

Evoluții macroeconomice recente

- Indicatorii avansați s-au ameliorat pe final de 2016 (**anul inflexiunii costului de oportunitate în economia mondială**), pe fondul re poziționării în sfera așteptărilor, în tranziția spre un nou mix de politici economice pe plan global.
- În SUA unii indicatori de încredere au atins recent nivelul de dinainte de Marea Recesiune, dar companiile așteaptă primele decizii de politică economică ale Administrației Trump înainte de a relua investițiile.
- Zona Euro culege roadele Guvernanței post-criză – ritmul de relansare s-a consolidat recent în apropiere de cel potențial, după cum se poate nota în primul grafic alăturat.
- În România evoluțiile macroeconomice recente confirmă faptul că populația și companiile au învățat lecțiile Marii Recesiuni. 2016 a fost anul de vârf al ciclului post-criză, iar analiza primului deceniu de apartenență la UE indică faptul că România a fost campioana convergenței economice (dintre țările Europei Centrale și de Est).
- În sfera economiei financiare așteptările privind dinamica prețurilor de consum s-au majorat în perioada recentă, evoluție influențată și de inflexiunea cotațiilor la țitei (pe fondul acordului OPEC). FED a continuat să majoreze rata de dobândă, iar BCE a semnalat un nou ciclu monetar începând din 2018. Pe piața financiară rotația capitalului a determinat creșterea burselor (indicii din SUA au atins noi maxime) și continuarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare în economia mondială,

Scenariul macroeconomic central

- Am menținut previziunile privind economia reală a României pe termen mediu (perioada 2016-2019). Vom revizui acest scenariu macroeconomic central după ce se vor comunica deciziile de politică fiscal-bugetară și de politică de venituri (de către Noul Guvern), cel mai probabil în luna ianuarie 2017 (când vom incorpora și datele semidefinite privind dinamica PIB din 2015 și estimările provizorii (2) cu privire la ritmul economiei din T3 2016).
- Conform scenariul curent economia internă a crescut cu aproximativ 5% an/an în 2016, evoluție susținută de mix-ul relaxat de politici economice. Pentru perioada 2017-2019 ne așteptăm la temperarea dinamicii anuale a PIB (după cum se poate nota în tabelul de mai jos), în convergență către ritmul potențial, pe fondul perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice (majorarea costurilor de finanțare). Previzionăm o dinamică a investițiilor productive superioară celei a consumului privat, dar și convergența ritmurilor de evoluție a exporturilor și importurilor.
- În sfera economiei financiare am majorat previziunile pentru rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani și pentru cursul EUR/RON, prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (externe și interne).
- Considerăm că factorii de risc asociați acestui scenariu central sunt: climatul macroeconomic și financiar internațional (SUA, China, Zona Euro); deciziile de politică economică pe plan intern; tensiunile geo-politice globale și regionale.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	165.2	176.6	193.0	206.3
PIB real (% an/an)	3.9	5.0	4.3	3.8	3.0
Consum privat (% an/an)	6.0	7.2	4.0	3.9	3.6
Investiții productive (% an/an)	8.3	5.2	6.7	5.4	4.2
Consum public (% an/an)	0.1	1.6	0.4	1.1	0.5
Exporturi (% an/an)	5.4	7.2	6.3	5.9	5.5
Importuri (% an/an)	9.2	9.2	5.8	6.2	6.1
Rata șomajului (%)	6.8	6.2	5.8	5.5	5.5
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.0	1.8	2.8	2.8
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	2.75	3.75	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	2.5	2.5	1.5	1.3
Datoria publică (% PIB)	38.0	38.3	37.3	34.6	32.9
Contul curent (% PIB)	-1.1	-2.5	-3.0	-3.0	-3.3
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	3.9	4.4	4.2
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.46	4.35	4.32

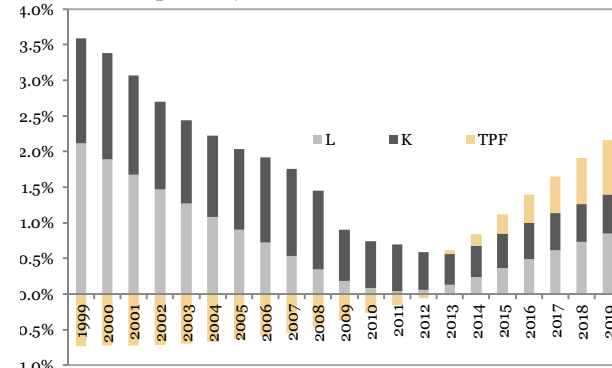
Sursa: INS, Eurostat, Comisia Europeană, AMECO, previziuni Banca Transilvania

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	4.4	-
rata inflației IPC	Noi-2016	-0.67	-
rata șomajului	Oct-2016	-	5.8
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

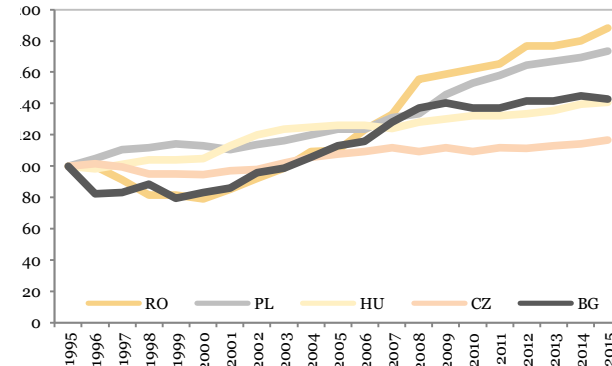
Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

PIB potențial în Zona Euro (% an/an) (contribuția factorilor de producție) sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat



PIB/locuitor (real, PPC, % Zona Euro, 1995=100)

sursa: Eurostat, prelucrări BT



calendar macroeconomic decembrie 2016

instituție	data	indicator
BNR	2 Dec	Rezervele internaționale (Noi)
INS	5 Dec	Comerțul cu amănuntul (Oct)
INS	5 Dec	Turismul (Oct)
INS	6 Dec	Dinamica PIB (T3 2016, P1)
INS	6 Dec	Investițiile nete în economie (T3 2016)
INS	6 Dec	Costul unitar al muncii (T3 2016)
INS	6 Dec	Construcțiile de locuințe (T3 2016)
INS	9 Dec	Salariul mediu net (Oct)
INS	12 Dec	Comenzile noi în industrie (Oct)
INS	12 Dec	Balanța comercială cu bunuri (Oct)
INS	12 Dec	Dinamica prețurilor de consum (Noi)
INS	13 Dec	Sectorul de construcții (Oct)
INS	14 Dec	Producția industrială (Oct)
BNR	14 Dec	Balanța de plăți (Oct)
INS	20 Dec	Dinamica PIB (2015)
INS	22 Dec	Locurile de muncă (T3 2016)
BNR	23 Dec	Indicatorii monetari (Noi)
INS	28 Dec	Tendințe în economie (Dec16-Feb 17)

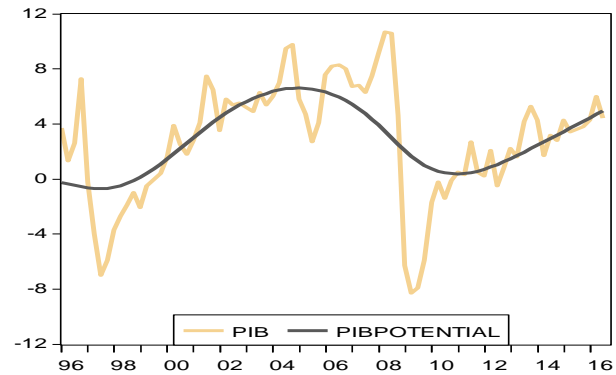
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

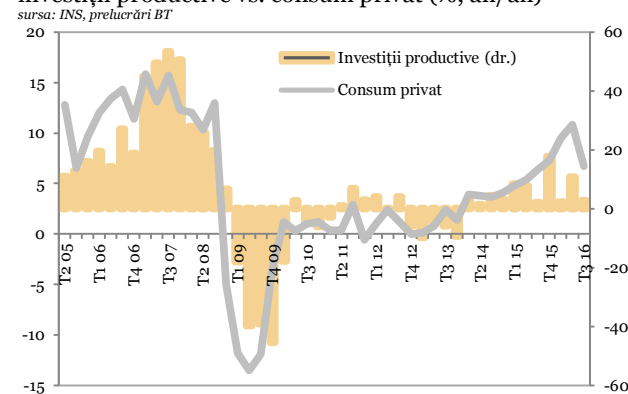
ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Estimările provizorii (1) comunicate de Institutul Național de Statistică (INS) confirmă datele preliminare, dar și scenariul central BT: **dinamica economiei** s-a temperat în T3, pe fondul normalizării cererii interne și echilibrării exportului net.
- PIB-ul a crescut cu 0.6% trimestru/trimestru în T3, cel mai redus ritm din T2 2015.
- În dinamică an/an economia internă a decelerat la 4.4% în T3, de la 6% în T2: cererea internă a contribuit cu 4.6 puncte procentuale, contrabalansând contribuția negativă a cererii externe nete (cu -0.2 puncte procentuale).
- Se notează temperarea ritmului anual al investițiilor productive (de la 10.7% în T2 la 2.8% în T3), pe fondul creșterii gradului de prudență în sfera companiilor, dată fiind acumularea de provocări macro-financiare, globale (semnale de final de ciclu în SUA), europene (votul pro-Brexit de la referendumul britanic din 23 iunie) și interne (incertitudini privind mix-ul de politici economice după alegerile generale).
- Totodată, dinamica anuală a consumului privat (principala componentă a PIB) a decelerat de la 10.8% în T3 la 6.7% în T2, evoluție determinată de disiparea impactului reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație și de un grad mai ridicat de prudență la nivel de populație (de altfel, rata de economisire a depășit nivelul mediu din Zona Euro), deși dinamica anuală a salariului real s-a consolidat la 14% în T3 2016.
- Consumul public a avut o contribuție benignă, iar stocurile au contribuit cu -0.2 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB în T3 2016.
- În sfera cererii externe nete se observă un proces de echilibrare (atenuarea decalajului dintre dinamica exporturilor și ritmul importurilor), determinat de intensificarea prudenței pe plan intern și de consolidarea relansării economice europene. Exporturi au urcat cu 6.3% an/an, iar importurilor au crescut cu 6.7% an/an.
- Analiza dimensiunii ofertei agregate confirmă poziția IT&C de vedetă a economiei – avans cu 15.1% an/an în T3. Ramura comerț, reparare auto-moto, transport & depozitare, HORECA a crescut cu 11% an/an, sub influența mix-ului relaxat de politici economice, iar ramura activități profesionale, științifice și tehnice/activități de servicii administrative și activități de servicii suport a consemnat un avans de 7.8% an/an.
- Sectorul primar, industria și construcțiile au urcat an/an cu 2%, 1.8% și 2.8% în T3.
- Astfel, la nouă luni din 2016 PIB-ul intern a crescut cu 4.9% an/an, pe fondul contribuției cererii interne (6.2 puncte procentuale), susținută de reducerea cotelor TVA, nivelul redus al costurilor de finanțare și redinamizarea creditării, majorarea salariilor, ameliorarea bilanțurilor firmelor și relansarea economiei UE.
- Investițiile productive s-au majorat cu 5.3% an/an, evoluție influențată de momentul favorabil din sfera consumului privat și de relansarea economică europeană.
- Consumul privat a crescut cu 8.9% an/an (contribuție de 5.6 puncte procentuale la ritmul PIB), ca urmare a majorării veniturilor populației și relansării creditării.
- Nu în ultimul rând, consumul public a avut o contribuție de 0.3 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB în primele nouă luni ale anului curent.
- Pe de altă parte, cererea externă netă a contribuit cu -1.3 puncte procentuale la ritmul anual al PIB: importurile și exporturile au crescut an/an cu 9.9% respectiv 6.8%.
- Din perspectiva ofertei agregate sectorul primar, industria și construcțiile au crescut an/an de 4.1%, 1.8%, respectiv 3.9%. Se notează IT&C (cu 13.7% an/an) și ramura comerț, reparare auto-moto, transport și depozitare și HORECA (cu 11.9% an/an).
- Evoluțiile macroeconomice recente indică menținerea unei atitudini prudente în materie de consum și investiții, pe fondul provocărilor externe și în așteptarea alegerilor generale și a măsurilor din Noul Cod Fiscal pe plan intern.
- Astfel, **industria** a scăzut cu 0.1% an/an în octombrie, pe fondul incertitudinilor externe (cu impact în sfera industriei prelucrătoare) și a ajustărilor structurale din ramurile extractivă și energie. La zece luni din 2016 industria a crescut cu 1.2% an/an.
- Totodată, **construcțiile** s-au ajustat pentru a patra lună la rând în octombrie, cu 0.1% an/an, redinamizarea componente rezidențiale fiind contrabalansată de declinul segmentului inginerie civilă. În perioada ianuarie-octombrie 2016 acest sector intensiv în capital și forță de muncă a urcat cu doar 1.3% an/an.
- Nu în ultimul rând, **comerțul cu amănuntul** a decelerat la 7.9% an/an în octombrie (cel mai redus ritm din mai 2015), pe fondul disipării impactului reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație. La 10 luni din 2016 indicatorul a crescut cu 14.7% an/an, evoluție susținută de mix-ul relaxat de politici economice.
- În sfera cererii externe nete **exporturile și importurile** de bunuri au continuat tendința ascendentă, spre noi maxime: în perioada ianuarie-octombrie 2016 au crescut an/an cu 4.1% (la 47.8 miliarde EUR), respectiv cu 6.4% (la 55.7 miliarde EUR).

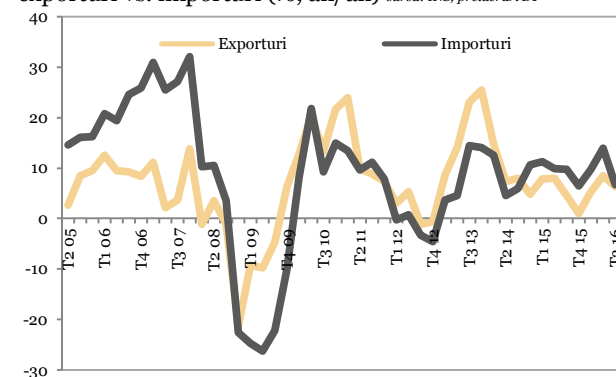
PIB vs. PIB potențial (% , an/an) sursa: Eurostat, INS, prelucrări BT



investiții productive vs. consum privat (% , an/an)

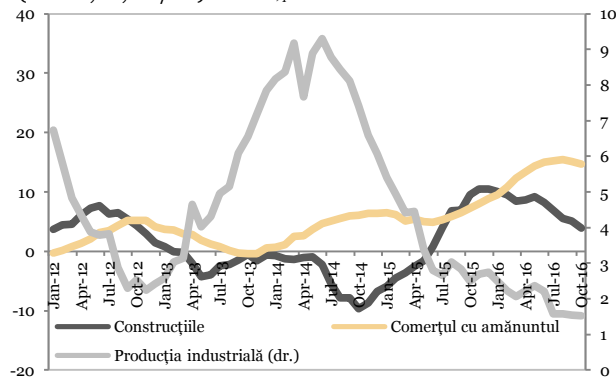


exporturi vs. importuri (% , an/an) sursa: INS, prelucrări BT



industria, construcțiile, comerțul cu amănuntul

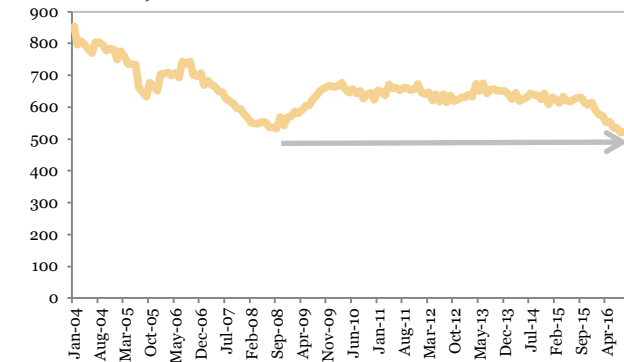
(MA12, % , an/an) sursa: INS, prelucrări BT



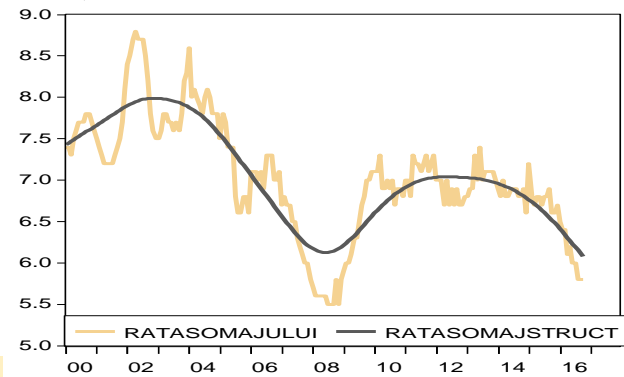
PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Climatul din **piața forței de muncă** s-a consolidat la începutul trimestrului IV din 2016, pe fondul semnalelor de normalizare în sfera cererii interne, dar și sub influența presiunilor salariale, persistenței asimetriilor structurale și redinamizării migrației.
- Astfel, deși a crescut marginal în octombrie (cu 0.14% lună/lună, la 522.5 mii) numărul de șomeri (15-74 ani) se menține în apropiere de minimele din toamna 2008.
- În dinamică an/an numărul șomerilor s-a redus cu 14.8% în octombrie și cu 12.1% la zece luni, pe fondul accelerării cererii interne și reducerii economiei informale.
- Rata șomajului a stagnat lună/lună la 5.8% în octombrie (nivelul minim de la finele anului 2008): componenta masculină la 6.6% (minimul din decembrie 2008); componenta feminină la 4.8% (cel mai scăzut nivel din martie 2009).
- Raportat la octombrie 2015 rata șomajului s-a redus cu 0.8 puncte procentuale, evidențiindu-se declinul componentei feminine (cu 1 punct procentual). Rata șomajului la bărbați s-a diminuat cu doar 0.7 puncte procentuale an/an.
- Prin urmare, în perioada ianuarie-octombrie 2016 rata medie a șomajului a scăzut cu 0.7 puncte procentuale an/an, la 6.1%. Componenta masculină s-a redus cu 0.6 puncte procentuale an/an la 6.9%, iar rata șomajului la femei s-a diminuat cu 0.8 puncte procentuale an/an la 5.1%.
- Considerăm că piața forței de muncă a fost influențată de-a lungul anului 2016 de factori precum: continuarea procesului investițional în cadrul ciclului post-criză; accelerarea consumului privat și reducerea economiei informale, cu impact asupra ramurilor ușoare ale economiei (aspect reflectat de declinul mai puternic al ratei șomajului la femei); redinamizarea migrației populației active (inclusiv între regiunile țării); majorarea salariilor; persistența asimetriilor structurale.
- Evoluțiile recente ale componentelor structurală și ciclică ale ratei șomajului (prezentate în al doilea grafic din dreapta) indică perspective de continuare a climatului pozitiv pe piața forței de muncă pe termen scurt.

numărul de șomeri (mii) sursa: INS



rata șomajului (%) vs. rata șomajului structural (%) sursa: INS, estimări economice BT



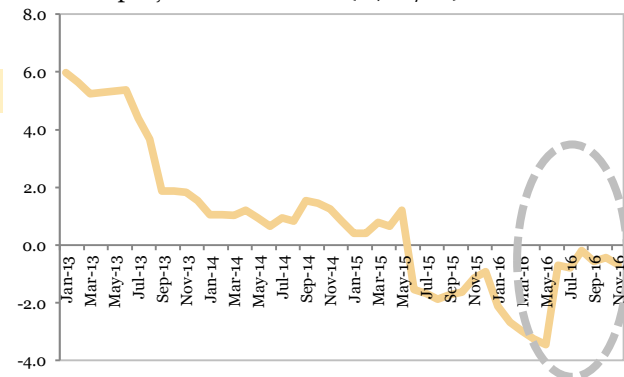
ECONOMIA FINANCIARĂ

- Climatul internațional (dominat de alegerile Prezidențiale din SUA) și factorii interni (inclusiv proximitatea alegerilor generale) au influențat piața financiară în noiembrie.

PREȚURILE DE CONSUM

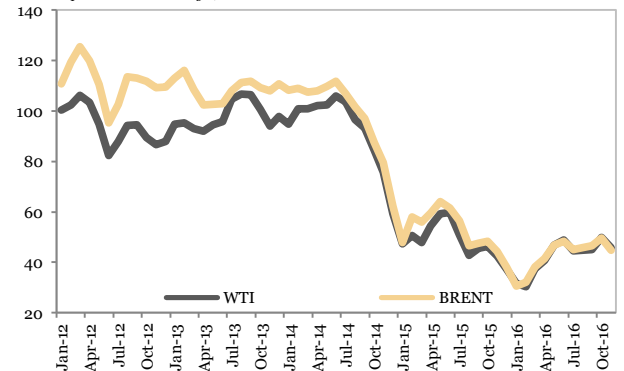
- Conform INS dinamica lunară a **prețurilor de consum** s-a menținut în teritoriu pozitiv în noiembrie (0.07%), pe fondul majorării prețurilor la bunuri alimentare (36% din coșul de consum) cu 0.23%. În cadrul acestei componente se notează creșterea prețurilor la legume/conserve din legume și la ouă, cu 1.36% și respectiv 6.63%.
- Componenta mărfuri ne-alimentare (44.25% din coșul de consum) s-a consolidat în noiembrie (0.02% lună/lună): prețurile la combustibili, îmbrăcăminte, produse cultural-sportive și încălțăminte au urcat cu 0.14%, 0.18%, 0.24%, respectiv 0.51%.
- Cu toate acestea, tarifele la servicii (19.75% din coșul de consum) s-au redus cu un ritm lunar de 0.09% în noiembrie, pe fondul declinului prețurilor la apă/canal/salubritate și la alte servicii cu 0.24%, respectiv cu 2.90%.
- În dinamică an/an prețurile de consum au continuat să scadă în noiembrie, pe fondul reducerii cotei generale de TVA (de la 24% la 20%, de la 1 ianuarie 2016) și declinului prețurilor la energie și la țiței (parțial contrabalansat de deprecierea RON).
- Prețurile la mărfuri ne-alimentare și tarifele la servicii s-au diminuat an/an cu 1.27%, respectiv 1.51% în noiembrie.
- Pe de altă parte, prețurile la bunuri alimentare au crescut cu 0.66% an/an, ca urmare a dispărării impactului reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9% de la 1 iunie 2015).
- Pe indicele armonizat UE s-a înregistrat un declin de 0.2% an/an în noiembrie.
- În intervalul ianuarie-noiembrie 2016 prețurile de consum au scăzut cu un ritm mediu de 1.6% an/an, pe fondul incidenței unor forțe contradictorii: reducerea cotelor TVA vs. accelerarea consumului privat; nivelul redus al presiunilor inflaționiste din Zona Euro vs. deprecierea RON față de EUR; declinul cotațiilor internaționale la țiței vs. deprecierea RON în raport cu dolarul american.

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



cotațiile internaționale la țiței (dolari/baril)

sursă: Departamentul de Energie, SUA



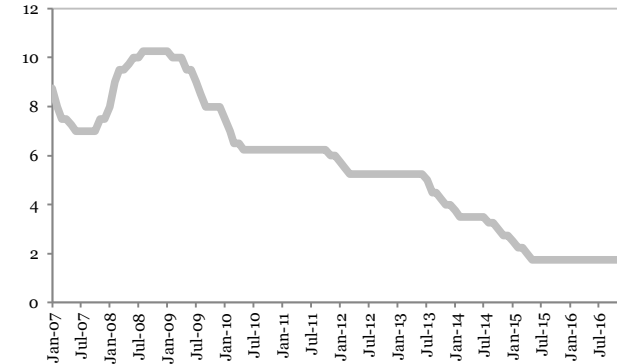
POLITICA MONETARĂ

- În cadrul ultimei ședințe de politică monetară din 2016 BNR a revizuit scenariul macroeconomic central de previziune pe termen mediu și a decis menținerea ratei de dobândă de politică monetară și a nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii.
- Astfel, pentru dinamica an/an a prețurilor de consum BNR a menținut prognoza pe final de 2016 (la -0.4%), dar a majorat marginal previziunea pe final de 2017 (de la 2% la 2.1%) (după cum se poate observa în al doilea grafic din dreapta). În scenariul central actualizat banca centrală se așteaptă la o intensificare în sfera componentei CORE2 la final de 2017 (de la 1.6% an/an la 1.8% an/an).
- Perspectiva persistenței dinamicii prețurilor de consum la un nivel sub țintă (pe termen scurt) a determinat banca centrală să mențină rata de dobândă de politică monetară la nivelul minim istoric de 1.75% (decizie în linie cu așteptările noastre și ale pieței financiare) (primul grafic alăturat).
- Totodată, BNR a păstrat și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit, la 8%, respectiv 10%.
- În ceea ce privește analiza economică Comunicatul ședinței 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).
- Din perspectiva analizei monetare 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).
- Nu în ultimul rând, banca centrală atrage atenția cu privire la acumularea de factori de risc pe termen scurt (configurația politicii fiscal-bugetare în 2017) și de provocări pe termen mediu (implementarea unui mix echilibrat de politici economice și accelerarea ritmului în ceea ce privește reformele structurale).
- În acest context, BNR a semnalat o atitudine pragmatică și activă pe viitor: posibilitatea utilizării tuturor instrumentelor pentru contracararea riscurilor la adresa stabilității prețurilor de consum (pe termen mediu), și la adresa stabilității financiare.

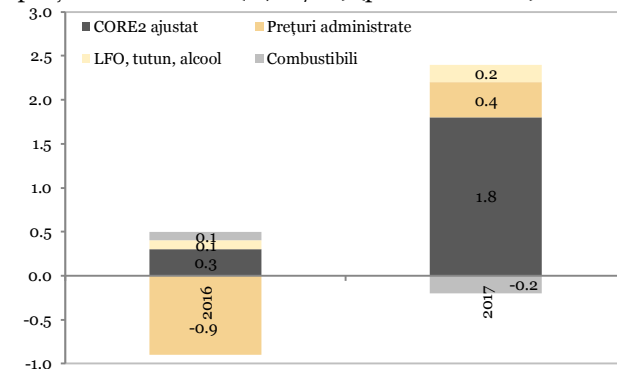
PIAȚA MONETARĂ

- Ratele de dobândă au consemnat evoluții divergente în noiembrie, sub influența semnalelor de politică monetară (interne și externe).
- Pe scadențele până la o lună (inclusiv) ratele de dobândă au scăzut între final de octombrie și finele lunii noiembrie, dat fiind că BNR a amânat pentru 2017 noul ciclu monetar. La sfârșit de noiembrie ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână și o lună au consemnat valori de 0.54%, 0.55%, 0.60% și 0.64%, în scădere față de valorile de la final de octombrie cu 14%, 13%, 5%, respectiv 3%.
- Pe de altă parte, ratele de dobândă au crescut pe scadențele 3 – 12 luni în noiembrie, pe fondul perspectivelor ca BNR să demareze un nou ciclu monetar în 2017, într-un context global caracterizat prin majorarea costurilor de finanțare. ROBOR pe scadențele 3, 6, 9 și 12 luni s-au situat la final de noiembrie la 0.80%, 1.04%, 1.09%, respectiv 1.15%, în urcare cu 10%, 9%, 6%, respectiv 6% față de valorile de la finele lunii octombrie.
- Între final de noiembrie 2015 și sfârșitul lunii noiembrie 2016 ratele de dobândă au scăzut, în medie, cu 23 puncte bază, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele 3-12 luni (în medie 35 de puncte bază).
- Raportat la final de 2015 la sfârșit de noiembrie 2016 ROBOR consemnau valori mai ridicate pe scadențele overnight, tomorrow next și o săptămână și mai reduse pentru scadențele 1-12 luni.
- Valorile medii lunare ale ROBOR au crescut în noiembrie față de octombrie, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele până la 3 luni (în medie, cu 13%).
- În dinamică an/an valorile medii lunare ale ROBOR au scăzut, în medie cu 22% în noiembrie, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele 1-12 luni.

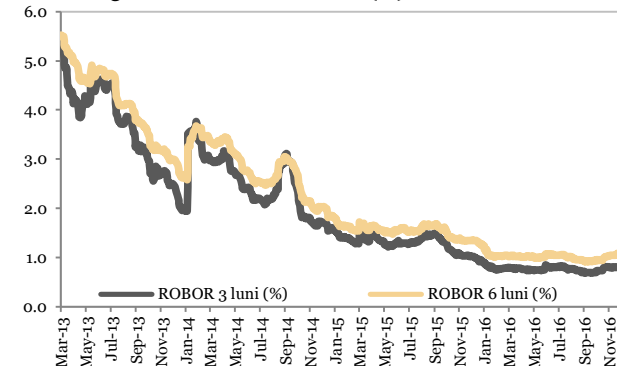
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



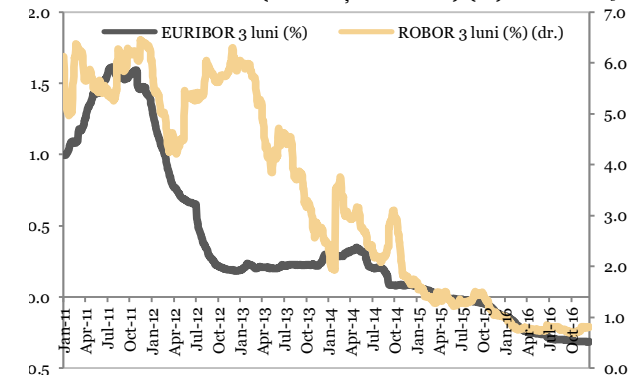
prețurile de consum (% an/an) (previziuni BNR) sursa: BNR



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



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



PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- Pe **piața titlurilor de stat** din România ratele de dobândă au crescut în luna noiembrie, evoluție determinată de climatul din piețele externe (majorarea costurilor de finanțare, pe fondul rezultatului alegerilor Prezidențiale din SUA și a semnalelor de politică monetară emise de FED), dar și de factorii interni (intensificarea percepției de risc privind mix-ul de politici economice înainte de alegerile generale).
- În SUA alegerea lui D. Trump ca Președinte a generat o undă de optimism, dar a determinat și schimbarea percepției privind mix-ul de politici economice pe termen mediu. Astfel, indicatorii de încredere s-au ameliorat recent, ceea ce exprimă premise de re-accelerare economică în lunile următoare. Totodată, perspectiva implementării unor planuri ambițioase de investiții publice de către Administrația Trump a contribuit la creșterea așteptărilor privind inflația pe termen mediu. De asemenea, 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 la 1.6% an/an în octombrie, în convergență către ținta FED. În acest context, a crescut probabilitatea ca banca centrală să continue ciclul monetar (demarat în 2015). Pe de altă parte, euforia indusă de rezultatul alegerilor Prezidențiale a condus la reorientarea fluxurilor de capital spre piața de acțiuni. Aceste aspecte au contribuit la majorarea ratelor de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani, cu 31% între final de octombrie și sfârșitul lunii noiembrie, la 2.39% (avans cu 5.3% de la începutul anului). Ca medie lunară indicatorul a crescut cu 22.3% în noiembrie raportat la octombrie, la 2.15%.
- În Zona Euro climatul macroeconomic s-a consolidat pe finalul anului curent, sub influența politicii monetare relaxate (fără precedent) implementată de Banca Centrală Europeană. Ameliorarea încrederii consumatorilor și a indicatorului PMI Compozit (către maximele de la final de 2015) exprimă premise de accelerare a economiei regiunii pe termen scurt. Totodată, dinamica anuală a prețurilor de consum a confirmat tendința ascendentă și convergența graduală spre ținta BCE (2% an/an) (0.6% în noiembrie). Aceste aspecte coroborate cu evoluțiile din piața americană au condus la creșterea ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani cu 68.1% între final de octombrie și sfârșit de noiembrie, la 0.274% (declin cu 56.9% de la începutul anului). Ca medie lunară indicatorul a urcat de la 0.042% în octombrie la 0.235% în noiembrie.
- În România dinamica anuală a PIB s-a temperat de la 6% în T2 la 4.4% în T3, pe fondul intensificării prudenței populației, dar și în sfera companiilor. Climatul macroeconomic se menține favorabil pentru cererea internă, pe fondul nivelului redus al șomajului și relansării creditării. Pe de altă parte, deficitul de cont curent se intensifică (1.8% din PIB la zece luni). Nu în ultimul rând, percepția de risc privind mix-ul de politici economice de după alegerile generale a crescut în noiembrie. Aceste evoluții coroborate cu majorarea costurilor de finanțare în economia mondială (după alegerea Președintelui Trump) au determinat creșterea ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani cu 12.7% între final de octombrie și finele lui noiembrie, la 3.415% (declin cu 7.5% de la începutul anului). Ca medie lunară indicatorul a crescut cu 11.7% lună/lună, la 3.3% în noiembrie.
- În noiembrie Trezoreria s-a împrumutat cu doar 1.9 miliarde RON pe piața internă (din care 711 milioane RON prin certificate pe 12 luni), volum cu 42% sub cel programat, evoluție determinată de majorarea costurilor de finanțare.

PIAȚA VALUTARĂ

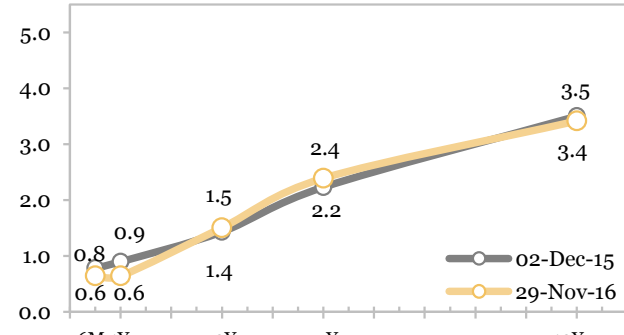
- Cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4987 – 4.5218) la BNR în noiembrie, continuând tendința de creștere din octombrie, pe fondul majorării costurilor de finanțare în economia mondială (cu impact asupra direcției fluxurilor de capital adresate economiilor emergente), dar și a percepției ridicate risc privind politica economică pe plan intern după alegerile generale din decembrie.
- EUR/RON a încheiat luna noiembrie la 4.5162, în creștere cu 0.23% lună/lună și cu 1.58% an/an, dar în scădere cu 0.18% raportat la nivelul de la finalul anului 2015.
- În noiembrie cursul EUR/RON a înregistrat un nivel mediu lunar de 4.5102, în urcare cu 0.36% lună/lună și cu 1.48% an/an.

PIAȚA BURSIERĂ

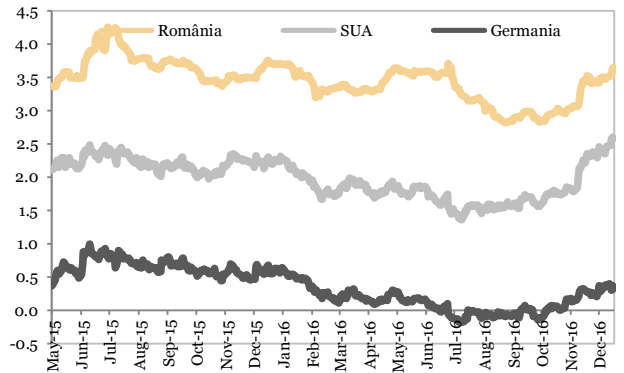
- Piața de acțiuni a crescut în luna noiembrie, sub influența undei de optimism din plan internațional, indusă de rezultatul alegerilor Prezidențiale din SUA (indicii bursieri americani au consemnat noi maxime istorice).
- Indicele BET a crescut cu 0.3%, până la 6,833.9 puncte în noiembrie, lună în care indicii S&P 500 și EuroStoxx 600 au urcat cu 3.1% (la 2,198.8 puncte), respectiv cu 0.9% (la 342 puncte).

licitații M. Finanțe (noiembrie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1522DBN056	460.0	Dec-2022	2.76
RO1620DBN017	460.0	Feb-2020	1.83
RO1619DBN035	160.0	Feb-2019	1.36
RO1624DBN027	154.0	Apr-2024	3.13
RO1617CTN0G6	711.0	Noi-2017	0.84

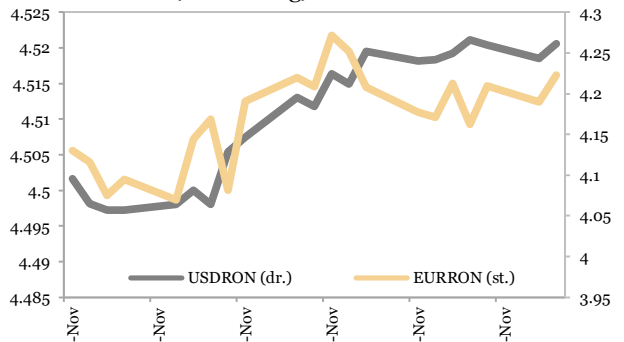
curba randamentelor (%) sursa: BNR



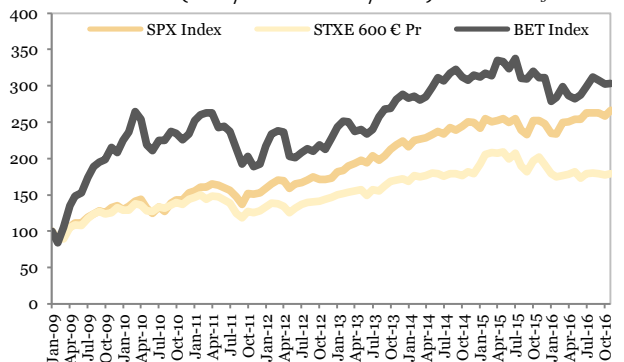
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: Bloomberg



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

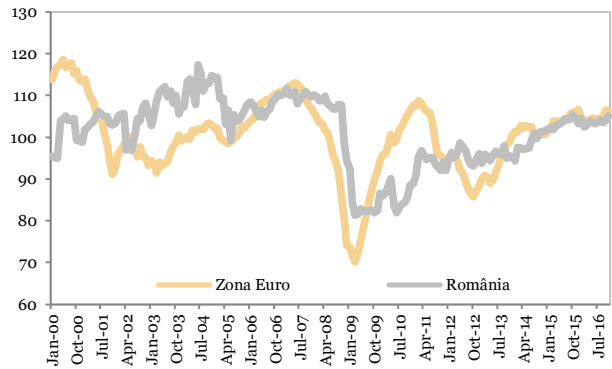


SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

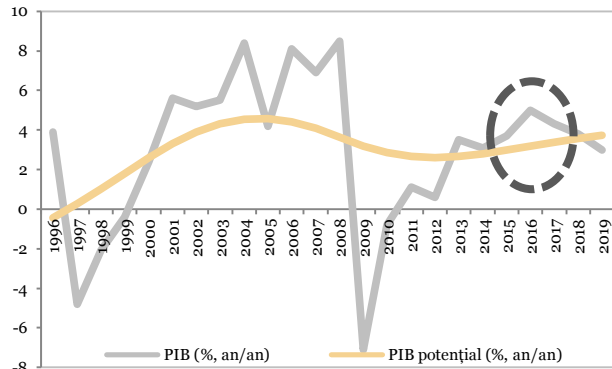
ECONOMIA REALĂ

- Indicatorii macro-financiari globali, europeni și interni au prezentat evoluții predominant favorabile în ultimele săptămâni. Se notează ameliorarea indicatorilor de încredere și revizuirea (în sus) a așteptărilor privind dinamica prețurilor de consum pe termen mediu (inclusiv pe fondul inflexiunii cotațiilor internaționale la țigete). În acest context, am asistat la consolidarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare.
- În SUA unda de optimism indusă de rezultatul alegerilor a condus la creșterea indicatorilor de sentiment spre maximele din ultimii ani (ceea ce exprimă premise de accelerare economică pe termen scurt). Gradul de prudență se menține însă ridicat în așteptarea primelor decizii de politică economică ale Administrației Trump.
- Pe plan european indicatorii de încredere s-au consolidat recent în zona maximelor din ultimii ani (primul grafic din dreapta), perspectiva persistenței costurilor de finanțare la minime istorice până la final de 2017 contrabalansând preocupările cu privire la acumularea de provocări (economice, politice și sociale).
- În România încrederea în economie s-a consolidat la maximum din 2008 înainte de alegerile generale (derulate pe 11 decembrie) (după cum se poate nota în graficul 1). Cu toate acestea, populația și companiile manifestă un grad ridicat de prudență pe final de 2016 (anul vârfului ciclului economic post-criză, conform estimărilor macro-econometrice elaborate și prezentate în al doilea grafic din dreapta), pe fondul intensificării percepției de risc privind deciziile de politică economică de după alegeri, dar și a majorării costurilor de finanțare în economia mondială.
- Nu în ultimul rând, Institutul Național de Statistică a revizuit în sus dinamica PIB din 2015 (la 3.9% an/an), ca urmare a unei evoluții mai bune a investițiilor productive și consumului privat.
- Menținem (deocamdată) scenariul macro-econometric central de previziune pentru economia României. Vom revizui aceste prognoze în ianuarie 2017 (după ce INS va publica estimările provizorii (2) privind dinamica PIB-ului din T3 2016), moment în care vom include și semnalele (emise de Noul Guvern) din sfera politicii fiscal-bugetare și a politicii de venituri pentru anul următor.
- În cadrul scenariului actual economia ar putea iniția un proces de convergență către ritmul potențial în trimestrele următoare (aspect reflectat în al doilea grafic alăturat), după accelerarea din 2016 (ritm anual estimat la aproximativ 5%), determinată de mix-ul relaxat de politici economice: rata de dobândă la minime istorice; reducerea cotelor TVA; majorarea salariului minim pe economie și a salariilor în sectorul bugetar.
- Perspectiva temperării dinamicii economiei pe termen mediu este susținută de așteptările privind echilibrarea mix-ului de politici economice, cu impact asupra cererii interne. Pe de o parte, considerăm ridicată probabilitatea ca BNR să inițieze ciclul monetar post-criză în 2017, pe fondul inflexiunii dinamicii prețurilor de consum (și convergenței către ținta băncii centrale). Pe de altă parte, România a semnat Compactul Fiscal în 2012, prin urmare, ar trebui să asistăm la un proces de consolidare în sfera finanțelor publice pe termen mediu. Nu în ultimul rând, transpunerea creșterii economice post-criză în dezvoltare nu se poate realiza decât prin reforme structurale.
- Astfel, ne așteptăm ca PIB-ul să crească cu ritmuri medii anuale de 4.3% în 2017, 3.8% în 2018, respectiv 3% în 2019. În acest scenariu investițiile productive vor prezenta o dinamică superioară consumului privat în orizontul 2017-2019 (rate medii anuale de 5.4% vs. 3.8%), evoluție influențată de menținerea unui grad ridicat de prudență (atât în sfera populației, dar și la nivelul companiilor), dar și de creșterea costurilor de finanțare în economie.
- De asemenea, ne așteptăm la o echilibrare în sfera cererii externe nete: diminuarea decalajului dintre dinamica anuală a exporturilor și a importurilor în intervalul 2017-2019 (ritmuri medii an/an de 5.9% vs. 6%).
- Pe de altă parte, ne așteptăm la o contribuție mai slabă din partea consumului public, dată fiind marja redusă de manevră (mai ales în absența reformelor în administrație), după deciziile fiscal-bugetare și de venituri din ultimele trimestre.
- În ceea ce privește piața forței de muncă continuăm să ne așteptăm la consolidarea climatului pozitiv și previzionăm că rata medie anuală a șomajului structural se va reduce la 5.8% în 2017, respectiv 5.5% în 2018 și 2019.
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu central menționăm: evoluțiile macro-financiare globale (inclusiv deciziile Administrației Trump) și europene (mai ales în contextul agendei politice încărcate din Europa în 2017, dar și a provocărilor din sectorul bancar); deciziile de politică economică pe plan intern; tensiunile geo-politice globale și regionale.

indicator de încredere în economie sursa: Comisia Europeană

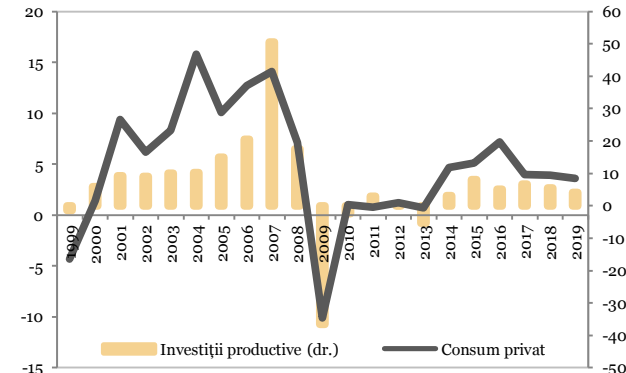


PIB vs. PIB potențial (% an/an) sursa: estimări și previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS

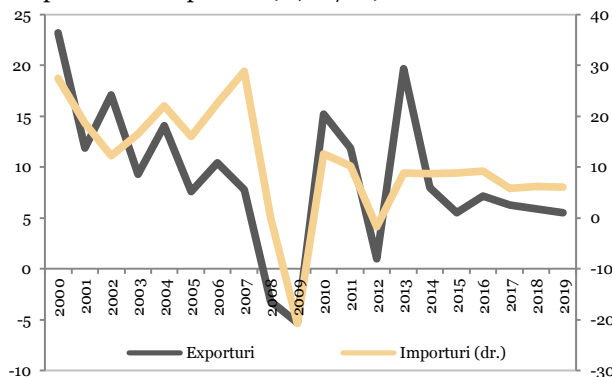


investiții productive vs. consum privat (% an/an)

sursa: Eurostat, INS, previziuni BT



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

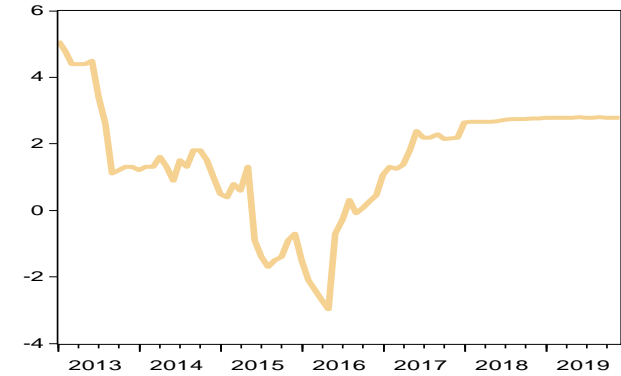


ECONOMIA FINANCIARĂ

- În ceea ce privește dimensiunea financiară a economiei am actualizat previziunile privind dinamica prețurilor de consum, a costurilor de finanțare și a cursului de schimb prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente din Statele Unite, Zona Euro și România.
- Continuăm să ne așteptăm ca piața financiară internă să resimtă, pe termen scurt, evoluțiile din piețele internaționale, dar și știrile privind mix-ul de politici economice post-alegeri din România.
- Pentru dinamica prețurilor de consum (pe indicii armonizat UE) previzionăm niveluri medii anuale de -1% în 2016, 1.8% în 2017, respectiv 2.8% în 2018 și 2019. Cu alte cuvinte, în scenariul central, inflația va converge spre intervalul țintit de BNR (2.5% ± 1 punct procentual) în trimestrele următoare, pe fondul disipării impactului măsurilor de reducere a cotelor TVA.
- În acest context ne așteptăm ca banca centrală să inițieze un nou ciclu monetar în 2017, pentru ancorarea așteptărilor pe termen mediu în ceea ce privește inflația, dar și pentru a contribui la consolidarea stabilității financiare (evitarea acumulării unor noi dezechilibre macro-financiare).
- Acest scenariu este în concordanță cu ciclul monetar post-criză din Statele Unite (care a contribuit la creșterea costurilor de finanțare în economia mondială), dar și cu semnalele lansate recent de Banca Centrală Europeană (în direcția apropierii de final a politicii monetare relaxate fără precedent).
- De asemenea, am ajustat scenariul central pentru rata de dobândă la titlurile de stat (pe scadența 10 ani) și pentru cursul de schimb (EUR/RON), prin introducerea în modelare a noilor prognoze privind dinamica prețurilor de consum (din România, Zona Euro și Statele Unite), dar și a evoluțiilor recente și perspectivelor pentru costurile de finanțare și cursul real efectiv în principalele blocuri economice din lume.
- Noile prognoze indică premise de continuare a tendinței de creștere a costurilor de finanțare în România, pe fondul evoluțiilor din plan extern, dar și a perspectivelor de accelerare a PIB-ului nominal pe plan intern. Astfel, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (medie anuală) ar putea atinge un nivel minim istoric în 2016 (3.3%), după care va crește la 3.9% în 2017, 4.4% în 2018, respectiv 4.2% în 2019.
- Pentru luna decembrie statul a programat licitații pe piața internă în volum de 3.9 miliarde RON (din care 1.8 miliarde RON prin certificate de trezorerie).
- În ceea ce privește cursul EUR/RON continuăm să previzionăm o tendință de scădere ușoară pe termen mediu. În acest scenariu ne așteptăm la intrări de fluxuri străine de capital interesate de oportunitățile de investiții din economia reală (în cadrul ciclului economic post-criză), dar și de cele din economia financiară (inclusiv diferențialul de dobândă ridicat față de Zona Euro).
- Astfel, EUR/RON (ca medie anuală) ar putea să scadă de la 4.49 în 2016 la 4.46 în 2017, 4.35 în 2018, respectiv 4.32 în 2019.
- Atragem atenția cu privire la faptul că vom ajusta previziunile privind economia financiară în fiecare lună, pe fondul gradului ridicat de volatilitate din piețele globale, a distorsiunilor determinate de reducerea cotelor TVA, dar și a incertitudinilor din sfera politicii economice de după alegeri pe plan intern.
- Considerăm că factorii de risc asociați acestui scenariu constau în: climatul din economia reală și din economia financiară din Statele Unite, Zona Euro și China; evoluțiile din piețele internaționale de materii prime; provocările din Uniunii Europene, mai ales în contextul agendei electorale încărcate din 2017; mix-ul de politici economice și climatul politic intern; tensiunile geo-politice (globale și regionale).

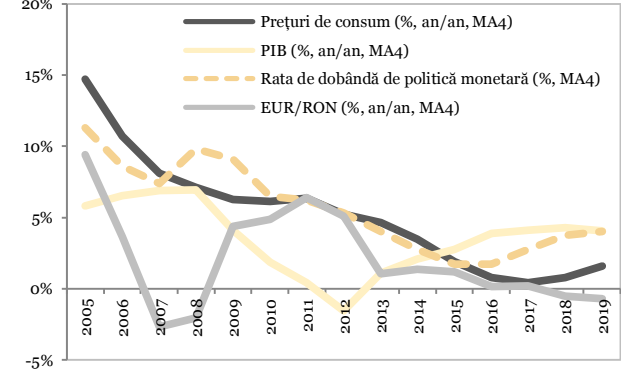
previziuni pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (decembrie)	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
05-Dec-2016	345	Titluri	19-Dec-2022
08-Dec-2016	575	Titluri	26-Feb-2020
12-Dec-2016	575	Titluri	22-Mar-2021
15-Dec-2016	575	Titluri	25-Feb-2019
19-Dec-2016	800	Certificate	24-Mai-2017
22-Dec-2016	1,000	Certificate	20-Dec-2017

titluri de stat în circulație	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1617CTN090	1,006.2		Mai-17
RO1617CTN0G6	717.1		Noi-17
RO1519DBN037	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1521DBN041	7,544.4	3.25	Mar-21
RO1425DBN029	8,029.2	4.75	Feb-25

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5396	4.49
2017	4.2970	4.46	4.5987	4.42
2018	4.1227	4.35	4.4997	4.39
2019	3.9811	4.32	4.5181	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.