fiind încorporate în modelele pentru determinarea ratelor de dobândă și a cursului de schimb.
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu menționăm: escaladarea curentului protecționist (inclusiv posibilitatea reintroducerii de bariere în circulația fluxurilor de capital); deciziile de politică economică din SUA, Zona Euro (mai ales în contextul agendei politice încărcate pe termen scurt) și China; tensiunile geo-politice și geo-economice; mix-ul de politici economice și climatul politic după alegeri pe plan intern.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.4	165.3	177.9	191.8	206.6
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	5.9	5.7	5.6
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.0	1.9	2.7	2.8
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	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	36.5	34.4	32.5
Contul curent (% PIB)	-1.1	-2.3	-2.7	-2.8	-3.0
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	3.9	4.3	4.1
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.43	4.38	4.31

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

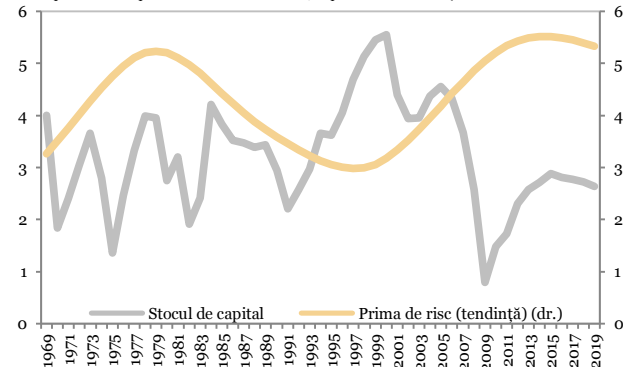
structura PIB	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)
Consum privat	61.0	61.7	61.4
Consum public	14.2	14.1	13.5
Investiții productive	24.7	24.3	24.7
Exporturi	39.7	41.2	41.1
Importuri	40.5	41.6	41.6

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T3/2016	4.4	-
rata inflației IPC	Oct-2016	-0.43	-
rata șomajului	Sep-2016	-	5.9
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

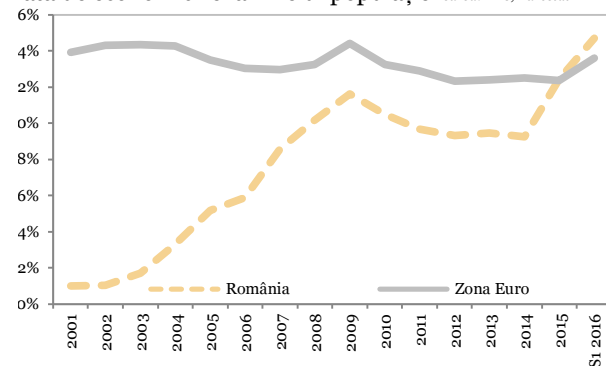
stocul de capital vs. prima de risc în SUA

sursa: previziuni BT pe baza datelor Damodaran, Departamentul Comerțului SUA



rata de economisire la nivelul populației

sursa: INS, Eurostat



calendar macroeconomic noiembrie 2016

instituție	data	indicator
BNR	1 Noi	Rezervele internaționale (Oct)
INS	3 Noi	Piața forței de muncă (Sep)
BNR	4 Noi	Ședință de politică monetară
INS	7 Noi	Comerțul cu amănuntul (Sep)
INS	7 Noi	Salariul mediu net (Sep)
INS	9 Noi	Balanța comercială cu bunuri (Sep)
INS	11 Noi	Comenzile noi în industrie (Sep)
INS	11 Noi	Dinamica prețurilor de consum (Oct)
INS	14 Noi	Producția industrială (Sep)
INS	14 Noi	Sectorul de construcții (Sep)
BNR	14 Noi	Balanța de plăți (Sep)
INS	15 Noi	Dinamica PIB (T3, 2016)
INS	16 Noi	Cheltuielile cu R&D (2015)
INS	18 Noi	Locurile de muncă vacante (T3 2016)
BNR	24 Noi	Indicatorii monetari (Oct)
INS	28 Noi	Tendențele în economie (Noi-Ian)
BNR	28 Noi	Autorizațiile de construcții case (Oct)
INS	29 Noi	Rata șomajului (Oct)

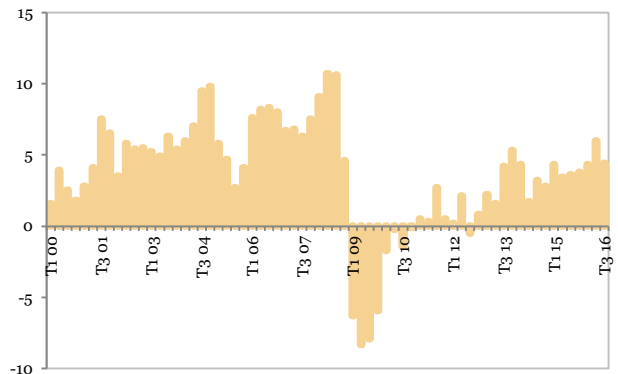
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

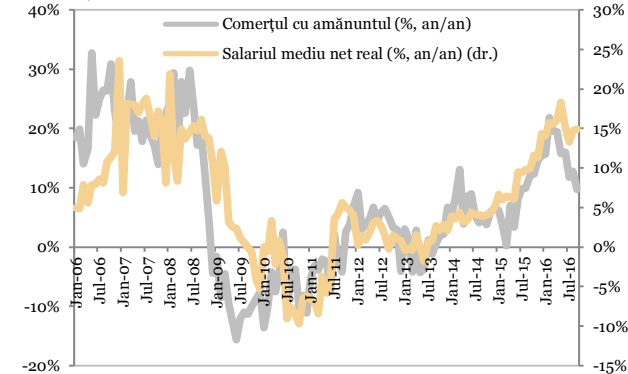
ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Conform estimărilor preliminare (“semnal”) ale Institutului Național de Statistică (INS) economia internă a crescut pentru al cincilea trimestru consecutiv în T3, dar ritmul trimestrial s-a temperat la 0.6% (de la 1.5% în T2).
- În dinamică an/an PIB-ul a decelerat la 4.4% în T3 (de la 6% în T2).
- Astfel, în intervalul ianuarie – septembrie 2016 economia României a consemnat un avans de 4.9% an/an, evoluție (în linie cu scenariul central BT) determinată de contribuția cererii interne, în contextul mix-ului relaxat de politici economice (rata de dobândă de politică monetară la minime istorice, reducerea cotelor TVA, majorarea veniturilor în sectorul public).
- Considerăm că decelerarea economiei din trimestrul III reflectă intensificarea gradului de prudență (atât în sfera companiilor, dar și la nivel de populație), pe fondul acumulării de incertitudini, în principal, de natura perspectivelor de politică economică (toate dimensiunile, globală, europeană și internă).
- Se poate spune că cererea internă a inițiat un proces de normalizare în T3, după accelerarea puternică din prima jumătate a anului curent.
- Astfel, după cum se poate nota și în al doilea grafic din partea dreaptă, dinamica vânzărilor din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat, principala componentă a PIB) s-a atenuat de 17.1% an/an în T2 la 11.4% an/an în T3. Această evoluție a avut loc într-un context în care salariul mediu net real a continuat să crească cu un ritm puternic (14.3% an/an).
- De altfel, după cum se poate nota și în al doilea grafic de pe prima pagină, rata de economisire la nivelul populației a depășit în 2016 nivelul din Zona Euro, pentru prima oară în ultimele decenii.
- Totodată, companiile se confruntă cu acumularea de incertitudini din sfera politicii economice: necunoscute privind interacțiunea dintre stat și piață, pe termen scurt și mediu, atât în Statele Unite, dar și în Uniunea Europeană și România.
- Cu alte cuvinte, se pare că o serie de companii au amânat temporar unele investiții în ultimele luni, aspect semnalat de decelerarea dinamicii anuale a producției industriale de la 2% în T2 la 1.6% în T3. Această evoluție a fost influențată de: semnalele de final de ciclu în industria globală; problemele structurale din unele ramuri ale economiei; riscurile privind deciziile de politică economică pe plan intern și climatul politic de după alegerile generale programate pentru luna decembrie.
- Totodată, dinamica investițiilor productive este distorsionată de așteptarea intrării în vigoare a măsurilor din Noul Cod Fiscal (eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți, concomitent cu diminuarea cotei generale de TVA de la 20% la 19% începând cu 1 ianuarie 2017).
- De asemenea, investițiile în sectorul de construcții sunt afectate de distorsionile introduse de Legea dării în plată, dar și de nivelul redus al investițiilor publice. Astfel, la nouă luni acest sector intensiv în capital și forță de muncă a crescut cu doar 1.9% an/an, componentele rezidențială și inginerie civilă urcând cu 2.8% an/an, respectiv cu 2.3% an/an.
- Prudența în rândul companiilor este reflectată și de semnalele de temperare (în perioada recentă) din sfera investițiilor străine directe, după cum se poate observa și din ultimul grafic din partea dreaptă.
- Pe de altă parte, se notează o atenuare a decalajului dintre dinamica importurilor și ritmul exporturilor în trimestrul III (5.1% an/an vs. 4.5% an/an). Această evoluție a fost determinată, îndeosebi, de temperarea dinamicii importurilor (de la 8.2% an/an în T2), în contextul intensificării prudenței la nivelul populației și companiilor.
- Cu toate acestea, deficitul de cont curent s-a intensificat cu 142% an/an, la 2.7 miliarde EUR (1.6% din PIB) în primele nouă luni ale anului.
- Institutul Național de Statistică va publica estimările provizorii (1) privind dinamica PIB și componentelor în T3 și primele nouă luni ale anului pe data de 6 decembrie.

dinamica PIB (% , an/an) sursa: Eurostat, INS, prelucrări BT

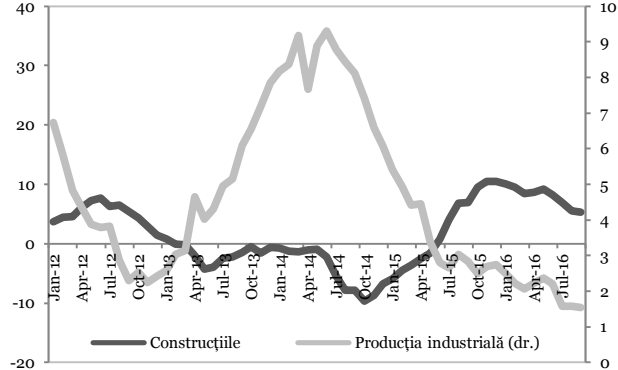


comerțul cu amănuntul vs. salariul real sursa: INS, prelucrări BT

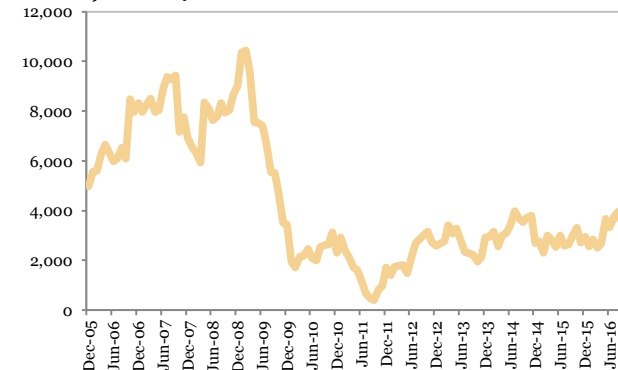


industria vs. construcțiile (MA12, % , an/an)

sursa: INS, prelucrări BT



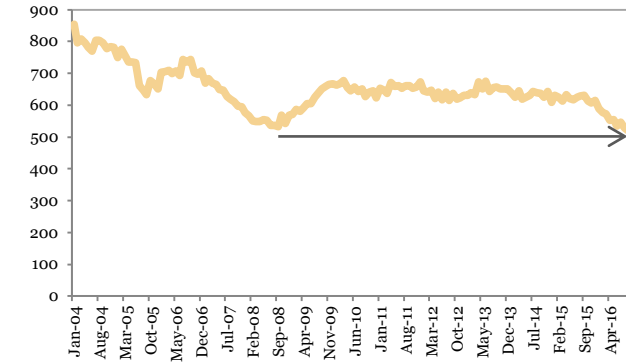
investiții străine directe (milioane EUR, suma ultimelor 12 luni) sursa: BNR, prelucrări Banca Transilvania



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

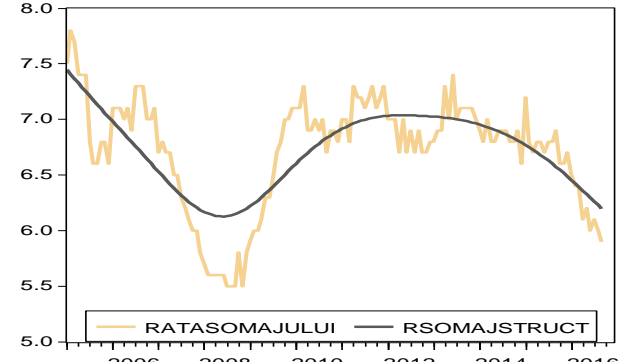
- Datele comunicate de Institutul Național de Statistică (INS) indică scăderea numărului de șomeri (15-74 ani) pentru a doua lună la rând în septembrie, cu 1.7% față de august, la 519.9 mii (nivel minim istoric, cel puțin pentru perioada 2004-2016).
- În dinamică an/an numărul șomerilor s-a diminuat cu 17.5% în septembrie și cu 11.5% în primele trei trimestre ale anului curent.
- Prin urmare, rata șomajului a scăzut de la 6% în august la 5.9% în septembrie (minimul din ianuarie 2009). Atât componenta masculină cât și cea feminină au consemnat ritmuri lunare de declin de câte 0.1 puncte procentuale în septembrie, la 6.7%, respectiv 4.8% (minimele de la începutul anului 2009).
- Raportat la septembrie 2015 rata șomajului a scăzut cu un punct procentual, notându-se declinul consemnat de componenta feminină (cu 1.2 puncte procentuale), pe fondul accelerării ramurilor ușoare ale economiei și atenuării ponderii economiei informale. Rata șomajului la bărbați s-a redus cu 0.8 puncte procentuale an/an, în contextul ciclului investițional post-criză.
- Prin urmare, în perioada ianuarie-septembrie 2016 rata medie a șomajului s-a situat la 6.2%, în atenuare cu 0.7 puncte procentuale an/an. Componenta masculină a consemnat un nivel de 7%, în scădere cu 0.6 puncte procentuale an/an. Rata șomajului la femei s-a redus cu 0.8 puncte procentuale an/an la 5.1%.
- Considerăm că dinamica pieței forței de muncă în primele nouă luni din 2016 a fost influențată de o serie de factori, structurali și conjuncturali: ciclul investițional post-criză; accelerarea ramurilor cu expunere pe consumator; fiscalizarea mai activă a economiei; redinamizarea migrației populației active (inclusiv între regiunile țării); majorarea salariilor; persistența asimetriilor.
- După cum se poate nota și în graficul al doilea din dreapta (care prezintă estimările econometrice BT), în prezent rata șomajului se situează sub nivelul structural, ceea ce confirmă faptul că economia evoluează la un ritm peste potențial.

numărul de șomeri (mii) sursa: INS

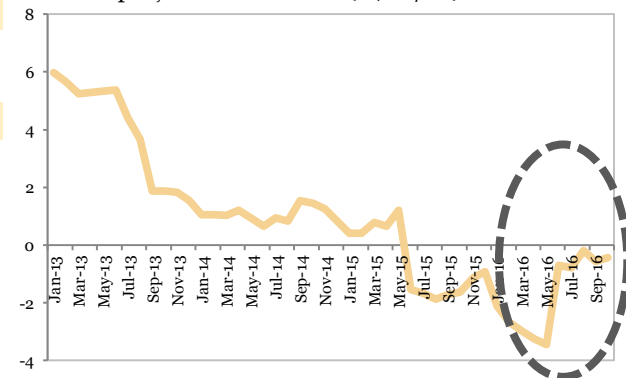


rata șomajului (%) vs. rata șomajului structural (%)

sursa: INS, estimări econometrice BT

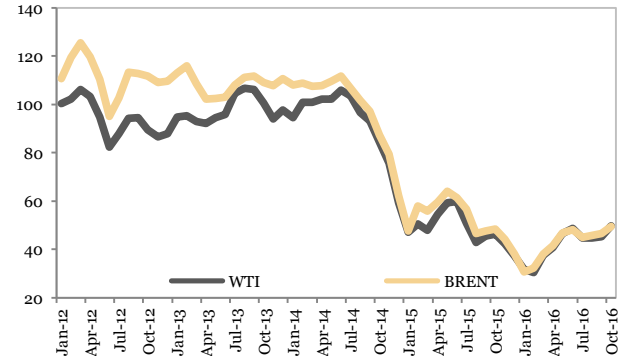


dinamica prețurilor de consum (% an/an) sursa: INS, Eurostat



cotațiile internaționale la țiței (dolari/baril)

sursa: Departamentul de Energie, SUA



ECONOMIA FINANCIARĂ

- Economia financiară a resimțit evoluțiile din piețele internaționale și știrile macroeconomice și politice interne în luna octombrie.

PREȚURILE DE CONSUM

- Datele comunicate de INS indică creșterea prețurilor de consum cu un ritm lunar de 0.43% în octombrie.
- Prețurile la alimente (36% din coșul de consum) au consemnat un avans de 0.53% lună/lună, notându-se majorarea prețurilor la ouă și la legume/conserve din legume (cu ritmuri lunare de 3.12%, respectiv 4.01%).
- De asemenea, prețurile la bunuri ne-alimentare (44.25% din coșul de consum) au urcat cu 0.39% lună/lună, evoluție determinată, în principal, de majorările de prețuri la încălziminte, combustibili și energie termică (cu dinamici lunare de 0.89%, 1.9%, respectiv 3.2%).
- Nu în ultimul rând, tarifele la servicii (19.75% din coșul de consum) au crescut cu un ritm lunar de 0.33%, notându-se majorarea de prețuri pentru componenta poștă și telecomunicații cu 0.62% lună/lună.
- În dinamică an/an prețurile de consum au scăzut cu 0.43%, pe fondul declinului consemnat la nivelul componentelor bunuri ne-alimentare și servicii (cu 0.80%, respectiv cu 1.11%), în contextul impactului reducerii cotei generale de TVA (de la 24% la 20% de la 1 ianuarie 2016).
- Pe de altă parte, prețurile la mărfuri alimentare au crescut cu 0.49% an/an, dată fiind dispărarea impactului reducerii cotei TVA pentru alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9% de la 1 iunie 2015).
- Pe indicele armonizat UE s-a consemnat o creștere cu 0.1% an/an în octombrie.
- În perioada ianuarie-octombrie 2016 prețurile de consum au consemnat un ritm mediu de declin de 1.7% an/an, evoluție determinată, în principal, de deciziile privind reducerile de TVA și scăderea cotațiilor internaționale la țiței.

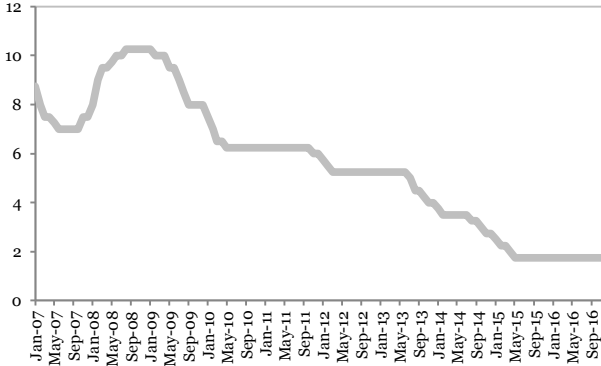
POLITICA MONETARĂ

- La începutul lunii noiembrie Consiliul de Administrație al BNR s-a întrunit în cadrul ultimei ședințe de politică monetară din acest an.
- Banca centrală a păstrat rata de dobândă de referință la 1.75% (minim istoric).
- Totodată, entitatea a menținut nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit (la 8%, respectiv 10%).
- De asemenea, BNR a majorat prognoza privind dinamica anuală a prețurilor de consum la final de 2017 (de la 2% la 2.1%), evoluție determinată de perspectiva accelerării componentei CORE 2 ajustat (de la 1.6% la 1.8%).
- Practic, din previziunile BNR rezultă convergența dinamicii anuale a prețurilor de consum spre intervalul țintit de banca centrală, cu perspectiva poziționării în partea superioară a acestuia la finalul orizontului de prognoză.
- Se poate spune că BNR a amânat ciclul monetar pentru 2017, în așteptarea confirmării inflexiunii dinamicii prețurilor de consum, mai ales că evoluțiile din economia reală par să se echilibreze, deși se acumulează factori de risc pe termen scurt (configurația politicii fiscal-bugetare în 2017) și provocări pe termen mediu (implementarea unui mix echilibrat de politici economice și accelerarea ritmului în ceea ce privește reformele structurale).
- Astfel, din perspectiva analizei economice BNR evidențiază consolidarea inflației **bază/core** (la 0.5% an/an în septembrie) și schimbarea de tendință pentru dinamica anuală a prețurilor de consum, pe măsura disipării impactului reducerii cotelor TVA.
- Totodată, BNR observă ameliorarea calității procesului de creștere economică la începutul trimestrului III (temperarea dinamicii consumului, accelerarea industriei prelucrătoare și stabilizarea contului curent).
- De asemenea, banca centrală notează consolidarea climatului pozitiv din piața creditului neguvernamental (inclusiv continuarea tendinței de creștere a ponderii componentei RON, cu impact pozitiv pentru mecanismul de transmisie a politicii monetare, dar și pentru stabilitatea financiară).
- În acest context BNR a reiterat perspectiva unei atitudini pragmatice și active pe viitor: posibilitatea utilizării tuturor instrumentelor pentru contracararea riscurilor la adresa stabilității prețurilor de consum pe termen mediu, dar și din perspectiva stabilității macroeconomice.

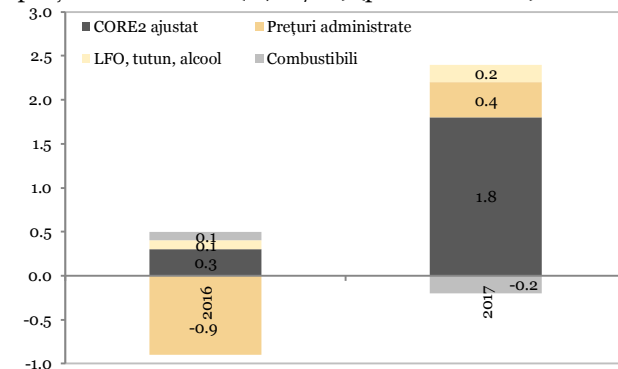
PIAȚA MONETARĂ

- Pe piața monetară ratele de dobândă s-au majorat între final de septembrie și sfârșitul lunii octombrie, creșterile fiind mai pronunțate pe scadențele foarte scurte.
- Această evoluție a fost determinată de intensificarea percepției de risc, atât pe plan internațional, dar și în sfera internă (inclusiv ca urmare a aprobării Legii conversiei creditelor în franci elvețieni la cursul istoric).
- Astfel, la final de octombrie ratele de dobândă pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și nouă luni au înregistrat valori de 0.63%, 0.63%, 0.63%, 0.66%, 0.73%, 0.95%, respectiv 1.03%, în creștere cu 29%, 31%, 29%, 20%, 6%, 3%, respectiv 1% față de nivelurile de la sfârșitul de septembrie. Pe scadența 12 luni ROBOR a stagnat la 1.09% (între final de septembrie și finele lui octombrie).
- Între sfârșitul de octombrie 2015 și finele lunii octombrie 2016 ratele de dobândă au scăzut, în medie, cu 30 puncte bază, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele 3-12 luni (în medie cu 48 puncte bază).
- Față de finalul anului trecut la sfârșitul de octombrie ROBOR consemna valori mai ridicate pe scadențele overnight, tomorrow next și o săptămână și mai reduse pentru scadențele 1- 12 luni.
- În ceea ce privește valorile medii lunare ale ROBOR, în octombrie s-au consemnat creșteri pe scadențele foarte scurte (overnight, tomorrow next, o săptămână și o lună) (cu aproximativ 7% față de septembrie) și scăderi ușoare în rest (în medie cu circa 2% raportat la septembrie).
- În dinamică an/an valorile medii lunare ale ROBOR au scăzut, în medie cu 45% în octombrie, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele scurte.

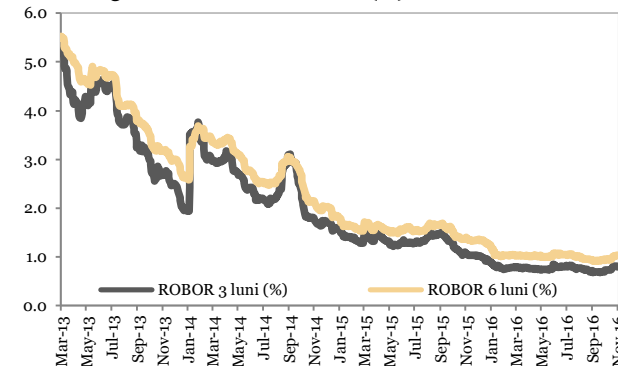
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



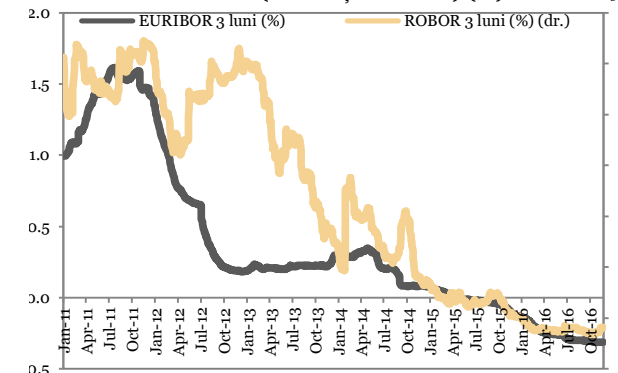
prețurile de consum (% an/an) (previziuni BNR) sursa: BNR



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



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



PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- **Curba randamentelor** din România s-a deplasat în sus în octombrie, avansul fiind mai pronunțat pentru ratele de dobândă pe scadențele medii-lungi. Această evoluție a fost determinată de intensificarea percepției de risc pe piețele externe înainte de desfășurarea alegerilor din SUA și de incertitudinile din sfera mix-ului de politici economice și a climatului politic din România (în contextul alegerilor generale).
- În SUA indicatorii economici avansați au revenit pe creșteri în septembrie, evoluție care exprimă premise mai bune pentru prima economie a lumii la cumpăna dintre ani. De asemenea, se notează semnale de redinamizare în sfera industriei (creștere cu 0.2% lună/lună în septembrie), iar productivitatea muncii s-a ameliorat în T3, după declinul din trimestrele anterioare. Totodată, climatul pozitiv din piața imobiliară și din piața forței de muncă s-a consolidat în perioada recentă. Nu în ultimul rând, dinamica prețurilor de consum a accelerat în septembrie (spre cel mai ridicat nivel din 2014), evoluție care a contribuit la creșterea probabilității ca FED să majoreze din nou rata de dobândă de politică monetară la ultima ședință din 2016 (în decembrie), aspect semnalat și în cadrul ședinței din noiembrie. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a crescut cu 14.2% între final de septembrie și sfârșitul lunii octombrie, la 1.825% (cel mai ridicat nivel din ultimele cinci luni) (scădere cu 19.6% raportat la nivelul de la finele anului 2015). Ca medie lunară acest indicator s-a majorat cu 8.1% în octombrie față de septembrie, la 1.758%.
- Economia Zonei Euro este rezistentă la acumularea de provocări din plan regional și global, evoluție determinată de politica monetară relaxată implementată de BCE. Economia s-a consolidat în T3: 0.3% trimestru/trimestru, 1.6% an/an. Totodată, indicatorii de încredere s-au ameliorat în octombrie, ceea ce exprimă premise de accelerare ușoară pe final de an. De asemenea, dinamica anuală a prețurilor de consum a continuat să accelereze în octombrie (0.5% an/an). Nu în ultimul rând, BCE a semnalat că va adopta o decizie cu privire la programul de relaxare monetară la ultima ședință din acest an, programată în decembrie. Perspectiva ca FED să continue ciclul monetar pe termen scurt coroborată cu semnalele pozitive din sfera economiei Zonei Euro au determinat majorarea ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani cu peste 28 puncte bază între final de septembrie și sfârșitul lunii octombrie, la 0.163% (în apropiere de cele mai ridicate valori din luna mai).
- În România s-au consemnat semnale de consolidare a procesului de relansare economică post-criză în perioada recentă, notându-se o ameliorare a calității: dinamica consumului privat pare să se tempereze după ritmul puternic din semestrul I; exporturile și industria au prezentat semnale de redinamizare. Totodată, pe piața forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze, rata șomajului scăzând spre nivelul minim din 2008. Cu toate acestea, se acumulează incertitudini din sfera mix-ului de politici economice pe termen scurt, date fiind absența unui buget pe 2017 (pe fondul contextului electoral), dar și Legea conversiei creditelor în franci elvețieni la cursul istoric. În acest context, BNR a semnalat la ultima **ședință de politică monetară** din 2016 o atitudine vigilentă și pragmatică pe viitor. Aceste evoluții coroborate cu cele din piețele externe au condus la majorarea ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani cu 6.7% între final de septembrie și finele lunii octombrie, la 3.03% (maximul din august) (declin cu 17.9% comparativ cu nivelul de la sfârșit de 2015). Ca medie lunară acest indicator a crescut cu 1.4% în octombrie față de septembrie.
- În octombrie Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 3.7 miliarde RON pe piața internă (din care 800 milioane RON prin certificate de trezorerie), un volum cu 5.9% sub cel programat și cu 15.2% mai mic față de cel realizat în septembrie.

PIAȚA VALUTARĂ

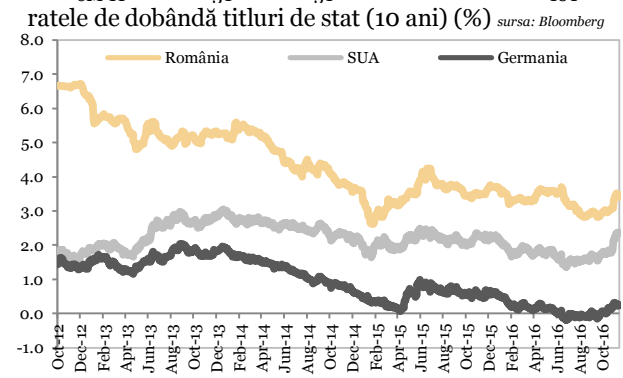
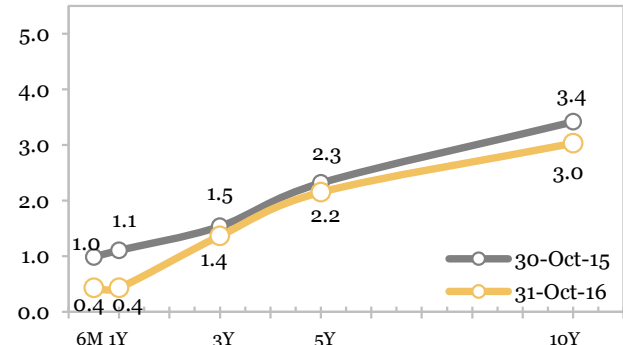
- În octombrie EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4484-4.5175) la BNR, notându-se o tendință de creștere (spre maximele din iulie), determinată de intensificarea percepției de risc pe plan intern și de acumularea de provocări în sfera externă.
- La final de octombrie EUR/RON s-a situat la 4.5057, în creștere cu 1.20% lună/lună și cu 1.66% an/an, dar în scădere cu 0.42% raportat la nivelul de la final de 2015.
- Cursul EUR/RON a consemnat un nivel mediu lunar de 4.4942 în octombrie, în urcare cu 0.98% lună/lună și cu 1.63% an/an.

PIAȚA BURSIERĂ

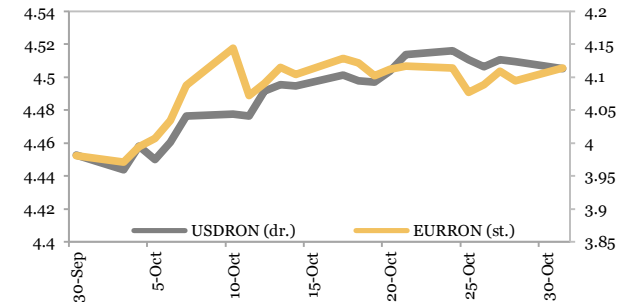
- Bursa de valori a scăzut pentru a doua lună la rând în octombrie, evoluție în ton cu cele din piețele internaționale.
- Indicele BET a pierdut 1.8%, până la 6,811.1 puncte în octombrie, lună în care indicii S&P 500 și Dow Jones Stoxx 600 au consemnat ritmuri de scădere de 1.6% (la 2,132.6 puncte), respectiv 1.2% (la 339 puncte).

licitații M. Finanțe (octombrie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1631DBNo55	119.5	Sep-2031	3.63
RO1620DBNo17	690.0	Feb-2020	1.82
RO1617CTNoF8	800.0	Oct-2017	0.60
RO1624DBNo27	306.9	Apr-2024	2.86
RO1521DBNo41	575.0	Mar-2021	2.14
RO1522DBNo56	575.0	Dec-2022	2.65
RO1619DBNo35	609.0	Feb-2019	1.22

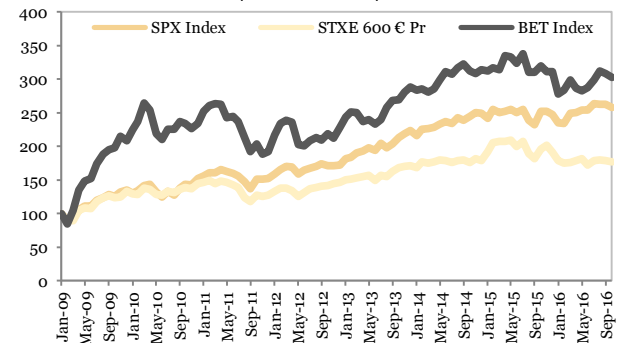
curba randamentelor (%) sursa: BNR



cursul valutar (RON fixing) sursa: Bloomberg



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



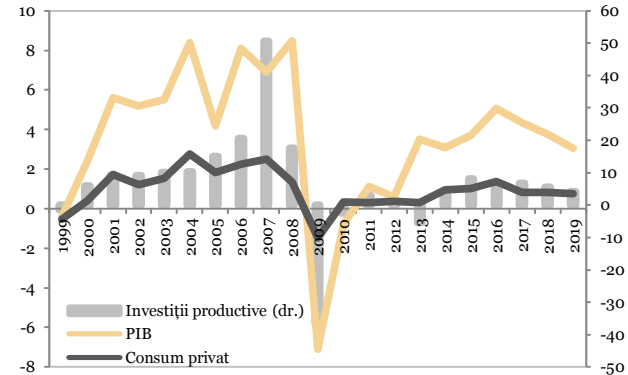
SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

ECONOMIA REALĂ

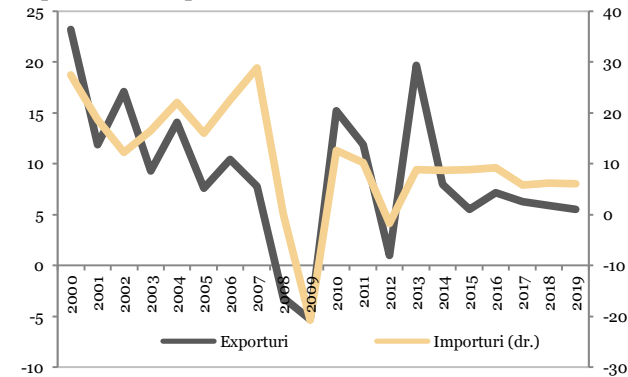
- În perioada recentă s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macro-financiar, atât pe plan global, dar și în Europa și România. Se notează climatul pozitiv pe bursa americană, dar și majorarea costurilor de finanțare după rezultatul alegerilor Prezidențiale din SUA.
- Totodată, procesul de relansare economică europeană se consolidează, fiind observate semnale de accelerare ușoară pe final de an, sub influența politicii monetare relaxate implementată de Banca Centrală Europeană.
- Pe plan intern economia a confirmat scenariul macro-econometric central BT. Prin urmare, menținem previziunile pe termen mediu pentru economia reală, o revizuire fiind posibilă după stabilirea Bugetului de Stat pe 2017 (de către Noul Guvern, rezultat după alegerile generale programate pe 11 decembrie).
- Conform scenariului actual economia României ar putea iniția o tendință de decelerare după dinamica puternică din acest an (ritm estimat la aproximativ 5% an/an), într-o evoluție determinată de temperarea dinamicii cererii interne și de atenuarea decalajului dintre exporturi și importuri.
- Practic, dinamica PIB-ului intern ar putea converge gradual spre potențial, pe fondul perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice, dată fiind nesustenabilitatea situației curente: politică monetară relaxată; politică fiscal-bugetară relaxată; politică de creștere a veniturilor; tergiversarea reformelor structurale.
- Astfel, previzionăm ca economia României să crească cu ritmuri medii anuale de 4.3% în 2017, 3.8% în 2018 și 3% în 2019.
- În acest scenariu ne așteptăm ca investițiile productive să accelereze de la 5.2% an/an în 2016 la 6.7% an/an în 2017, evoluție determinată de nivelul accesibil al costurilor de finanțare și influențată de eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți de la 1 ianuarie anul viitor (conform Noului Cod Fiscal). Investițiile productive ar putea decelera gradual în 2018 și 2019 (ritmuri de 5.4%, respectiv 4.2%).
- Pentru consumul privat (principala componentă a PIB) previzionăm creșteri cu ritmuri medii anuale de 7.2% în 2016, 4% în 2017, 3.9% în 2018 și 3.6% în 2019. În acest scenariu ameliorarea venitului real disponibil al populației și relansarea creditării vor fi contrabalansate de menținerea unui grad ridicat de prudență, dar și de perspectiva majorării graduale a costurilor de finanțare.
- Pe de altă parte, pentru consumul public previzionăm ritmuri de evoluție mai lente, date fiind provocările de natura consolidării fiscal-bugetare, după măsurile de relaxare din ultimele trimestre.
- În sfera cererii externe nete ne așteptăm la atenuarea decalajului dintre dinamica exporturilor și ritmul importurilor pe termen mediu. Conform acestui scenariu central exporturile și importurile ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 6.2%, respectiv 6.8% în perioada 2016-2019.
- Pentru piața forței de muncă previzionăm continuarea momentului pozitiv pe termen mediu, cu mențiunea că dinamica angajărilor și nivelul ratei șomajului vor fi dependente de evoluția salariilor și influențate de intensificarea asimetriilor.
- Atragem atenția cu privire la faptul că în ultimele trimestre viteza convergenței economice spre nivelul din Zona Euro s-a temperat, după cum se poate nota în ultimul grafic din partea dreaptă. De asemenea, din perspectiva PIB/locuitor România a fost campioana convergenței economice reale prin aderarea la Uniunea Europeană (aspect reflectat în al treilea grafic din dreapta), dar decalajul față de grupul core al regiunii se menține încă foarte ridicat.
- În acest context, subliniem provocările pe termen mediu pentru economia internă: consolidarea stabilității macro-financiare; implementarea unui mix echilibrat de politici economice - accelerarea reformelor structurale; adresarea paradigmei creștere vs. dezvoltare; dezvoltarea pieței de capital; obiectivele din Agenda Europa 2020; migrația capitalului uman; ameliorarea competențelor pe piața forței de muncă; reducerea riscului de sărăcie; ameliorarea calității în sectorul medical; dezvoltarea agriculturii; întărirea guvernantei în sectorul public.
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu central menționăm: dinamica macro-financiară globală și europeană; mix-ul de politici economice și riscul politic pe plan intern; evoluțiile din plan geo-politic din regiune.

PIB, investiții productive, consum privat (% an/an)

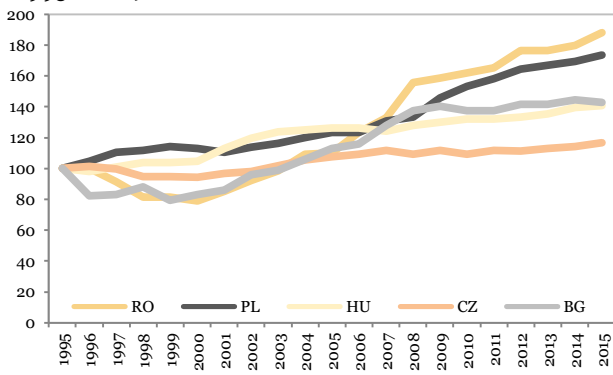
sursa: Eurostat, previziuni BT



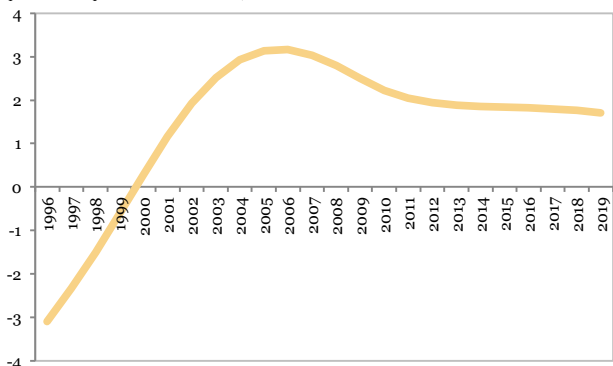
exporturi vs. importuri (% an/an) sursa: Eurostat, previziuni BT



PIB/locuitor în țările CEE (real, PPC, % Zona Euro, 1995 = 100) sursa: Bloomberg, prelucrări BT



viteza convergenței României către Zona Euro sursa: estimări și previziuni BT pe baza datelor Eurostat, Ameco

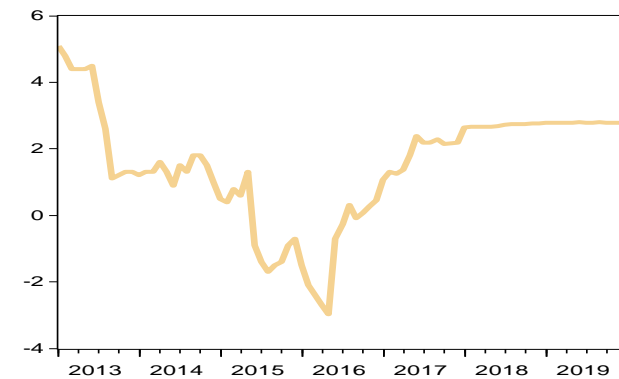


ECONOMIA FINANCIARĂ

- Am actualizat previziunile privind dinamica economiei financiare pe termen scurt și mediu, prin includerea în modelare a evoluțiilor macro-financiare recente din Statele Unite, Zona Euro și România.
- Subliniem faptul că piața financiară internă va fi influențată în perioada următoare de climatul din piețele externe, precum și de factorii interni: climatul politic și mix-ul de politici economice după alegerile generale din 11 decembrie.
- În ceea ce privește dinamica prețurilor de consum am revizuit în sus prognoza pentru 2017-2018, dat fiind că ne așteptăm la o convergență mai rapidă către nivelul țintit de BNR (2.5% ± 1 punct procentual), în contextul semnalelor recente din economia mondială, dar și a disipării impactului reducerii cotelor TVA.
- Astfel, prețurile de consum ar putea să scadă cu un ritm mediu anual de 1% în 2016. Pentru 2017, 2018 și 2019 previzionăm creșterea prețurilor de consum cu ritmuri medii anuale de 1.9%, 2.7%, respectiv 2.8%.
- Subliniem faptul că vom revizui lunar prognozele privind dinamica prețurilor de consum și atragem atenția cu privire la gradul ridicat de incertitudine în exercițiul de previziune a acestui indicator, influențat și de distorsiunile determinate de măsurile de relaxare fiscal-bugetară.
- Așteptările privind accelerarea dinamicii prețurilor de consum, după inflexiunea recentă, coroborate cu perspectiva continuării ciclului monetar în Statele Unite (cu impact asupra costului de finanțare în economia mondială) exprimă premise ca banca centrală să lanseze un nou ciclu monetar în 2017.
- Practic, BNR ar putea lansa un proces de normalizare a politicii monetare, într-o perioadă caracterizată prin evoluția economiei la un ritm ușor peste potențial, premise de convergență rapidă a dinamicii prețurilor de consum spre nivelul țintă și acumularea de provocări la adresa stabilității financiare.
- Previziunile privind dinamica prețurilor de consum au fost incorporate în modelele pentru prognoza ratelor de dobândă și a cursului de schimb.
- Conform scenariul central actualizat rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul finanțării în economie) va atinge un nivel minim istoric în 2016 (3.3%). Pentru 2017-2019 previzionăm majorarea acestui indicator, pe fondul perspectivelor de normalizare a costului de finanțare pe plan global și de accelerare a PIB-ului nominal pe plan intern, parțial contrabalansate de interesul ridicat al investitorilor pentru diferențialul de dobândă dintre România și economiile mature din Europa: valori medii anuale de 3.9% în 2017, 4.3% în 2018, respectiv 4.1% în 2019.
- Pentru noiembrie Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă în volum de 3.3 miliarde RON (din care 800 milioane RON prin certificate de trezorerie), în scădere cu 9.4% față de cel realizat în luna octombrie.
- Pentru cursul EUR/RON continuăm să ne așteptăm la inițierea unei tendințe de scădere în trimestrele următoare (dat fiind că potențialul de convergență a economiei reale și a economiei financiare spre nivelul mediu din Uniunea Europeană oferă oportunități pentru fluxurile internaționale de capital), însă am revizuit prognozele: valori medii anuale de 4.49 în 2016, 4.43 în 2017, 4.38 în 2018, respectiv 4.31 în 2019.
- În încheiere, subliniem factorii de risc pentru acest scenariu central: evoluțiile macroeconomice din principalele economii ale lumii (SUA, Zona Euro, China); climatul din piețele financiare internaționale; procesul de tranziție și gradul ridicat de îndatorare din economia Chinei; provocările cu care se confruntă procesul de integrare economică și monetară europeană; incertitudinile din sfera politicii economice și climatul politic pe plan intern după alegerile generale din 11 decembrie; incertitudinile de ordin geo-politic (global, regional).

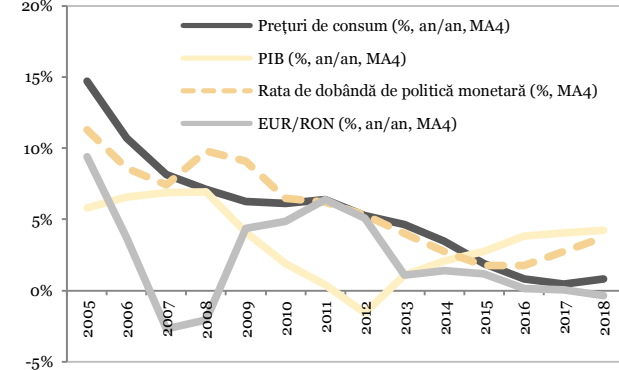
previziuni pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (noiembrie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Noi-2016	460	Titluri	19-Dec-2022
07-Noi-2016	460	Titluri	26-Feb-2020
10-Noi-2016	230	Titluri	24-Sep-2031
14-Noi-2016	460	Titluri	25-Feb-2019
17-Noi-2016	345	Titluri	29-Apr-2024
21-Noi-2016	575	Titluri	10-Noi-2021
24-Noi-2016	800	Certificate	27-Noi-2017

titluri de stat în circulație <small>sursa: BNR</small>	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1617CTNo90	1,006.2		Mai-17
RO1617CTNoG6	717.1		Noi-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 sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5396	4.48
2017	4.2758	4.43	4.5871	4.42
2018	4.1007	4.38	4.6386	4.38
2019	3.9645	4.31	4.6387	4.38

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 & TRANZACȚIONARE

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 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: https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm_source=raportPDF&utm_medium=email&utm_campaign=raport-analiza-pdf.