

## Evoluții macroeconomice recente

- Economia mondială s-a consolidat în T3 2016 (ritm estimat de FMI la 3% anualizat), iar indicatorii PMI (industria prelucrătoare și servicii) au continuat să se amelioreze recent, într-o perioadă în care globalizarea se confruntă cu provocări fără precedent.
- Activitatea economică din SUA s-a redinamizat pe final de 2016, pe fondul stabilizării investițiilor productive, ameliorării exporturilor și accelerării consumului privat.
- Relansarea Zonei Euro se consolidează, evoluție influențată de politica monetară relaxată, care a susținut și accelerarea convergenței intra-regionale, dar și față de SUA.
- Deși a decelerat la 6.7% în 2016 (minimul din 1990), China continuă să fie cel mai important generator de exces de lichiditate pe glob (primul grafic), iar autoritățile au anunțat noi reforme în sectorul financiar, în contextul majorării costurilor de finanțare.
- Economia României a crescut cu 4.8% an/an la nouă luni din 2016, într-o evoluție determinată de cererea internă. Industria s-a redinamizat, iar consumul a accelerat la finalul anului trecut, perioadă marcată de incertitudini de politică economică.
- În sfera financiară ratele de dobândă la titlurile de stat s-au majorat, iar indicii bursieri au crescut în decembrie, pe fondul intensificării așteptărilor inflaționiste, dar și a semnalelor de ameliorare din economia reală.

## Scenariul macroeconomic central

- Am actualizat scenariul central de previziune pe termen mediu pe Statele Unite, Zona Euro și România, prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente.
- Noile prognoze indică accelerarea economiei SUA (în convergență spre potențial) și o evoluție la potențial în Zona Euro în intervalul 2017-2019, pe fondul dinamicii cererii interne.
- Economia României ar putea decelera în trimestrele următoare (4.3% în 2017, 3.9% în 2018, respectiv 3.2% în 2019), ca urmare a perspectivei de majorare a costurilor de finanțare. Ne așteptăm însă la redinamizarea investițiilor productive, care să contribuie la consolidarea procesului de convergență economică spre Uniunea Europeană.
- În sfera financiară previzionăm majorarea graduală a costurilor de finanțare pe plan global, cu impact asupra direcției fluxurilor de capital. În acest context, considerăm că nivelul primei de risc pe piața de capital se va menține ridicat, dacă nu vom asista la o redinamizare a investițiilor și a productivității în economia mondială.
- În România rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani ar putea crește la peste 4%, iar EUR/RON ar putea converge spre 4.25 în 2019.
- Printre principalii factori de risc pentru acest scenariu menționăm: deciziile de politică economică din SUA, Zona Euro și China; provocările din sfera construcției europene (instituționale, bancare, ritmul reformelor structurale); mix-ul de politici economice pe plan intern; tensiunile geo-politice.

### scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	164.6	175.8	193.6	208.4
PIB real (% an/an)	3.9	4.9	4.3	3.9	3.2
Consum privat (% an/an)	6.0	7.6	5.0	4.7	4.4
Investiții productive (% an/an)	8.3	3.9	6.3	4.5	4.0
Consum public (% an/an)	0.1	2.6	1.0	2.0	1.4
Exporturi (% an/an)	5.4	7.1	5.7	6.0	5.3
Importuri (% an/an)	9.2	9.7	6.9	6.8	6.7
Rata șomajului (%)	6.8	6.0	5.8	5.6	5.5
Inflația (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.8	2.5	2.6
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	2.75	3.50	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	2.6	3.0	2.5	2.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	38.6	38.1	36.1	35.3
Contul curent (% PIB)	-1.1	-2.5	-3.1	-3.2	-3.5
Rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani (%)	3.5	3.3	4.0	4.2	4.0
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.46	4.32	4.25

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

structura PIB	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)
Consum privat	61.0	61.7	61.9
Consum public	14.2	14.1	13.7
Investiții productive	24.7	24.3	24.8
Exporturi	39.7	41.2	41.1
Importuri	40.5	41.6	41.7

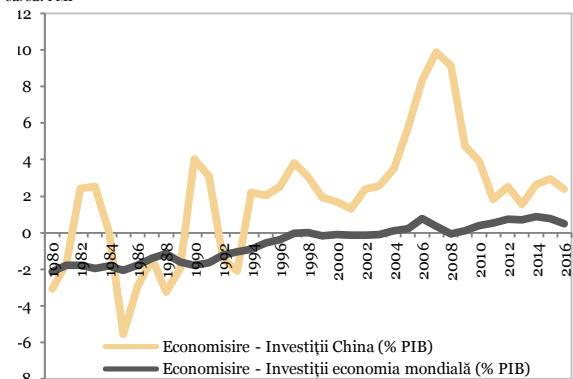
  

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T3 2016	4.3	-
rata inflației IPC	Dec-2016	-0.54	-
rata șomajului	Noi-2016	-	5.7
rata de dobândă de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

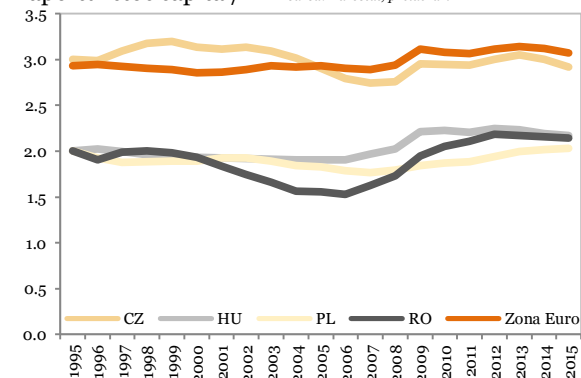
## economisire – investiții: China vs. economia mondială

sursa: FMI



## raportul stoc capital/PIB

sursa: Eurostat, prelucrări BT



## calendar macroeconomic ianuarie 2017

instituție	data	indicator
BNR	3 Ian	Rezervele internaționale (Dec)
INS	5 Ian	Autorizații construcții rezidențiale (Noi)
BNR	6 Ian	Ședința de politică monetară
INS	6 Ian	Comerțul cu amănuntul (Noi)
INS	9 Ian	Balanța comercială cu bunuri (Noi)
INS	10 Ian	Venituri și cheltuieli populație (T3 2016)
INS	12 Ian	Comenzile noi în industrie (Noi)
INS	13 Ian	Dinamica PIB (P2, T3 2016)
BNR	13 Ian	Balanța de plăți (Noi)
INS	13 Ian	Sectorul de construcții (Noi)
INS	13 Ian	Salariul mediu net (Noi)
INS	13 Ian	Prețurile de consum (Dec)
BNR	25 Ian	Indicatorii monetari (Dec)
INS	27 Ian	Tendențe în economie (Ian-Mar 17)

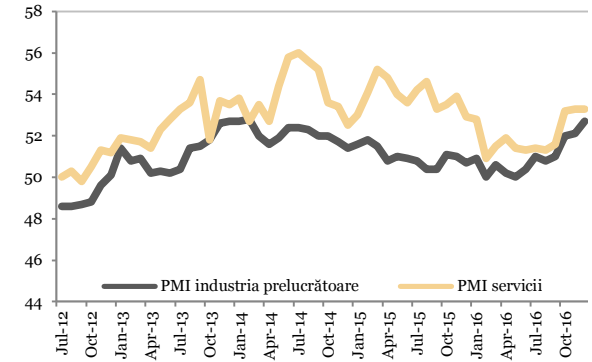
Sursa: Institutul Național de Statistică (INS), Banca Națională a României (BNR)

## EVOLUȚII RECENTE

### ACTIVITATEA ECONOMICĂ ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ SUA

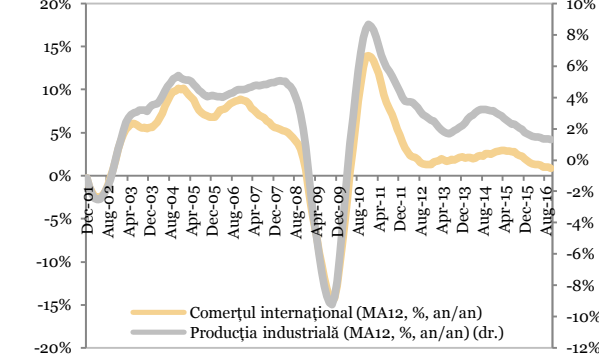
- Indicatorii macroeconomici globali au prezentat evoluții predominant favorabile în ultimele săptămâni, după decelerarea din 2016 (ritm estimat de FMI la aproximativ 3.1% an/an, cel mai redus din 2009), influențată de tergiversarea procesului de globalizare.
- În acest context menționăm ameliorarea semnificativă a indicatorilor de încredere la cumpăna dintre ani (după cum se poate observa în primul grafic alăturat), care exprimă premise de accelerare pentru economia mondială în prima jumătate din 2017. Astfel, indicatorul PMI Compozit (industria prelucrătoare și sectorul de servicii) din sfera economiei mondiale a atins în decembrie cel mai ridicat nivel din noiembrie 2015.
- Evoluția a fost determinată de majorarea costului de oportunitate, pe fondul perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice pe termen mediu (ieșirea din epoca banilor ieftini și implementarea unor măsuri de relaxare fiscal-bugetară) și a unei de optimism din piețele financiare susținută de semnalele de politică monetară pe termen scurt din principalele blocuri economice ale lumii.
- Se evidențiază avansul puternic al indicatorilor de încredere în SUA în decembrie (spre maximele din ultimii 12 ani), evoluție care exprimă premise de redinamizare a investițiilor productive și de accelerare a consumului privat pe termen scurt.
- Totodată, în Zona Euro indicatorii de încredere s-au consolidat în zona maximelor din 2011, evoluție susținută de politica monetară relaxată implementată de BCE.
- Nu în ultimul rând, în China indicatorul PMI Compozit a consemnat un avans de 0.6 puncte lună/lună, la 53.5 puncte în decembrie (maximul din ianuarie 2013).
- În Statele Unite dinamica PIB a accelerat în trimestrul III 2016 (ritm trimestrial anualizat de 3.5%, cel mai ridicat din ultimele opt trimestre), evoluție determinată de redinamizarea exporturilor și stabilizarea investițiilor productive (avans cu 0.1%, după scăderea consemnată pe parcursul a trei trimestre consecutiv).
- În dinamica an/an prima economie a lumii (cu o pondere de circa 25% în PIB-ul global) a accelerat la 1.7% în trimestrul III, notându-se avansul consumului privat (principală componentă a PIB) cu 2.8% (evoluție determinată de ameliorarea venitului real disponibil al populației și de majorarea creditului de consum).
- Pe de altă parte, investițiile productive au consemnat un declin cu 0.5% an/an (pe fondul incertitudinilor din sfera politicii economice înainte de alegerile Prezidențiale), iar consumul public s-a temperat la 0.4% an/an (cea mai slabă evoluție din T4 2014).
- În sfera cererii externe nete se evidențiază redinamizarea exporturilor: 2% an/an, un ritm mai bun comparativ cu cel înregistrat de importuri (0.6% an/an).
- Prin urmare, la nouă luni din 2016 economia SUA a consemnat un avans de 1.5% an/an, într-o evoluție determinată de contribuția cererii interne, susținută de caracterul stimulant al mix-ului de politici economice.
- Consumul privat și consumul public au crescut an/an cu 2.6%, respectiv 1%, în timp ce investițiile productive au prezentat o dinamică mai lentă (0.8% an/an), pe fondul acumulării de provocări din sfera mix-ului de politici economice.
- La polul opus, contribuția cererii externe nete la evoluția anuală a PIB a fost negativă în perioada ianuarie-septembrie 2016, sub influența aprecierii dolarului.
- În perioada recentă s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macroeconomici din Statele Unite, influențate și de unda de optimism din piața financiară de după comunicarea rezultatului alegerilor Prezidențiale.
- Din perspectiva cererii agregate consumul privat prezintă cea mai bună dinamică, susținută de creșterea venitului real disponibil al populației și de ritmul creditării: cheltuielile de consum au crescut cu 2.7% an/an la 11 luni, perioadă în care venitul real disponibil s-a majorat cu 2.8% an/an, iar creditul de consum a urcat cu 6.3% an/an.
- În sfera ofertei agregate se notează semnale de accelerare în decembrie, atât în industria prelucrătoare (indicatorul ISM la maximul ultimelor 24 de luni) cât și în servicii (indicatorul ISM s-a consolidat la cel mai ridicat nivel din toamna 2015).
- Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă se acumulează semnale de maturitate (dinamica locurilor de muncă a inițiat o tendință descendentă), pe fondul intensificării presiunilor salariale (cel mai ridicat ritm din primăvara anului 2009) și a evoluțiilor nefavorabile ale productivității muncii (aspect reflectat în ultimul grafic alăturat). În decembrie numărul de locuri de muncă (ca medie pe 12 luni) a decelerat la 180 mii (minimumul din 2013), iar rata șomajului a crescut la 4.7%. La final de 2016 numărul de locuri de muncă se situa cu 7.2 milioane peste cel din vara 2007 (momentul declanșării Marii Recesiuni).

indicatorii PMI globali sursa: Markit Economics

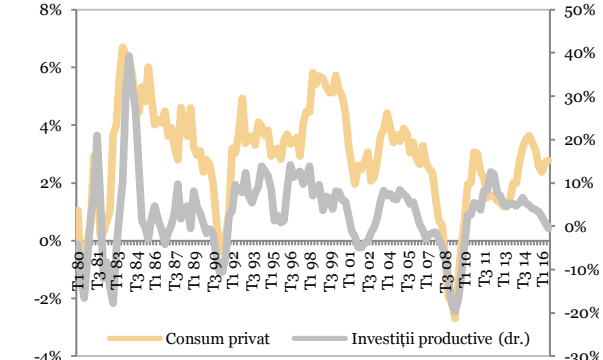


comerțul mondial vs. producția industrială globală

sursa: Bloomberg

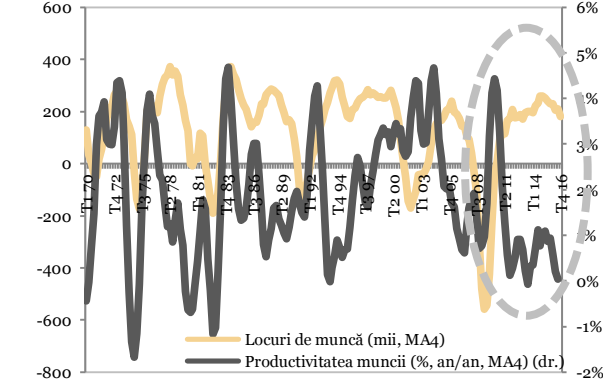


consum privat vs. investiții productive în SUA (% an/an) sursa: Departamentul Comerțului



locurile de muncă vs. productivitatea muncii în SUA

sursa: prelucrări BT pe baza datelor Departamentului Muncii și FED (SUA)

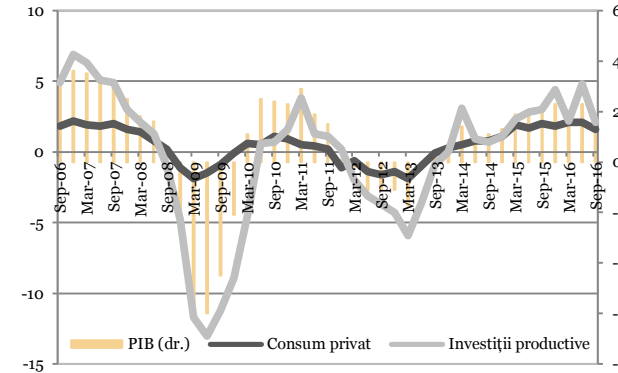


**ZONA EURO**

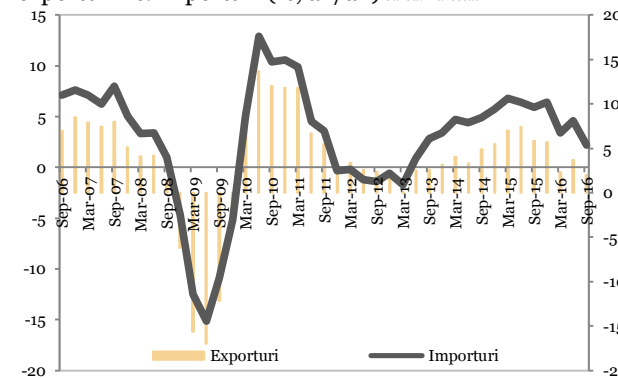
- Conform Eurostat ritmul trimestrial al economiei s-a consolidat la 0.3% în T3 2016.
- Cu toate acestea, dinamica anuală a PIB-ului regiunii a decelerat de la 2.3% în T2 la 1.5% în T3 2016, cea mai slabă evoluție din ultimul trimestru al anului 2014.
- Această evoluție a fost determinată de temperarea cererii interne, dat fiind că acumularea de provocări (regionale și globale, inclusiv rezultatul referendumului britanic) a condus la creșterea gradului de prudență în sfera populației și companiilor.
- Consumul privat (principala componentă a PIB) și investițiile productive au crescut în T3 2016 cu dinamici an/an de 1.6%, respectiv 2.1%, cele mai reduse din T4 2014.
- Totodată, consumul public s-a temperat de la 2.1% an/an în T2 la 1.6% an/an în T3.
- Pe de altă parte, cererea externă netă a continuat să contribuie negativ la ritmul anual al PIB în T3, însă diferențialul de dinamică dintre exporturi și importuri s-a atenuat (2% an/an vs. 2.2% an/an).
- Astfel, PIB-ul Zonei Euro a consemnat un avans de 1.8% an/an în intervalul ianuarie-septembrie 2016, ceea ce reflectă consolidarea ciclului economic post-criză, sub influența politicii monetare relaxate implementată de Banca Centrală Europeană.
- Se notează creșterea investițiilor productive cu 3% an/an, evoluție susținută de impulsul exporturilor, ameliorarea încrederii în economia regiunii (maximul din 2011), nivelul minim istoric al costurilor de finanțare (și relansarea creditării bancare) și accelerarea investițiilor publice în țările cu excedent fiscal-bugetar (cazul Germaniei).
- Consumul privat a urcat cu 1.9% an/an la nouă luni din 2016, dinamică influențată de ameliorarea climatului din piața forței de muncă și de relansarea pieței creditului.
- Totodată, consumul public a crescut cu 1.9% an/an, pe fondul majorării marjei de manevră, date fiind consolidarea fiscal-bugetară din ultimii ani (deficitul bugetar s-a redus spre minimul din 2007) și declinul costurilor de finanțare.
- Pe de altă parte, cererea externă netă a avut o contribuție negativă la dinamica anuală a PIB-ului în primele nouă luni din 2016: importurile au crescut cu 3.4% an/an, ritm mai puternic decât cel consemnat de exporturi (2.7% an/an).
- Din analiza macro-econometrică elaborată rezultă că în 2016 a accelerat procesul de convergență economică, atât la nivel intra-regional (sincronizare mai puternică a ciclurilor economice), dar și între Zona Euro și Statele Unite (diminuare a diferențialului de ritm potențial, după cum se poate nota în al treilea grafic din partea dreaptă).
- Această evoluție a fost determinată de Noua Guvernare Economică Europeană, caracterizată prin relaxare monetară (fără precedent), continuarea procesului de consolidare fiscal-bugetară și accentul pus pe macro-prudențialitate.
- La cumpăna dintre ani s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macroeconomici (care exprimă premise de re-accelerare a economiei regiunii), sub influența semnalelor de politică monetară emise de BCE, a unei de optimism din piețele financiare internaționale și a inflexiunii cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime.
- Se evidențiază accelerarea industriei prelucrătoare: în decembrie s-a consemnat cel mai bun ritm din aprilie 2011, conform indicatorului PMI (54.9 puncte, în urcare de la 53.7 puncte în noiembrie).
- Totodată, producția industrială s-a redinamizat pe final de 2016: ritm de 3.2% an/an în noiembrie (cea mai bună dinamică din ianuarie), evoluție determinată de avansul componentelor energie (5.9% an/an) și bunuri de capital (3.1% an/an).
- De asemenea, serviciile s-au consolidat: indicatorul PMI la 53.7 puncte în decembrie, în apropiere de nivelul din noiembrie (53.8 puncte, maximul de la final de 2015).
- Cu toate acestea, gradul de prudență la nivelul populației se menține ridicat, aspect confirmat de dinamica recentă a vânzărilor din comerțul cu amănuntul: ajustare cu un ritm lunar de 0.4% în noiembrie (dinamică anuală în decelerare la 2.3%).
- Nu în ultimul rând, climatul din piața forței de muncă a continuat să se amelioreze în noiembrie 2016: numărul șomerilor s-a redus cu 0.1% lună/lună și cu 5.8% an/an la 15.898 milioane (minimul din primăvara 2011). Rata șomajului a stagnat la 9.8%, cel mai redus nivel din vara 2009. Din estimările econometrice elaborate reiese că rata șomajului s-a situat sub nivelul structural în perioada recentă (ultimul grafic), evoluție care exprimă premise de continuare a tendinței descendente pe termen scurt.

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

sursa: Eurostat

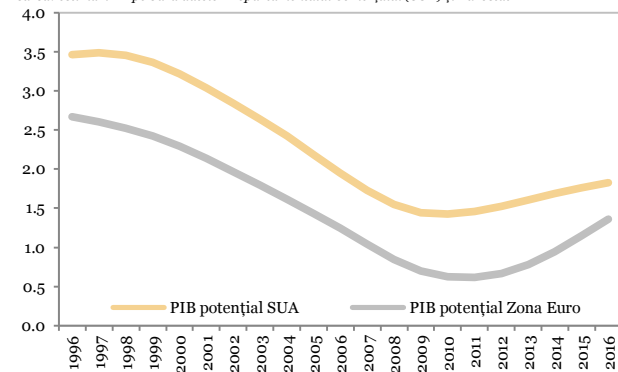


**exporturi vs. importuri (% an/an)** sursa: Eurostat



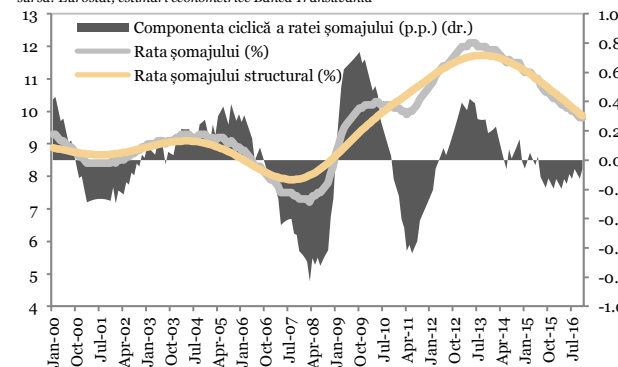
**dinamica PIB potențial (% an/an)**

sursa: estimări BT pe baza datelor Departamentului Comerțului (SUA) și Eurostat



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

sursa: Eurostat, estimări econometrice Banca Transilvania

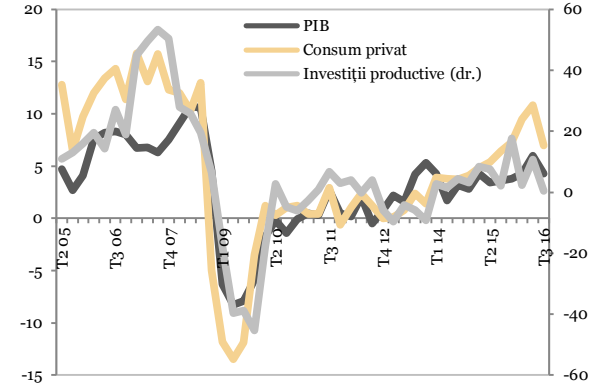


**ROMÂNIA**

- Dinamica economiei a decelerat în trimestrul III 2016, pe fondul intensificării gradului de prudență în sfera investițională, dar și a normalizării consumului privat. Datele Institutului Național de Statistică (INS) indică creșterea PIB-ului cu 0.6% trimestru/trimestru în T3 2016, ritm în atenuare de la 1.5% în T2.
- În dinamică an/an economia internă a crescut cu 4.3% în T3 (în decelerare de la 6% în T2), cererea internă având o contribuție de 4.6 puncte procentuale.
- Investițiile productive au cvasi-stagnat în T3 (0.5% an/an, după avansul cu 10.7% an/an din T2), dată fiind intensificarea provocărilor de politică economică (externe și interne) înainte de alegerile din SUA și România. De asemenea, această evoluție reflectă și faptul că unele companii au amânat investițiile până la momentul eliminării taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți (1 ianuarie 2017).
- Consumul privat (principala componentă a PIB) a consemnat un avans de 7% an/an în T3, ritm în decelerare de la 10.8% an/an din T2, pe fondul gradului ridicat de prudență la nivelul populației și a dispărării impactului reducerii cotelor TVA.
- Nu în ultimul rând, consumul public a avut o contribuție pozitivă (0.3 puncte procentuale) la dinamica anuală a PIB din trimestrul III.
- Pe de altă parte, cererea externă netă a contribuit cu -0.3 puncte procentuale la creșterea economiei în T3: exporturile au crescut cu 6.9% an/an, iar importurile s-au majorat cu 7.7% an/an.
- La nouă luni din 2016 PIB-ul a consemnat un avans de 4.8% an/an, evoluție determinată de dinamica cererii interne, susținută de politica economică relaxată.
- Dinamica anuală a investițiilor productive a decelerat la 4.2% an/an, ca urmare a intensificării preocupărilor cu privire la mix-ul de politici economice pe termen scurt și mediu din Statele Unite, Zona Euro și România.
- Cu toate acestea, consumul privat a accelerat (ritm de 9% an/an), pe fondul incidenței mai multor factori: majorarea salariilor (publice și private), reducerea cotelor TVA, nivelul scăzut al costurilor de finanțare (și relansarea creditării) și fiscalizarea mai activă a economiei.
- Contribuție pozitivă la dinamica anuală a PIB din perioada ianuarie-septembrie 2016 a avut și consumul public, dată fiind creșterea componentei colective (cu 8.3% an/an).
- Pe de altă parte, cererea externă netă a contribuit negativ la ritmul anual al economiei la nouă luni din 2016, pe fondul majorării importurilor cu un ritm mai puternic decât exporturile (10.2% an/an vs. 7% an/an).
- Analiza dinamicii economiei din perspectiva ofertei agregate confirmă rolul IT&C de stea a economiei (13.8% an/an la nouă luni). Totodată, creștere puternică (11.3% an/an) a fost consemnată și în sectorul comerț, reparare auto-moto, transport și depozitare și HORECA a consemnat un avans de 11.3% an/an. Sectorul primar, industria și construcțiile au crescut cu ritmuri an/an cu 4.1%, 1.8%, respectiv 3.9%.
- Recent s-au consemnat evoluții mixte ale indicatorilor macroeconomici interni, sub influența preocupărilor privind: climatul macroeconomic din SUA (după alegerile Prezidențiale) și Zona Euro (în contextul agendei politice din 2017), măsurile de politică economică post-electorale pe plan intern. Cu toate acestea, investițiile străine directe au continuat trendul crescător: avans cu 35% an/an la 3.7 miliarde EUR în perioada ianuarie-noiembrie 2016, după cum se poate nota în al treilea grafic alăturat.
- Se evidențiază redinamizarea industriei, pe fondul consolidării climatului pozitiv din sfera cererii interne la nivelul Uniunii Europene, într-un context global caracterizat prin ameliorarea indicatorilor de încredere și inflexiunea cotațiilor la țitei. Producția industrială a crescut cu 0.6% lună/lună și cu 5.3% an/an în noiembrie și cu 1.6% an/an la 11 luni din 2016.
- Totodată, vânzările din comerțul cu amănuntul au accelerat în noiembrie (1.4% lună/lună și 10.5% an/an) (avans cu 14.2% an/an la 11 luni), ca urmare a ameliorării venitului real disponibil al populației și accelerării creditării în RON.
- Pe de altă parte, sectorul de construcții s-a ajustat pe final de an, pe fondul gradului ridicat de prudență în sfera investițională: scădere cu 4% lună/lună și cu 13.3% an/an în noiembrie (respectiv cu 0.9% an/an în perioada ianuarie-noiembrie 2016).
- În sfera cererii externe nete exporturile și importurile de bunuri au atins noi maxime istorice în noiembrie. La 11 luni din 2016 exporturile de bunuri au urcat cu 4.8% an/an, iar importurile s-au majorat cu 6.9% an/an.
- Pe piața forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze în noiembrie: numărul de șomeri a scăzut cu 14.1% an/an, la 521.2 mii (minim istoric), iar rata șomajului s-a diminuat la 5.7% (cel mai redus nivel de la final de 2008).

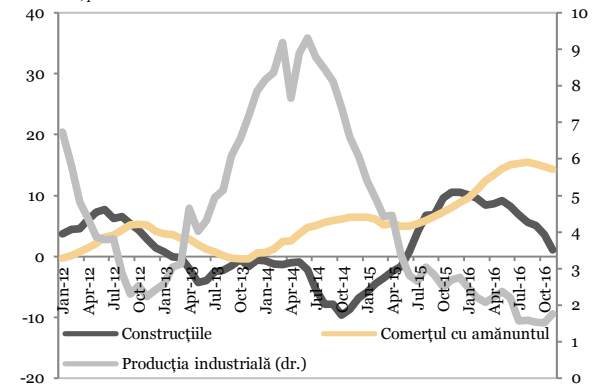
**PIB, investiții productive, consum privat (% an/an)**

sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT



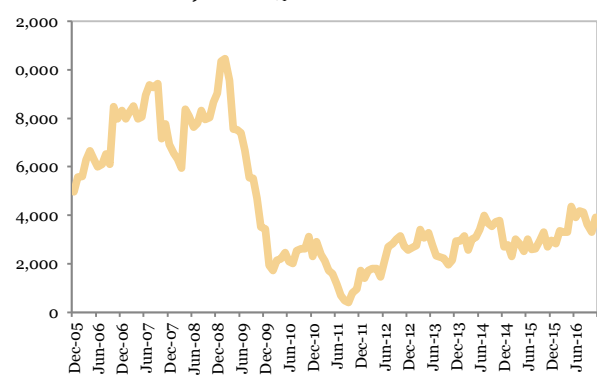
**industrie, comerț, construcții (% an/an, MA12)**

sursa: INS, prelucrări Banca Transilvania



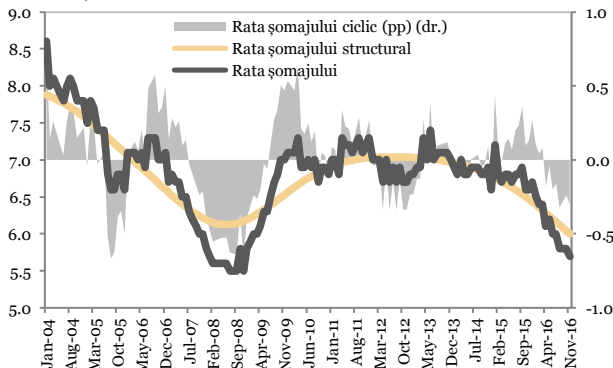
**investiții străine directe (milioane EUR, suma ultimelor 12 luni)**

sursa: BNR, prelucrări BT



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

sursa: INS, estimări econometrice Banca Transilvania





## ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Indicele prețurilor de consum s-a consolidat în noiembrie, sub influența climatului pozitiv din piața forței de muncă și a evoluțiilor cotațiilor internaționale la țiței.
- Astfel, prețurile de consum au stagnat față de octombrie, conform indicatorului PCE (*Personal Consumption Expenditure*) agreat de Rezerva Federală. În dinamică an/an prețurile de consum au crescut cu 1.4% în noiembrie (ritm similar cu cel din octombrie).
- Componenta bază (core) a indicelui prețurilor de consum a stagnat față de octombrie, dar a crescut cu 1.7% an/an.
- La 11 luni din 2016 inflația medie an/an s-a situat la 1% (componenta core la 1.6%).
- Recent, inflația a consemnat o tendință ascendentă, de convergență către ținta Rezervei Federale (2% an/an), după cum se poate nota și în primul grafic alăturat.
- În acest context, la ultima ședință de politică monetară din 2016 banca centrală a continuat ciclul monetar post-criză (demarat în decembrie 2015), majorând rata de dobândă de politică monetară cu 25 puncte bază la 0.50% - 0.75%.
- De asemenea, entitatea a revizuit marginal în sus previziunile privind dinamica PIB-ului SUA pe termen mediu, noul scenariu indicând ritmuri de creștere an/an de 1.9% în 2016, 2.1% în 2017, 2% în 2018, respectiv 1.9% în 2019.
- FED a semnalat posibilitatea intensificării ritmului de majorare a ratei de dobândă pe viitor (spre niveluri la final de an de 1.4% în 2017, 2.1% în 2018, respectiv 2.9% în 2019), pe fondul perspectivelor de consolidare a climatului pozitiv din piața forței de muncă și de convergență a inflației spre ținta băncii centrale.
- La Conferința de presă Președintele FED (d-na Yellen) a considerat că majorarea ratei de dobândă constituie un vot de încredere în economie și a atras atenția cu privire la riscurile din sfera politicii economice și în ceea ce privește reglementarea sectorului financiar-bancar în perioada Administrației Trump.

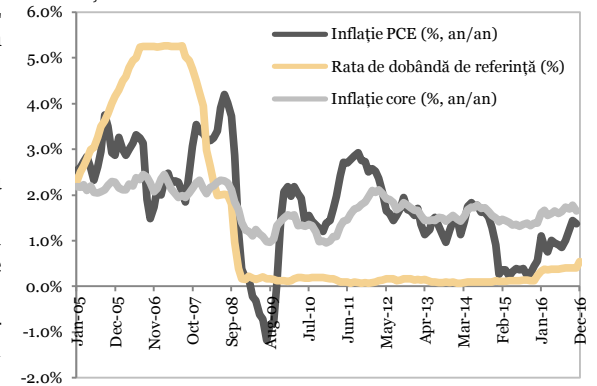
## ZONA EURO

- Dinamica anuală a prețurilor de consum a accelerat de la 0.6% în noiembrie la 1.1% în decembrie 2016 (cel mai ridicat nivel din toamna anului 2013), conform Eurostat.
- Evoluția a fost determinată de revenirea pe creștere a componentei energie (2.6% an/an), pe fondul majorării cotațiilor internaționale la țiței. De asemenea, prețurile la alimente neprocesate au accelerat la 2.1% an/an (maximul din ultimele patru luni), iar tarifele la servicii au urcat cu 1.3% an/an.
- Componenta core (bază, care exclude elementele volatile) a crescut cu 0.9% an/an în decembrie (cel mai ridicat nivel din iulie 2016).
- În 2016 dinamica medie anuală a prețurilor de consum a accelerat la 0.24%, iar componenta core a urcat la 0.85% (maximul din ultimii trei ani).
- La ultima ședință de politică monetară din 2016 Banca Centrală Europeană a majorat marginal previziunile privind evoluția economiei (la 1.7% în 2017 și 1.6% în 2018-2019) și inflației (dinamici medii anuale de 1.3% în 2017, 1.5% în 2018, respectiv 1.7% în 2019).
- Pe de altă parte, entitatea a menținut ratele de dobândă la minime istorice și a prelungit programul de relaxare monetară neconvențională (cumpărări de active publice și private) până la final de 2017. Cu toate acestea, BCE a diminuat volumul lunar al acestui program (de la 80 miliarde EUR la 60 miliarde EUR) începând cu aprilie 2017.

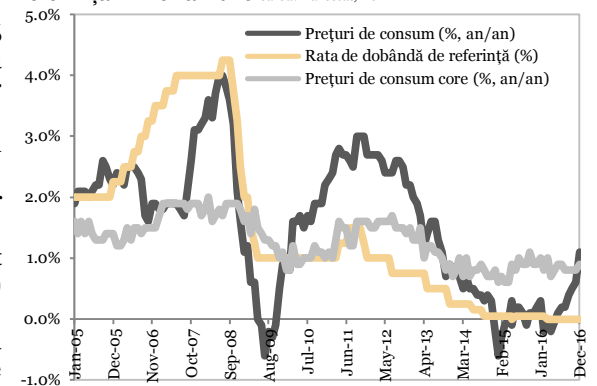
## ROMÂNIA

- Prețurile de consum au crescut cu 0.24% lună/lună în decembrie, evoluție determinată, îndeosebi, de majorarea cotațiilor la țiței și deprecierea monedei naționale. Tarifele la servicii, prețurile la bunuri alimentare și la mărfuri ne-alimentare au consemnat dinamici lună/lună de 0.08%, 0.26%, respectiv 0.30%.
- Dinamica anuală a prețurilor de consum s-a menținut în teritoriu negativ în decembrie (-0.54%), pe fondul reducerii cotei generale de TVA și diminuării prețurilor la energie, parțial contrabalansate de inflexiunea cotațiilor la țiței și deprecierea RON.
- Prețurile la bunuri ne-alimentare și tarifele la servicii s-au diminuat an/an cu 0.87%, respectiv cu 1.83%. Prețurile la mărfuri alimentare au crescut cu 0.68% an/an, pe fondul disipării impactului reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație.
- În 2016 prețurile de consum au scăzut, în medie, cu 1.55% an/an (respectiv cu 1.1% pe indicele UE).
- La prima ședință din 2017 BNR a menținut rata de dobândă de referință (la 1.75%) și nivelul ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit (la 8%, respectiv 10%). Pe de altă parte, banca centrală a semnalat o atitudine vigilentă pe viitor, pe fondul preocupărilor privind factorii de risc (externi și interni) cu impact asupra stabilității prețurilor și stabilității financiare.

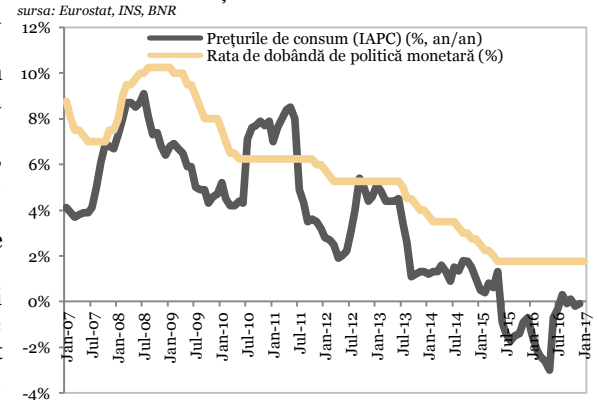
dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în SUA sursa: FED



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



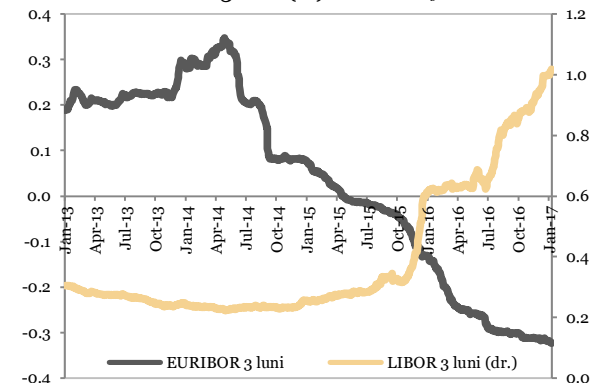
## PIAȚA FINANCIARĂ SUA

- În ultima parte a anului 2016 piețele financiare internaționale au fost influențate, în principal, de rezultatul alegerilor Prezidențiale din SUA, deciziile și semnalele de politică monetară ale Rezervei Federale și Băncii Centrale Europene și evoluțiile cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime.
- Per ansamblu, 2016 a fost anul creșterii costului de oportunitate pe piețele financiare internaționale, fapt reflectat de rotația fluxurilor de capital (din instrumente cu venit fix spre instrumente cu randament variabil), fenomen mai accelerat spre final de an.
- În Statele Unite ratele de dobândă de pe piața monetară au continuat să crească în ultimele săptămâni (după cum se poate nota în primul grafic alăturat), spre cel mai ridicat nivel din primăvara anului 2009. Această evoluție a fost determinată de perspectiva ca Rezerva Federală să accelereze ciclul monetar post-criză (demarat în decembrie 2015 și continuat în decembrie 2016). Astfel, LIBOR pe scadența trei luni s-a situat la 1% la final de 2016, în creștere cu 6.8% față de nivelul de la sfârșit de noiembrie și cu aproximativ 63% comparativ cu valoarea de la finele anului 2015.
- De asemenea, pe piața titlurilor de stat ratele de dobândă s-au majorat pe finalul anului trecut, pe fondul impulsului monetar, dar și a perspectivelor privind mix-ul de politici economice pe termen mediu (Președintele ales a semnalat un proces de relaxare fiscal-bugetară și planuri de investiții publice, cu impact asupra așteptărilor inflaționiste). La final de 2016 rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a situat la 2.45%, în creștere cu 2.3% raportat la nivelul de la finele lunii noiembrie și cu 7.8% față de valoarea de la sfârșit de 2015. În luna decembrie 2016 acest indicator a consemnat un nivel mediu de 2.49%, în urcare cu 15.9% lună/lună.
- Pe piața valutară dolarul american a continuat tendința de apreciere în ultima parte a anului 2016, testând nivelurile maxime din ultimii 14 ani. Astfel, în raport cu moneda unică europeană cursul dolarului a crescut cu 0.9% între final de noiembrie și finele lunii decembrie 2016. Per ansamblu, între final de 2015 și sfârșitul anului 2016 dolarul s-a apreciat cu 3.3% față de euro (referința BCE).
- Se poate spune că 2016 a fost anul dolarului SUA, moneda fiind susținută de semnalul de încredere dat de FED și de perspectiva implementării unor măsuri de relaxare fiscal-bugetară de către Administrația Trump, într-un context caracterizat prin volatilitate și prudență (pe fondul acumulării de provocări de politică economică și de tensiuni geo-politice, care au condus la creșterea cererii internaționale de dolari).
- Nu în ultimul rând, bursa a continuat să crească în decembrie, în contextul unei de optimism de după alegerile Prezidențiale. Indicele Dow Jones a încheiat decembrie 2016 la 19 762.6 puncte, în creștere cu 3.3% lună/lună (avans cu 13.4% în 2016).

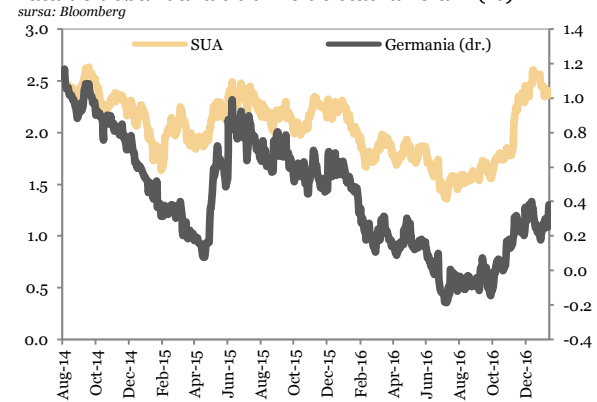
## ZONA EURO

- Piața financiară a reacționat în perioada recentă la evoluții macro-financiare globale (îndeosebi cele din Statele Unite), informațiile regionale (inclusiv deciziile și semnalele de politică monetară ale Băncii Centrale Europene, dar și știrile privind sectorul bancar italian) și la fluctuațiile din piețele internaționale de materii prime.
- Pe piața monetară ratele de dobândă au continuat să scadă în ultimele săptămâni, fiind consemnate noi valori minime istorice (EURIBOR la trei luni la -0.328% la jumătatea lunii ianuarie 2017, după cum se poate observa în primul grafic din partea dreaptă). Această evoluție a fost determinată de perspectiva ca Banca Centrală Europeană să mențină politica monetară relaxată până la final de 2017.
- Pe de altă parte, pe piața titlurilor de stat ratele de dobândă au crescut, evoluție convergentă cu cea din Statele Unite, aspect reflectat în al doilea grafic alăturat. Astfel, nivelul mediu lunar al ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani s-a situat la 0.30% în decembrie, în urcare cu 25.8% față de cel din noiembrie.
- Pe piața valutară EUR a continuat să se deprecieze în decembrie, pe fondul perspectivelor divergente de politică monetară pe termen scurt (FED vs. BCE). EUR/USD a încheiat 2016 la 1.0541 (referința BCE), în scădere cu 0.9% față de nivelul de la finele lunii noiembrie și cu 3.2% comparativ cu valoarea de la final de 2015.
- Nu în ultimul rând, piața de acțiuni a fost susținută în decembrie de optimismul din Statele Unite, de perspectiva politicii monetare din regiune, precum și de identificarea de soluții pentru băncile italiene cu probleme. Indicele pan-european EuroStoxx 50 a crescut cu 7.8% în decembrie și cu 0.7% în 2016, la 3 290.5 puncte.

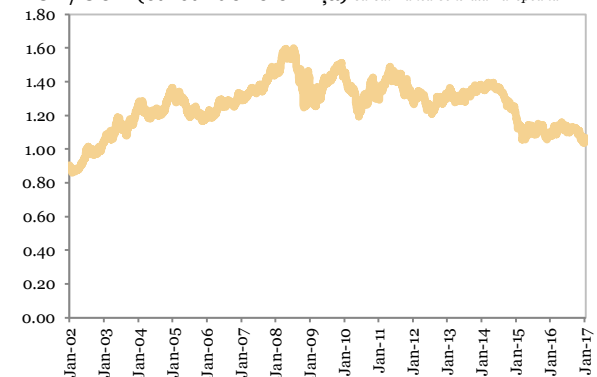
rata de dobândă la 3 luni (%) sursa: Bloomberg



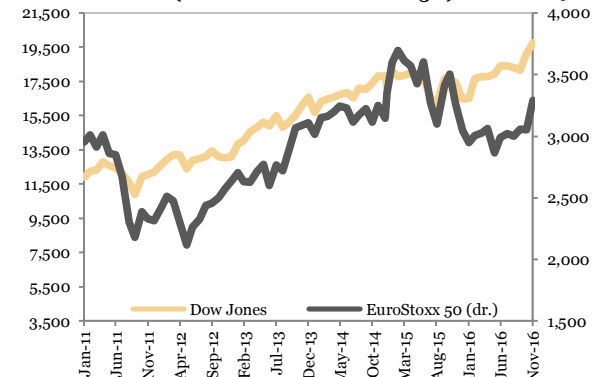
rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (%) sursa: Bloomberg



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



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



**ROMÂNIA**

• Piața financiară a resimțit în decembrie climatul macro-financiar extern și factorii macroeconomici și politici interni. Intensificarea percepției de risc privind mix-ul de politici de după alegerile generale și contextul internațional (caracterizat prin majorarea costurilor de finanțare și aprecierea dolarului) au condus la creșterea ratelor de dobândă și la deprecierea monedei naționale.

**PIAȚA MONETARĂ**

- Pe piața monetară ratele de dobândă au înregistrat creșteri generalizate, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele o lună și trei luni, pe fondul perspectivelor ca banca centrală să inițieze un nou ciclu monetar în 2017. Pe scadențele trei și șase luni ratele de dobândă au atins în decembrie maximele de la începutul anului 2016.
- Astfel, ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și un an au consemnat valori de 0.56%, 0.57%, 0.63%, 0.76%, 0.90%, 1.11%, 1.19%, respectiv 1.25% în ultima ședință de tranzacționare din decembrie, în creștere față de valorile de la final de noiembrie cu ritmuri de 4%, 4%, 5%, 19%, 13%, 7%, 9%, respectiv 9%.
- Comparativ cu finalul anului 2015 la sfârșit de decembrie 2016 ratele de dobândă au consemnat valori mai mari pe scadențele până la o lună (în medie, cu cinci puncte bază) și mai reduse pe scadențele trei – 12 luni (în medie, cu 22 puncte bază).
- Mediile lunare ROBOR au scăzut an/an pe toate scadențele în decembrie (în medie) cu 15%, dar față de noiembrie au urcat pe scadențele o lună-12 luni (în medie) cu 7%.

**PIAȚA TITLURILOR DE STAT**

- Curba randamentelor s-a deplasat în sus în luna decembrie, evoluție determinată de majorarea costurilor de finanțare în economia mondială (după rezultatul alegerilor din SUA și în contextul semnalelor emise de Rezerva Federală), precum și de contextul electoral intern (care a condus la intensificarea percepției de risc privind stabilitatea macro-financiară în trimestrele următoare).
- Trebuie însă menționat faptul că, după ce au atins nivelul maxim de după votul pro-Brexit la jumătatea lunii decembrie, ratele de dobândă din piața titlurilor de stat au scăzut pe final de lună, dat fiind că percepția de risc politic s-a redus în intensitate după desemnarea Premierului.
- La final de decembrie rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a consemnat un nivel de 3.49%, în creștere cu 2.2% față de valoarea de la sfârșitul lunii noiembrie, dar în scădere cu 5.4% comparativ cu nivelul de finele anului 2015.
- În decembrie, indicatorul a înregistrat un nivel mediu de 3.55%, în creștere cu 7.5% lună/lună.
- Pe scadențele șase luni, un an, trei ani și cinci ani ratele de dobândă au prezentat valori de 0.76%, 0.87%, 1.55%, respectiv 2.43% la final de decembrie, în creștere comparativ cu nivelurile de la final de noiembrie cu ritmuri lună/lună de 18.8%, 10.8%, 3%, respectiv 1.7%.
- În dinamică an/an costurile de finanțare ale statului au scăzut pe scadențele șase luni, un an și 10 ani (cu ritmuri de 3.8%, 3.9%, respectiv 5.4%) și au crescut pe scadențele trei ani și cinci ani (cu 8.8%, respectiv 3.4%) în decembrie.
- În ultima lună din 2016 Statul a atras doar 1.8 miliarde RON (din care 356 milioane RON prin certificate de trezorerie), un volum cu 54% sub cel programat, evoluție determinată de majorarea costurilor de finanțare înainte de Sărbătorile de iarnă.

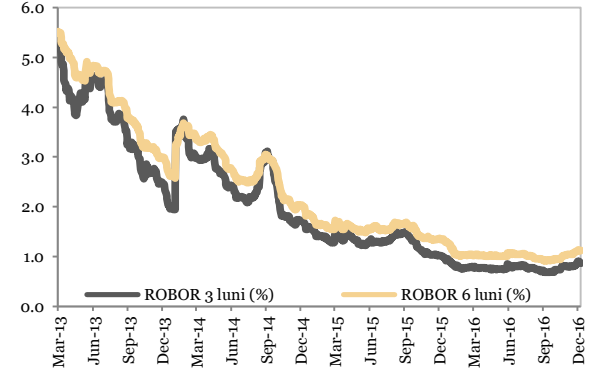
**PIAȚA VALUTARĂ**

- EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4985 – 4.5411) la BNR în decembrie, notându-se continuarea tendinței ascendente, spre maximul de la începutul anului 2014. Această evoluție a fost determinată de intensificarea percepției de risc, pe fondul preocupărilor privind deciziile de politică fiscal-bugetară și de politică de venituri de după alegeri.
- Cursul a încheiat anul 2016 la 4.5411, în urcare cu 0.55% față de nivelul de la final de noiembrie și cu 0.37% comparativ cu valoarea de la finele anului 2015.
- În ultima lună din 2016 EUR/RON a consemnat un nivel mediu de 4.5173 (cel mai ridicat din ultimele șase luni), în creștere cu 0.16% lună/lună și cu 0.30% an/an.

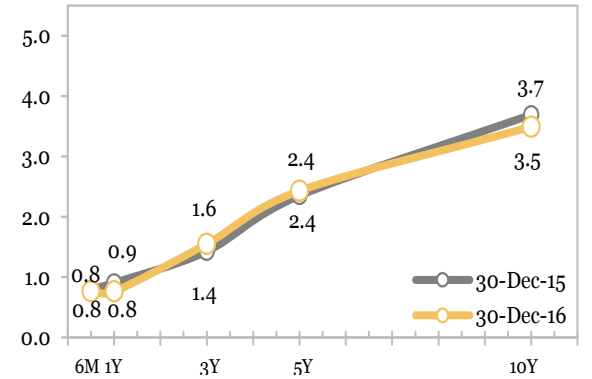
**PIAȚA BURSIERĂ**

- Bursa a continuat să crească în decembrie, pe fondul unei de optimism din piețele externe și a semnalelor economice și politice interne (evitarea unei crize politice). Indicele general BET a urcat cu 3.7%, la 7,085.1 puncte (avans cu 1.2% în 2016).

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

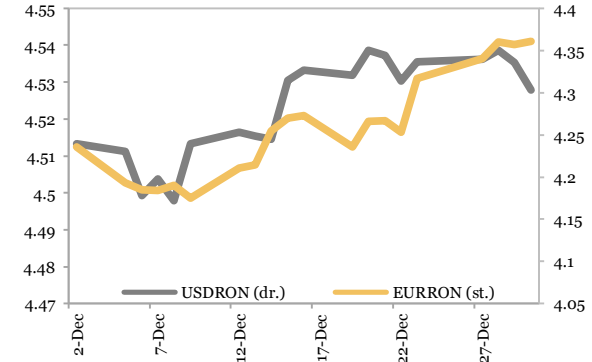


curba randamentelor România sursa: Bloomberg

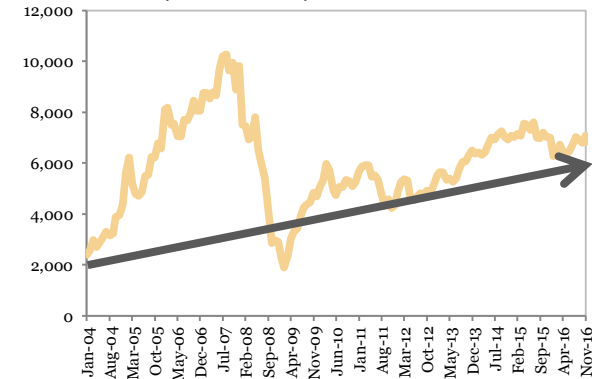


licitații M. Finanțe (decembrie) sursa: M. Finanțe	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield
RO1522DBN056	345.0	19-Dec-2022	3.15
RO1620DBN017	575.0	26-Feb-2020	1.97
RO1521DBN041	499.6	22-Mar-2021	2.47
RO1617CTN0H4	356.0	24-Mai-2017	0.76

cursul de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



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



## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

### ECONOMIA REALĂ SUA

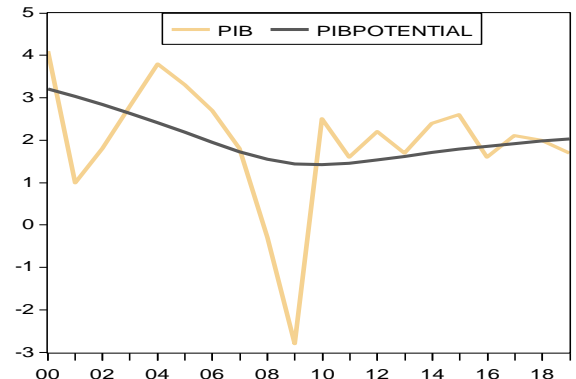
- Prognozele pe termen mediu pentru prima economie a lumii au fost actualizate prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (atât din SUA, dar și din plan global).
- Continuăm să ne așteptăm la un ritm apropiat de potențial în orizontul 2017-2019 (aspect reflectat în primul grafic alăturat), într-o evoluție influențată de ciclul monetar post-criză și de perspectiva derulării unor măsuri de relaxare fiscal-bugetară.
- Subliniem faptul că se creionează perspectiva unei aterizări normale a ciclului economic post-criză pe finalul deceniului, mai ales în absența implementării unor reforme structurale de anvergură.
- Pentru 2017 previzionăm accelerarea PIB-ului (ritm anual de 2.1%), pe fondul redinamizării investițiilor productive (2.4% an/an) (după evoluția nefavorabilă din 2016, influențată de contextul electoral). De asemenea, ne așteptăm la consolidarea dinamicii consumului privat (2.4% an/an) în acest an, aspect semnalat de dinamica recentă a încrederii consumatorilor (la cumpăna dintre ani s-a atins maximul din 2004).
- În perioada 2017-2019 economia ar putea crește cu un ritm mediu anual de 1.9%, într-o evoluție determinată de redinamizarea investițiilor productive (2.8% an/an) și de consolidarea climatului favorabil în sfera consumului populației (2.2% an/an).
- Pentru consumul public prognozăm un avans cu 0.6% an/an în următorii trei ani.
- Pe de altă parte, cererea externă netă va continua să contribuie negativ la dinamica anuală a PIB în intervalul 2017-2019, dat fiind că previzionăm o creștere a importurilor cu un ritm mai puternic decât exporturilor (3.2% vs. 2.6%).
- În ceea ce privește piața forței de muncă ne așteptăm la consolidarea climatului favorabil în trimestrele următoare: rata medie anuală a șomajului ar putea să scadă de la 4.9% în 2016 la 4.7% în 2017. Pentru 2018-2019 previzionăm o creștere ușoară a acestui indicator (nivel mediu anual de 4.9%), în contextul apropierei de final a ciclului economic.
- Subliniem faptul că vom actualiza acest scenariu central în perioada următoare, prin incorporarea deciziilor și semnalelor de politică economică ale Administrației Trump.
- Considerăm că riscurile privind dinamica economiei SUA pe termen mediu constau în: mix-ul de politici economice; evoluțiile macro-financiare din Zona Euro și China; tensiunile geo-politice globale.

### ZONA EURO

- Am revizuit scenariul central de previziune pe termen mediu, prin incorporarea evoluțiilor recente ale indicatorilor macro-financiar (din regiune și din sfera globală). Conform noilor prognoze ciclul economic post-criză va continua în anii următori, însă dinamica anuală a PIB-ului va decelera, după ritmul estimat la 1.9% în 2016. Practic, ne așteptăm la convergența dinamicii PIB spre potențial pe termen mediu, după cum se poate observa și în al treilea grafic din partea dreaptă.
- În acest scenariu PIB-ul va crește cu un ritm mediu anual de 1.7% în intervalul 2017-2019, într-o evoluție determinată de contribuția cererii interne, susținută de politica monetară acomodativă a BCE și marja de manevră din sfera fiscal-bugetară (după un amplu proces de consolidare, care a condus la atenuarea ponderii deficitului bugetar în PIB spre nivelul minim din 2007, conform datelor Eurostat).
- Astfel, consumul privat (principala componentă a PIB) ar putea consemna un avans cu 1.5% an/an pe termen mediu, în atenuare după dinamica de 1.8% din 2015-2016, dat fiind că ne așteptăm la menținerea unui grad ridicat de prudență în sfera populației și la lansarea unui nou ciclu monetar de către Banca Centrală Europeană (în 2018).
- De asemenea, considerăm că dinamica investițiilor productive va decelera spre 2.6% an/an în perioada 2017-2019, pe fondul perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice (finalul politicii monetare relaxate fără precedent).
- Consumul public ar putea crește cu o dinamică medie 1.9% an/an pe termen mediu.
- În sfera cererii externe nete ne așteptăm ca importurile să prezinte o dinamică mai puternică decât exporturile în intervalul 2017-2019 (3.5% an/an vs. 3% an/an).
- Continuarea ciclului post-criză va contribui la consolidarea climatului pozitiv pe piața forței de muncă: rata medie anuală a șomajului s-ar putea reduce de la 10.2% în 2016, la 9.5% în 2017, 9.1% în 2018, respectiv 8.9% în 2019.
- Factorii de risc pentru dinamica economiei Zonei Euro pe termen mediu constau în: evoluțiile macro-financiare globale; provocările din sfera construcției europene (instituționale, bancare, tergiversarea reformelor); terorismul; migrația.

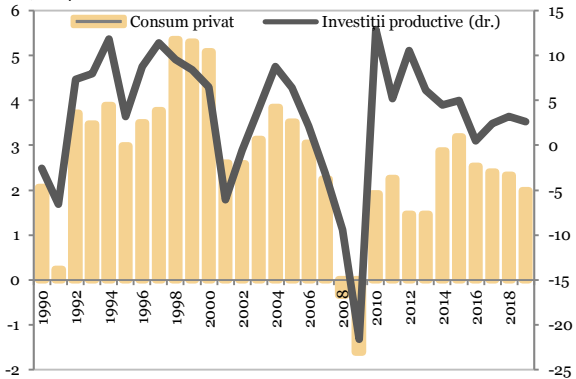
### PIB vs. PIB potențial în SUA (% an/an)

sursa: Departamentul Comerțului din SUA, previziuni BT



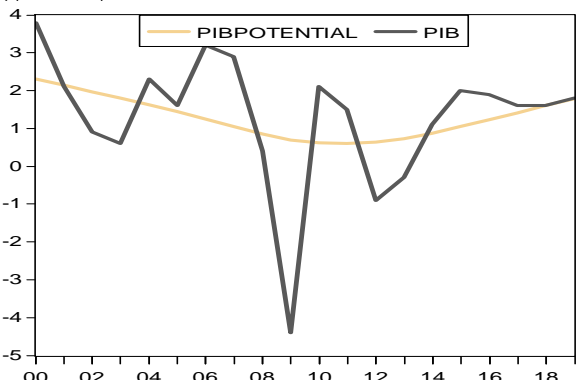
### consum privat vs. investiții productive în SUA

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



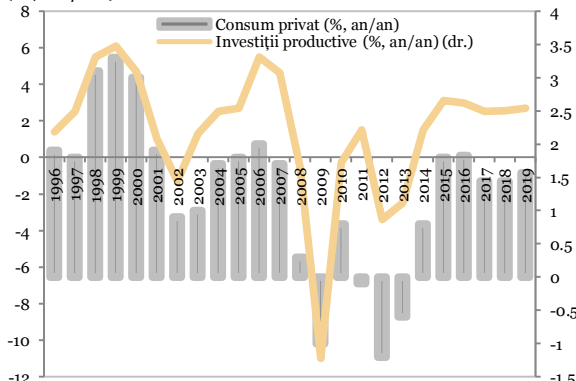
### PIB vs. PIB potențial în Zona Euro (% an/an)

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

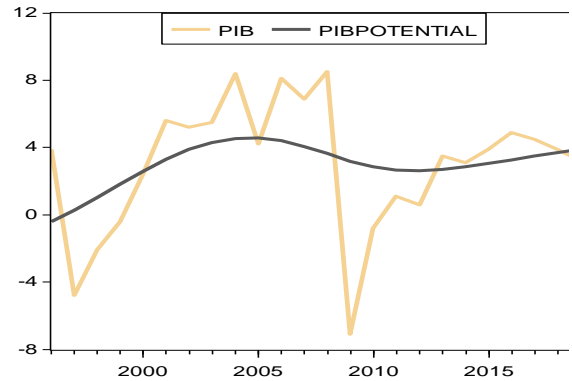




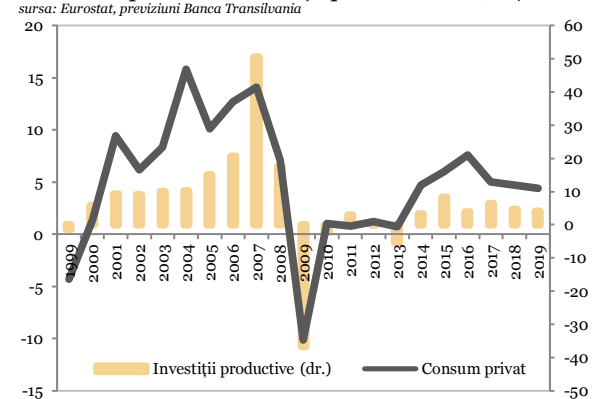
## ROMÂNIA

- Evoluțiile macro-financiare externe și interne din ultimele săptămâni au confirmat, în linii mari, scenariul macroeconomic central BT prezentat în cadrul Raportului Macroeconomic lunar anterior.
- Am încorporat aceste evoluții (inclusiv datele semidefinite privind dinamica PIB din 2015, dar și estimările provizorii (2) aferente trimestrului III 2016) și am revizuit ușor (în sus) prognozele pe termen mediu pe economia României.
- Acest scenariu are încorporate măsurile din Noul Cod Fiscal intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2017 (reducerea cotei generale de TVA la 19%, eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți), precum și deciziile de politică economică recente (din SUA, Zona Euro și România).
- Conform noilor previziuni economia României va decelera pe termen mediu, în convergență către ritmul potențial (aspect reflectat în primul grafic din partea dreaptă), după ce în 2016 a atins vârful ciclului economic post-criză (ritm estimat la 4.9% an/an).
- Considerăm că dinamica economiei interne în trimestrele următoare va fi puternic influențată de perspectivele de modificare a mix-ului de politici economice, cu impact asupra costurilor de finanțare.
- În acest scenariu PIB-ul ar putea crește cu ritmuri an/an de 4.3% în 2017, 3.9% în 2018, respectiv 3.2% în 2019, într-o evoluție determinată de contribuția cererii interne.
- Astfel, pentru investițiile productive (motorul economiei) ne așteptăm la accelerare pe termen mediu (dinamici medii anuale de 6.3% în 2017, 4.5% în 2018 și 4% în 2019), evoluție susținută de o serie de factori: semnalele de accelerare din economia mondială și de consolidare în plan european; momentul pozitiv din sfera consumului privat; eliminarea taxei pe construcții speciale; perspectiva finalului perioadei banilor ieftini.
- Pe de altă parte, pentru consumul privat previzionăm o decelerare (normalizare) pe termen mediu: ritmuri an/an de 5% în 2017, 4.7% în 2018, respectiv 4.4% în 2019. În acest scenariu principala componentă a PIB va fi susținută de consolidarea venitului real disponibil al populației (pe fondul ameliorării climatului din piața forței de muncă); nivelul accesibil al costurilor de finanțare și relansarea creditării.
- De asemenea, consumul public ar putea contribui pozitiv la dinamica anuală a economiei pe termen mediu, însă ritmul de creștere previzionat este mai redus (1.5% an/an), dat fiind spațiul limitat de manevră din sfera politicii fiscal-bugetare.
- Pe de altă parte, ne așteptăm la o contribuție negativă a cererii externe nete la ritmul anual de evoluție a PIB pe termen mediu. Astfel, exporturile ar putea decelera spre un ritm mediu anual de 5.7% în perioada 2017-2019, evoluție influențată de provocările din Uniunea Europeană, dar și de perspectivele de deteriorare a competitivității internaționale. Pe de altă parte, pentru importuri previzionăm o dinamică medie anuală de 6.8%, evoluție determinată de perspectiva accelerării ușoare a investițiilor productive și de consolidare a consumului privat.
- Nu în ultimul rând, în sfera pieței forței de muncă previzionăm continuarea climatului pozitiv pe termen mediu. După cum se poate nota și în ultimul grafic alăturat, rata medie anuală a șomajului ar putea să scadă spre 5.5% în 2019 (nivelul minim de la începutul anilor 1990).
- Atragem atenția cu privire la incertitudinile de politică economică pe termen scurt, din SUA (la începutul Administrației Trump), Zona Euro (în contextul electoral din Germania și Franța din 2017) și România (construcția bugetară pe acest an, deciziile din sfera politicii de venituri, ritmul reformelor structurale).
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu central menționăm: climatul macro-financiar global și european; mix-ul intern de politici economice și alte decizii post-electorale care pot afecta încrederea investitorilor; tensiunile geo-politice.

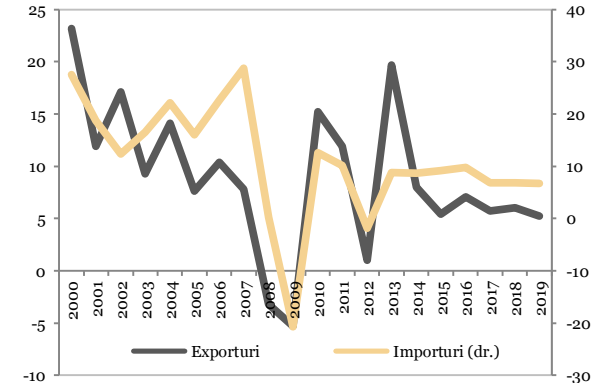
PIB vs. PIB potențial (% an/an) sursa: Eurostat, estimări și previziuni Banca Transilvania



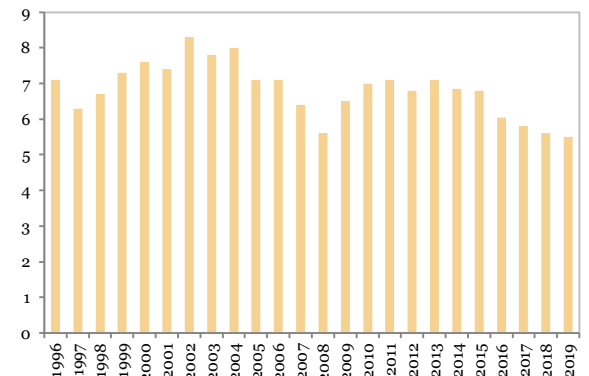
consumul privat vs. investiții productive (% an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



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



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



## ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Prin incorporarea evoluțiilor din economia reală și din piețele financiare din ultimele săptămâni am revizuit previziunile pe termen mediu pentru dinamica inflației (componenta core, indicatorul PCE, monitorizat de Rezerva Federală).
- Astfel, după cum se poate observa și în cadrul primului grafic alăturat, noile previziuni indică perspectiva continuării tendinței ascendente pentru dinamica anuală a inflației core pe termen mediu.
- Acest indicator ar putea consemna valori medii anuale de 2% în 2017, 2.1% în 2018 și 2% în 2019, cele mai ridicate niveluri din 2007-2008 (în accelerare de la 1.7% în 2016).
- Această prognoză, coroborată cu perspectiva consolidării tendinței ascendente pentru cotațiile internaționale la țitei exprimă premise de convergență a inflației generale spre nivelul țintit de banca centrală (2% an/an) în trimestrele următoare.
- Date fiind aspectele de mai sus și premisele de consolidare a climatului favorabil din piața forței de muncă ne așteptăm ca Rezerva Federală să continue ciclul monetar post-criză în perioada următoare.
- La ședința din decembrie FED a semnalat posibilitatea majorării ratei de dobândă de referință de trei ori cu câte 25 puncte bază în 2017. Cu toate acestea, considerăm că ritmul ciclului monetar este dependent de perspectivele privind dinamica PIB-ului (inclusiv în raport cu potențialul), inflației și a climatului din piețele financiare internaționale. La rândul lor, aceste perspective vor fi influențate și de deciziile de politică economică ale Administrației Trump.

## ZONA EURO

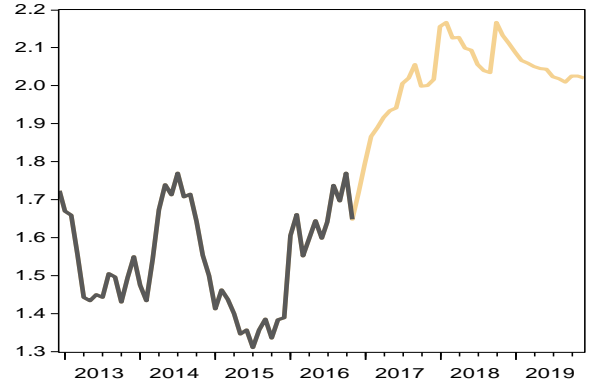
- Am actualizat scenariul central de previziune pentru dinamica prețurilor de consum din regiune pe termen mediu, prin introducerea în modelare a evoluțiilor macro-financiare recente (globale și regionale), precum și a fluctuațiilor din piețele internaționale de materii prime.
- Conform noilor prognoze inflația core (bază, care exclude elementele volatile) va continua tendința ascendentă din perspectiva termenului mediu (aspect semnalat în al doilea grafic din partea dreaptă). Astfel, nivelul mediu anual al inflației core ar putea crește de la 0.9% în 2016 la 1.2% în 2017, 1.6% în 2018, respectiv 2% în 2019.
- Cu alte cuvinte, ne așteptăm la convergența dinamicii anuale a prețurilor de consum către ținta Băncii Centrale Europene (2% an/an).
- Perspectivele de accelerare a inflației și de continuare a ciclului post-criză în economia reală pe termen mediu contribuie la creșterea probabilității ca BCE să inițieze un nou ciclu monetar din 2018. De altfel, entitatea a semnalat recent că este pregătită să iasă din politica monetară relaxată fără precedent în 2017 (volumului lunar al cumpărărilor de active se va reduce din luna aprilie, iar acest program s-ar putea termina în acest an).

## ROMÂNIA

- După incorporarea evoluției prețurilor de consum din decembrie și a dinamicii recente a indicatorilor macro-financiar (globali, europeni și interni) (inclusiv a evoluției cotațiilor internaționale la materii prime) am revizuit previziunile pe termen mediu privind inflația.
- Conform noului scenariu central dinamica medie anuală a inflației (pe indicele armonizat UE) va converge gradual spre ținta Băncii Naționale a României: niveluri de 1.8% în 2017, 2.5% în 2018, respectiv 2.6% în 2019 (aspect reflectat în ultimul grafic alăturat). Scenariul ia în considerare măsurile intrate în vigoare de la 1 ianuarie: reducerea cotei TVA de la 20% la 19% și eliminarea accizei suplimentare la carburanți.
- Perspectivele de consolidare a ciclului post-criză din economia reală și de accelerare a dinamicii prețurilor de consum contribuie la creșterea probabilității ca BNR să majoreze rata de dobândă de politică monetară începând din acest an.
- Acest scenariu este susținut și de semnalele recente din sfera politicii fiscal-bugetare și a politicii de venituri pe plan intern și de contextul extern (perspectiva accelerării ciclului monetar post-criză în SUA și finalul politicii monetare relaxate în Zona Euro).
- Astfel, nu excludem posibilitatea ca BNR să majoreze rata de dobândă de politică monetară cu 1 punct procentual în 2017. De asemenea, banca centrală ar putea continua procesul de convergență către valorile din Zona Euro pentru nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit. Nu în ultimul rând, pentru coridorul de dobândă considerăm o probabilitate mai ridicată pentru îngustarea de la 1.5 puncte procentuale la 1.25 puncte procentuale în 2017.

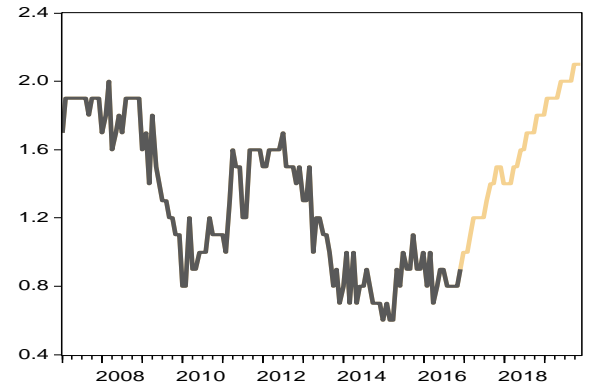
inflația core în SUA (% , an/an)

sursa: FED, previziuni Banca Transilvania



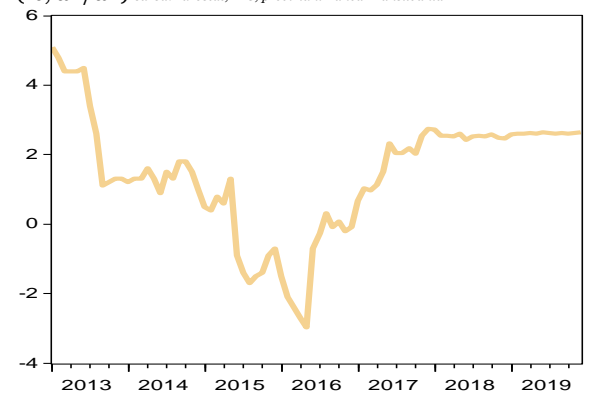
dinamica prețurilor de consum bază/core în Zona Euro (% , an/an)

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în România (IAPC)

(% , an/an) sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



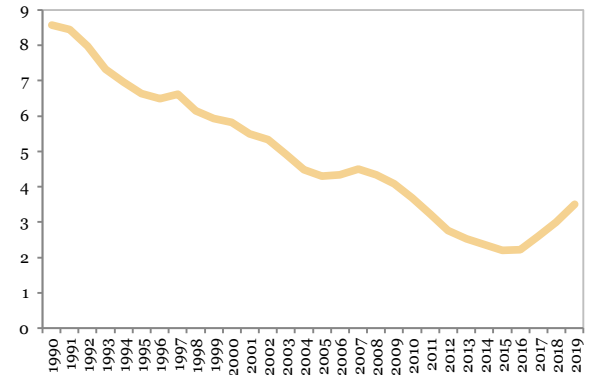
## PIEȚELE FINANCIARE SUA

- Pentru perioada următoare ne așteptăm ca piețele financiare să reacționeze îndeosebi la deciziile de politică economică din principalele blocuri economice ale lumii (SUA, Zona Euro și China) și la sezonul de raportări financiare trimestriale pe T4 2016. Totodată, evoluțiile din sfera geo-politică și ale cotațiilor internaționale la materii prime vor avea impact asupra orientării fluxurilor de capital pe piața financiară.
- În SUA piața financiară așteaptă conturarea politicii economice a Administrației Trump. În funcție de deciziile de politică fiscal-bugetară și de politică de venituri din perioada următoare FED ar putea reacționa: intensificarea ciclului monetar post-criză dacă semnalele de relaxare a politicii fiscal-bugetare și de implementare de ample programe de investiții publice se vor concretiza.
- Subliniem faptul că, recent, s-au acumulat semnale de accelerare a dinamicii PIB și a inflației (cătore ținta FED), într-un context caracterizat prin consolidarea climatului pozitiv pe piața forței de muncă (rata șomajului se situează în apropiere de minimele istorice) și prin stabilitate pe piețele financiare.
- Astfel, FED a semnalat posibilitatea unei creșteri mai agresive a ratei de dobândă de politică monetară în trimestrele următoare. Totodată, au fost lansate discuții privind posibilitatea reducerii graduale a volumului activelor FED (după implementarea celor trei runde de **quantitative easing**).
- Altfel spus, în acest moment este ridicată probabilitatea ca tendința de majorare a costurilor de finanțare (manifestată în ultimele luni) să continue. În scenariul central BT rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economia mondială) ar putea testa nivelul de 4% în trimestrele următoare (2018), după cum se poate nota în primul grafic alăturat.
- Pe piața de capital ne așteptăm la consolidare în perioada următoare (maturitatea ciclului bursier inițiat în 2009), într-o evoluție influențată de: finalul perioadei banilor ieftini (creșterea costurilor de finanțare, cu impact asupra profiturilor companiilor), excesul de lichiditate, perspectiva convergenței între rata de dobândă la 10 ani și randamentul rezultatelor (aspect reflectat în al doilea grafic din partea dreaptă), nivelul ridicat al indicatorilor de evaluare (după cum se poate nota în al treilea grafic alăturat).
- Estimăm că nivelul primei de risc pe piața de acțiuni se va menține ridicat (ultimul grafic alăturat), mai ales dacă nu vom asista la: ameliorarea factorului total de productivitate; redinamizarea investițiilor private (nerezidențiale); o Nouă Revoluție tehnologică; reconfigurarea Arhitecturii Financiare Internaționale.
- Nu în ultimul rând, ciclul monetar post-criză și premisele de accelerare pe economia SUA sunt factori care susțin perspectiva consolidării dolarului (în zona maximelor din prima parte a anilor 2000) pe termen scurt.

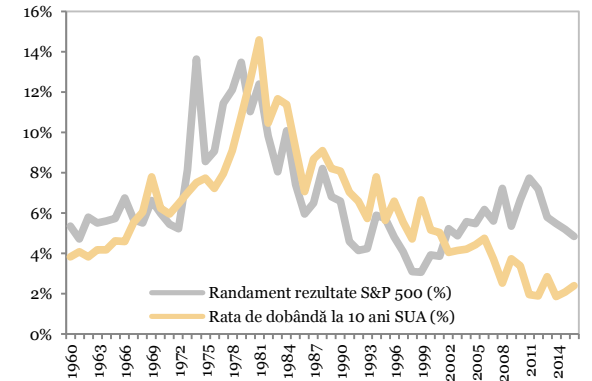
## ZONA EURO

- În scenariul central ne așteptăm ca piața financiară să fie influențată pe termen scurt de: climatul din piețele globale, știrile macroeconomice regionale (inclusiv cele privind perspectivele de politică monetară, dar și viitorul Uniunii Europene după referendumul britanic), contextul electoral din Germania și Franța, informațiile companiilor (inclusiv raportările trimestriale, dar și cele privind situația sectorului bancar), dinamica cotațiilor internaționale la țigări și alte materii prime.
- Pe piața monetară ne așteptăm ca ratele de dobândă să se consolideze în zona minimelor istorice în 2017, pe fondul semnalelor lansate de Banca Centrală Europeană (continuarea politicii monetare relaxate fără precedent până la final de an).
- Pe de altă parte, ratele de dobândă pe piața titlurilor de stat ar putea crește în trimestrele următoare, pe fondul majorării costurilor de finanțare în plan global (în contextul perspectivelor pentru curba randamentelor din Statele Unite).
- Consolidarea ciclului economic post-criză, nivelul redus al costurilor de finanțare din regiune și excesul de lichiditate sunt factori pozitivi pentru piața de acțiuni din regiune. Cu toate acestea, subliniem faptul că o traiectorie ascendentă pe bursele europene este condiționată de un climat benign pe piețele globale și de intensificarea procesului de integrare economică în regiune.
- Perspectiva finalului politicii monetare relaxate fără precedent și a convergenței graduale către Statele Unite exprimă premise de schimbare de tendință pentru moneda unică europeană (din descendentă în ascendentă) în trimestrele următoare.

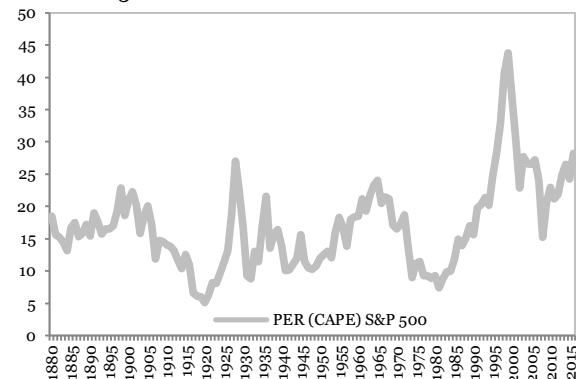
rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani în SUA sursa: previziuni BT, pe baza datelor Bloomberg



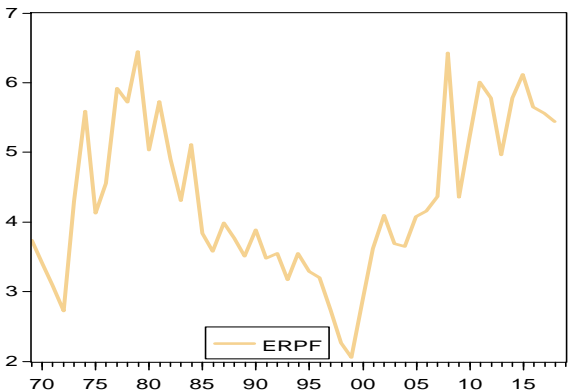
randament rezultate S&P 500 vs. rata de dobândă la 10 ani în SUA sursa: Damodaran, prelucrări BT



PER S&P 500 sursa: R. Shiller



prima de risc pe piața de acțiuni (ERP) SUA sursa: estimări și previziuni BT, pe baza datelor Damodaran, FED, Bloomberg



## ROMÂNIA

- Ne așteptăm ca în perioada următoare economia financiară să reacționeze la evoluțiile macro-financiare internaționale și la știrile economice și politice interne.
- Am actualizat scenariul central de previziune pe termen mediu pentru dimensiunea financiară a economiei, prin incorporarea evoluțiilor recente (globale, europene și interne).
- Din perspectiva macroeconomică ne așteptăm la o modificare a mix-ului de politici economice, atât în Statele Unite, dar și în Uniunea Europeană, în sensul unei intervenții mai puternice a statului în economie.
- În acest context, previzionăm continuarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare (inițiată în a doua jumătate a anului 2016) în economia mondială.
- Pe plan intern ne așteptăm ca inflexiunea dinamicii anuale a prețurilor de consum, coroborată cu măsurile de relaxare fiscal-bugetară într-o perioadă în care economia evoluează la un ritm peste potențial să determine banca centrală să lanseze un nou ciclu monetar în 2017.
- Prin urmare, pe piața monetară prognozăm o creștere graduală a ratelor de dobândă în trimestrele următoare.
- De asemenea, previzionăm o deplasare în sus a curbei randamentelor, pe fondul perspectivelor din piețele internaționale de titluri de stat, dar și a accelerării dinamicii PIB-ului nominal pe plan intern.
- Conform scenariului actualizat rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) ar putea crește de la 3,3% în 2016 (nivel minim istoric) la 4% în 2017, 4,2% în 2018, respectiv 4% în 2019.
- Pentru luna ianuarie 2017 Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă în volum de 3.4 miliarde RON (din care 1 miliard RON prin certificate de trezorerie), în creștere cu 92.3% față de cel realizat în decembrie 2016.
- Per ansamblu, în 2017 statul ar putea lansa emisiuni în volum de 51 miliarde RON pe piața internă și de 3 miliarde EUR prin euro-obligațiuni, pentru a acoperi necesarul de finanțare estimat la aproximativ 9% din PIB.
- Previziunile pentru economia reală pe termen mediu și perspectiva ca BNR să inițieze ciclul monetar post-criză înainte de Banca Centrală Europeană sunt factori care ar putea determina o scădere a cursului EUR/RON.
- Conform scenariului macro-econometric central actualizat nivelul mediu anual EUR/RON ar putea să scadă de la 4.49 în 2016 la 4.46 în 2017, 4.32 în 2018, respectiv 4.25 în 2019.
- Pentru piața de acțiuni ne așteptăm la evoluții dependente, în principal, de climatul din piețele internaționale. Subliniem însă faptul că listarea Hidroelectrică ar putea contribui la promovarea în categoria piețelor emergente, cu impact pozitiv pentru dimensiunea financiară a economiei și efecte de propagare pentru procesul de dezvoltare economică.
- Factorii de risc pentru dinamica economiei financiare pe termen scurt și mediu constau în: evoluțiile macro-financiare internaționale (globale, europene); mix-ul de politici economice din plan intern; fluctuațiile din piețele internaționale de materii prime; tensiunile geo-politice regionale.

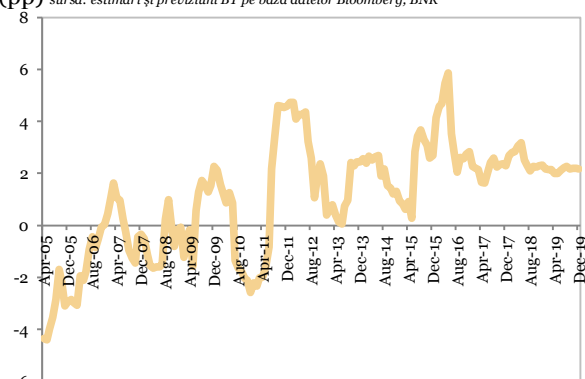
Licitații M. Finanțe (ianuarie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
05-Ian-2017	575	Titluri	25-Feb-2019
09-Ian-2017	500	Certificate	10-Ian-2018
12-Ian-2017	575	Titluri	26-Feb-2020
16-Ian-2017	345	Titluri	19-Dec-2022
19-Ian-2017	500	Certificate	02-Aug-2017
23-Ian-2017	575	Titluri	22-Mar-2021
26-Ian-2017	345	Titluri	26-Iul-2027

Titluri de stat în circulație <small>sursa: BNR</small>	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1617CTNo90	1,006.2		Mai-17
RO1718CTNo13	488.0		Ian-18
RO1519DBNo37	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1521DBNo41	8,114.4	3.25	Mar-21
RO1425DBNo29	8,029.2	4.75	Feb-25

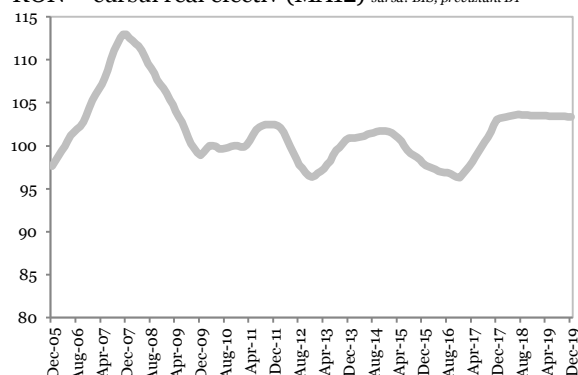
### previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.3384	4.46	4.5565	4.43
2018	4.1627	4.32	4.5441	4.28
2019	4.0204	4.25	4.5647	4.20

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



### RON – cursul real efectiv (MA12) 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 [accesează AICI](#)
  - depozite – persoane juridice [accesează AICI](#)
  - cursuri case de schimb [accesează AICI](#)
  - titluri de stat și eurobonduri [accesează AICI](#)
- 
- tranzaționare 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 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/).