

Riscuri în intensificare I 17 februarie 2017

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

Evoluții macroeconomice recente

- Climatul macroeconomic global se ameliorează gradual, după decelerarea din 2016 (creștere cu 3.1% an/an, conform estimărilor FMI, cea mai slabă evoluție din 2009).
- În SUA s-a intensificat decalajul dintre ameliorarea indicatorilor de încredere (către maximele din ciclul economic anterior) și dinamica indicatorilor coincidenți (decelerarea comerțului și scăderea industriei) în ianuarie. Această evoluție a fost determinată de incertitudinile privind ordinea economică mondială în era Trump și de așteptarea măsurilor de stimulare fiscal-bugetară promise în campania electorală.
- Economia Zonei Euro a decelerat în 2016 (1.7% an/an, conform Eurostat), iar percepția de risc pare să se intensifice înainte de alegerile din Germania, Franța și Olanda. Pe de altă parte, politica monetară relaxată a Băncii Centrale Europene a determinat declinul costurilor de finanțare spre minime istorice și relansarea creditării, cu impact pozitiv pentru investiții și consum.
- PIB-ul României a crescut cu 4.8% an/an în 2016, cel mai bun ritm din 2008, pe fondul dinamicii cererii interne. Încrederea în economie a atins nivelul pre-criză la început de an, dar percepția de risc s-a intensificat recent, pe fondul tensiunilor politice.
- În economia financiară accelerarea dinamicii anuale a prețurilor de consum a contribuit la consolidarea tendinței ascendente pentru ratele de dobândă la titlurile de stat. Totodată, așteptarea unor măsuri de stimulare fiscal-bugetară în SUA, excesul de lichiditate și sezonul de raportări financiare pe 2016 au susținut climatul pozitiv pe piețele de acțiuni, indicii americani înregistrând noi maxime istorice în februarie.

Scenariul macroeconomic central

- Evoluțiile macro-financiare (externe și interne) recente au confirmat scenariul central BT. Menținem previziunile pe termen mediu pentru România, o revizuire fiind posibilă după ce INS va publica estimările provizorii (1) pe 2016 (în martie).
- Ne așteptăm la decelerarea dinamicii anuale a PIB-ului, pe fondul perspectivelor de majorare a costurilor de finanțare (inclusiv ca urmare a reparației deficitelor gemene), cu impact asupra deciziilor de investiții și consum. Economia ar putea crește cu ritmuri medii an/an de 4.3% în 2017, 3.9% în 2018, respectiv 3.2% în 2019.
- Conform prognozelor BT consumul privat va decelera, ca urmare a premiselor de temperare a dinamicii venitului real disponibil al populației. Pe de altă parte, ne așteptăm la o accelerare ușoară a investițiilor productive (dar cu un ritm mai lent față de ciclurile anterioare), susținută de impulsul exporturilor și consumului intern.
- În economia financiară previzionăm convergența inflației spre ținta BNR, ceea ce va determina banca centrală să demareze un nou ciclu monetar. Nu în ultimul rând, ne așteptăm la creșterea costurilor de finanțare și la scăderea EUR/RON pe termen mediu.
- Factorii de risc pentru acest scenariu constau în: evoluțiile macro-financiare (inclusiv interacțiunea stat-piață) din SUA, China, Zona Euro; politica economică și climatul politic din România; evoluțiile geo-politice și geo-economice în era Trump.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	164.5	175.5	193.8	206.1
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	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	5.7	5.5	5.3
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.8	2.7	2.6
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	2.50	3.50	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	2.8	3.0	2.5	2.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	38.8	38.4	36.2	35.8
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.5	-3.1	-3.2	-3.6
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	3.9	4.2	4.1
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.47	4.32	4.30

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

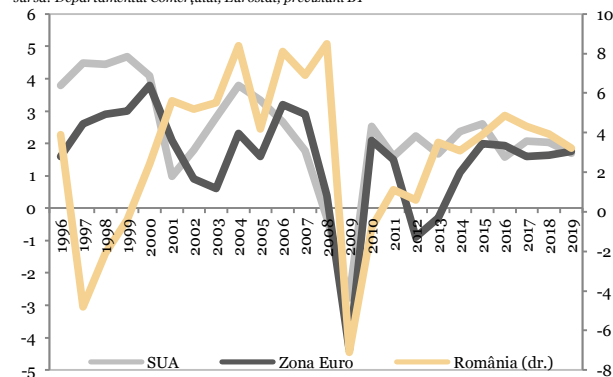
structura PIB	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)
Consum privat	61.0	61.7	61.9
Consum public	14.2	14.1	13.7
Investiții productive	24.7	24.3	24.8
Exporturi	39.7	41.2	41.1
Importuri	40.5	41.6	41.7

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T4/2016	4.7	-
rata inflației IPC	Ian-2017	0.05	-
rata șomajului	Dec-2016	-	5.5
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

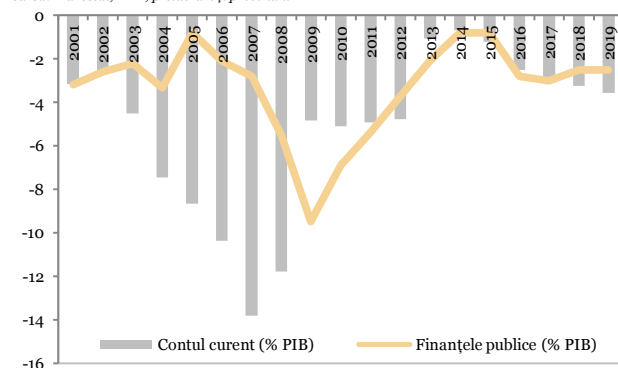
dinamica PIB (% an/an)

sursa: Departamentul Comerțului, Eurostat, previziuni BT



finanțele publice vs. contul curent în România

sursa: Eurostat, BNR, prelucrări și previziuni BT



calendar macroeconomic februarie 2017

instituție	data	indicator
INS	2 Feb	Numărul de turiști (Dec)
BNR	2 Feb	Rezervele internaționale (Ian)
INS	3 Feb	Comerțul cu amănuntul (Dec)
BNR	7 Feb	Ședință de politică monetară
INS	9 Feb	Balanța comercială cu bunuri (Dec)
INS	9 Feb	Comenzile noi în industrie (Dec)
INS	9 Feb	Salariul mediu net (Dec)
INS	10 Feb	Producția industrială (Dec)
INS	14 Feb	PIB (F, T4 2016)
INS	14 Feb	Sectorul de construcții (Dec)
BNR	14 Feb	Balanța de plăți (Dec)
INS	15 Feb	Dinamica prețurilor de consum (Ian)
BNR	23 Feb	Indicatorii monetari (Ian)
INS	28 Feb	Autorizațiile de construcții (Ian)
INS	28 Feb	Tendențele în economie (Feb-Apr)

Sursa: INS, BNR

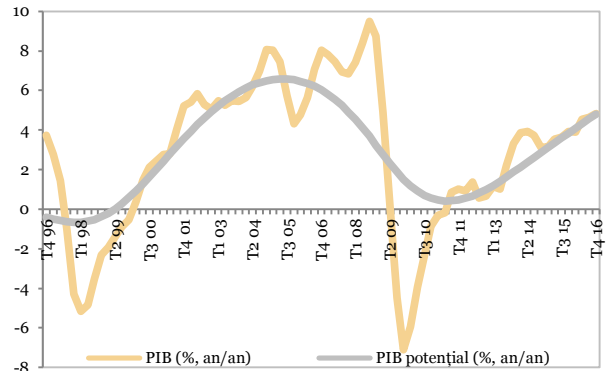
EVOLUȚII RECENTE

ACTIVITATEA ECONOMICĂ

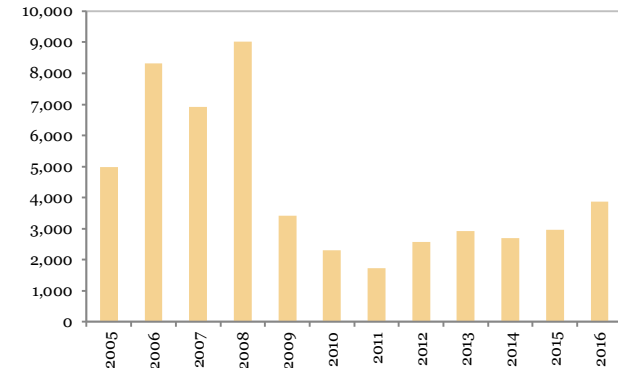
- Economia internă a accelerat în ultimul trimestru din 2016, conform primelor estimări publicate de Institutul Național de Statistică (INS) la jumătatea lui februarie.
- Astfel, PIB-ul a crescut cu un ritm trimestrial de 1.3% în T4 2016, în accelerare de la 0.5% în T3. INS a redus însă estimările privind dinamica trimestrială a PIB din T1 2016 (de la 1.5% la 1.3%) și din T3 2016 (de la 0.6% la 0.5%).
- De asemenea, dinamica anuală a economiei interne a accelerat la 4.7% în ultimul trimestru din 2016, de la 4.3% în T3.
- Astfel, anul trecut PIB-ul României a crescut cu 4.8%, în accelerare de la 3.9% în 2015 și, totodată, cel mai bun ritm din 2008.
- Subliniem faptul că INS va publica primele estimări privind dinamica componentelor PIB din T4 și întreg anul 2016 pe data de 7 martie.
- Analiza dinamicii lunare a indicatorilor de conjunctură (comunicați de INS) arată că accelerarea ritmului de creștere economică în 2016 a fost determinată de momentul favorabil din sfera cererii interne, sub influența politicilor economice relaxate. Pe de o parte, BNR a menținut rata de dobândă de politică monetară la nivelul minim istoric de 1.75% în 2016. Pe de altă parte, Administrația a redus TVA și a majorat salariile în sfera publică.
- În acest context, investițiile productive (motorul economiei) au crescut pentru al treilea an la rând în 2016. Cu toate acestea, ritmul investițiilor s-a temperat anul trecut, aspect reflectat de dinamica producției industriale și a sectorului de construcții (intensiv în capital și forță de muncă).
- Astfel, producția industrială a consemnat un avans de 1.7% (cea mai slabă evoluție din 2009), în timp ce construcțiile au scăzut cu 4.8% anul trecut, după cum se poate nota și în ultimul grafic din partea dreaptă.
- Subliniem însă faptul că anul trecut investițiile străine directe au accelerat: 31% an/an, la 3.9 miliarde EUR (conform datelor BNR), cel mai ridicat nivel din 2009, aspect reflectat în al doilea grafic alăturat. Această evoluție reflectă interesul capitalului străin pentru oportunitățile oferite de ciclul economic post-criză pe plan intern, într-o perioadă caracterizată printr-un grad ridicat de stabilitate macro-financiară, care contribuie la ameliorarea imaginii externe a României.
- Pe de altă parte, consumul privat (principala componentă a PIB) a consemnat în 2016 cea mai bună evoluție din 2008, aspect semnalat de dinamica vânzărilor din comerțul cu amănuntul (accelerare la 13.5% an/an), prezentată în ultimul grafic alăturat. Această evoluție a fost susținută de: reducerea cotelor TVA, majorarea salariilor, scăderea numărului de șomeri, relansarea creditării (sub influența declinului costurilor de finanțare spre minime istorice) și măsurile de contracarare a economiei informale.
- Nu în ultimul rând, dinamica exporturilor și importurilor indică ameliorarea contribuției cererii externe nete la ritmul economiei pe finalul anului 2016. Această evoluție a fost determinată de redinamizarea exporturilor, sub influența climatului pozitiv din Zona Euro, dar și a deprecierei cursului real efectiv al monedei naționale (în medie cu 1.8% an/an). Spre exemplu, pentru fluxurile comerciale internaționale cu bunuri datele lunare comunicate de INS indică accelerarea exporturilor (de la 4.1% an/an în 2015 la 5.1% an/an în 2016) și decelerarea importurilor (de la 7.6% an/an în 2015 la 7% an/an în 2016).
- Din analiza econometrică elaborată rezultă că economia României a evoluat la un ritm apropiat de potențial în ultimele trimestre (primul grafic din dreapta). De asemenea, se evidențiază o ameliorare a dinamicii PIB potențial, către valorile pre-criză.

PIB vs. PIB potențial (MA4, %, an/an)

sursa: Eurostat, INS, prelucrări BT

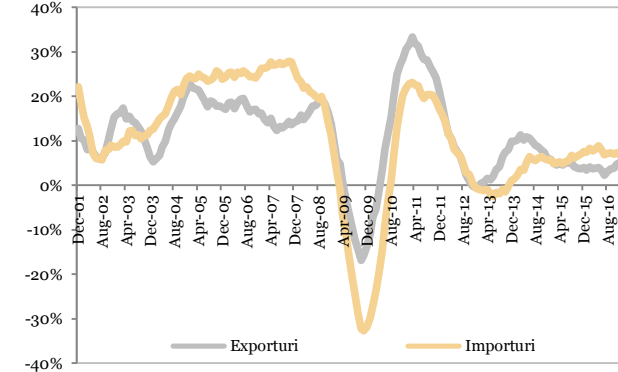


investiții străine directe (milioane EUR) sursa: BNR prelucrări BT

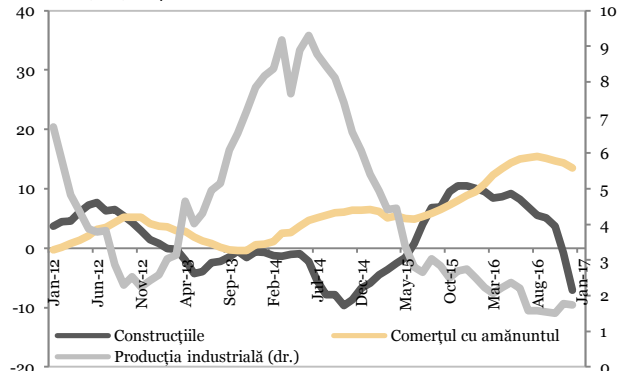


exporturi vs. importuri de bunuri (% an/an)

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 a continuat să se amelioreze în decembrie 2016, sub influența mai multor factori: perspectivele de redinamizare a investițiilor după eliminarea taxei pe construcții speciale (de la 1 ianuarie 2017); măsurile implementate recent pentru susținerea mobilității pe piața forței de muncă; consolidarea momentului favorabil din economia Zonei Euro; graba unor companii de a accelera angajările înainte de noi creșteri salariale și ale costurilor de finanțare.
- Astfel, conform INS numărul de șomeri (15-74 ani) a scăzut cu 2.8% lună/lună și cu 17.7% an/an la 506.8 mii în decembrie, cel mai redus nivel din ultimele două decenii.
- În 2016 numărul șomerilor s-a diminuat cu 12.7% an/an, pe fondul continuării ciclului investițional post-criză și a fiscalizării mai active a economiei.
- Rata șomajului a scăzut de la 5.7% în noiembrie la 5.5% în decembrie, nivelul minim din noiembrie 2008. Componenta feminină s-a redus de la 4.7% în noiembrie la 4.5% în decembrie (cel mai scăzut nivel din noiembrie 2008). Componenta masculină s-a diminuat de la 6.5% în noiembrie la 6.3% în decembrie (minimul din august 2008).
- Prin urmare, rata medie anuală a șomajului a scăzut de la 6.8% în 2015 la 6% în 2016, cel mai redus nivel din 2008. Componenta feminină s-a diminuat cu 0.9 puncte procentuale an/an, la 5%, sub influența reducerilor de TVA și a fiscalizării mai active în ramurile ușoare ale economiei (unde ponderea femeilor este mai ridicată). Pe segmentul masculin rata șomajului s-a redus de la 7.5% în 2015 la 6.8% în 2016.
- Apreciem că piața forței de muncă a fost influențată în 2016 de: consolidarea ciclului investițional post-criză (notându-se majorarea investițiilor străine directe către maximum din 2008); diminuarea cotelor TVA și fiscalizarea mai activă a economiei; momentul favorabil din economia Zonei Euro, cu impact asupra fluxurilor de migrație a populației active; măsurile de susținere a mobilității pe piața forței de muncă (adoptate la final de 2016); majorarea costurilor salariale; persistența asimetriilor.
- Subliniem faptul că rata șomajului s-a situat în ultimele luni sub nivelul structural (după cum rezultă din estimările macro-econometrice elaborate și prezentate în al doilea grafic din dreapta), evoluție care exprimă premise de continuare a tendinței de ameliorare a climatului din piața forței de muncă pe termen scurt.

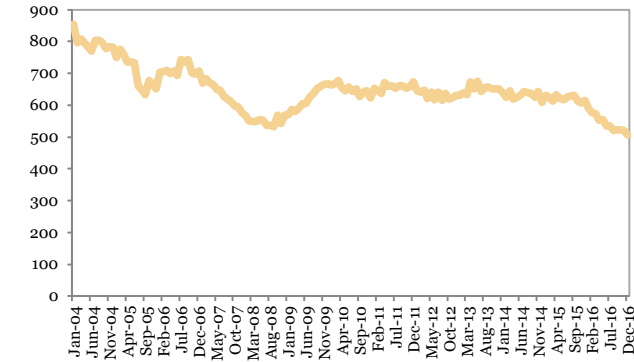
ECONOMIA FINANCIARĂ

- În ianuarie economia financiară a fost influențată de evoluțiile macro-financiare internaționale și de factorii interni (inclusiv implementarea măsurilor din Noul Cod Fiscal cu intrare în vigoare la început de 2017, dar și evenimentele din plan legislativ).

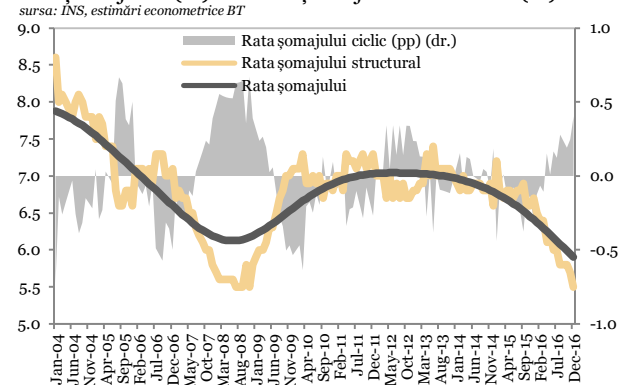
PREȚURILE DE CONSUM

- Datele INS indică scăderea prețurilor de consum cu 0.19% lună/lună în ianuarie, pe fondul reducerii cotei generale de TVA (de la 20% la 19%), eliminării accizei suplimentare la carburanți și aprecierii monedei naționale (în medie cu 0.4% față de euro și cu 1% în raport cu dolarul american).
- Prețurile la mărfuri ne-alimentare (45.5% din coșul de consum) s-au diminuat cu 0.93% lună/lună, notându-se declinul prețurilor la gaze, combustibili și energie electrică (cu ritmuri lunare de 0.83%, 2.52%, respectiv 2.79%).
- Tarifele la servicii (19.9% din coșul de consum) s-au redus cu 0.37% lună/lună, ca urmare a diminuării prețurilor la transport (cu 0.49% lună/lună) și poștă & telecomunicații (cu 0.68% lună/lună).
- La polul opus, prețurile la mărfuri alimentare (34.7% din coșul de consum) au consemnat o creștere cu un ritm lunar de 0.91%, determinată, în principal, de scumpirile la fructe & conserve din fructe și la legume & conserve de legume, cu ritmuri lunare de 3.02%, respectiv 5.82%.
- Raportat la ianuarie 2015 dinamica prețurilor de consum s-a situat la 0.05% luna trecută, revenind în teritoriu pozitiv pentru prima oară din mai 2015 (luna de dinainte de reducerea cotei TVA la alimente și servicii de alimentație).
- Prețurile la mărfuri alimentare s-au majorat cu 1.12% an/an, contrabalansând declinul prețurilor la bunuri ne-alimentare (cu 0.24% an/an) și tarifelor la servicii (cu 1.08% an/an).

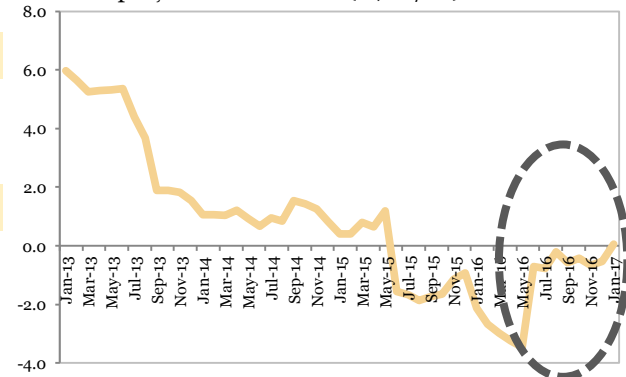
numărul de șomeri (mii) sursa: INS



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

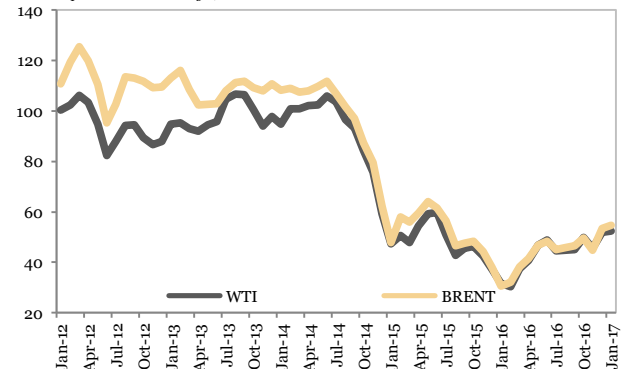


dinamica prețurilor de consum (% an/an) sursa: INS, Eurostat



cotațiile internaționale la țiței (dolari/baril)

sursa: Departamentul de Energie, SUA



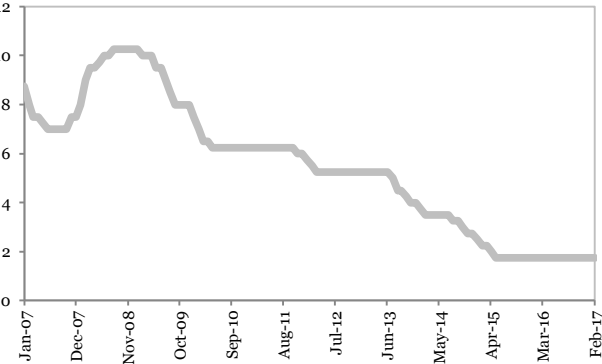
POLITICA MONETARĂ

- La a doua ședință de politică monetară din 2017 Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a României (BNR) a hotărât menținerea ratei de dobândă de referință la 1.75% (nivel minim istoric). Banca centrală a păstrat și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%, respectiv 10%.
- Aceste decizii (în linie cu scenariul central BT și cu așteptările pieței financiare) au avut la bază persistența dinamicii anuale a prețurilor de consum la un nivel scăzut (inferior prognozei BNR), dar și acumularea de semnale de temperare a cererii interne.
- Conform analizei economice realizată de BNR (și sintetizată în Comunicatul ședinței de politică monetară) climatul favorabil la nivel de consum s-a consolidat, iar contribuția exportului net la dinamica PIB s-a ameliorat la final de 2016. Pe de altă parte, banca centrală observă divergența dintre redinamizarea industriei și declinul construcțiilor, dar și rata ridicată de creștere a salariilor în industrie în perioada recentă.
- În cadrul analizei monetare BNR subliniază continuarea procesului de relansare a creditului în RON, cu impact pozitiv pentru transmisia politicii monetare.
- Totodată, BNR a actualizat scenariul macroeconomic pe termen mediu, acesta fiind inclus în Raportul trimestrial asupra inflației. Pe de o parte prognoza privind inflația în decembrie 2017 a fost redusă de la 2.1% an/an la 1.7% an/an. Pe de altă parte, BNR a majorat previziunea pe inflația la final de 2018, de la 3.2% an/an la 3.4% an/an.
- Nu în ultimul rând, în cadrul ședinței de politică monetară Consiliul de Administrație a subliniat și factorii de incertitudine privind stabilitatea prețurilor pe termen mediu și stabilitatea financiară. Se observă revenirea în prim plan a riscurilor interne, printre care măsurile de politică fiscal-bugetară și de politică de venituri, care contribuie la reparația deficitelor gemene (cont curent și finanțe publice).
- De altfel, la Conferința de Presă Guvernatorul BNR a subliniat caracteristicile Bugetului Public pe anul curent (ambitios și optimist) și a atras atenția cu privire la impactul nefavorabil al tensiunilor politice pentru stabilitatea monetară și financiară.
- Printre riscurile din sfera externă cu posibil impact nefavorabil pentru atingerea obiectivelor de politică monetară BNR a menționat: anul electoral 2017 în principalele țări din Zona Euro (Germania, Franța), relația Marea Britanie – Uniunea Europeană, divergența politicilor monetare în principalele blocuri economice ale lumii, problemele cu care se confruntă sectorul bancar european.
- Date fiind cele de mai sus, BNR a reiterat că este pregătită să intervină pentru contracararea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare.

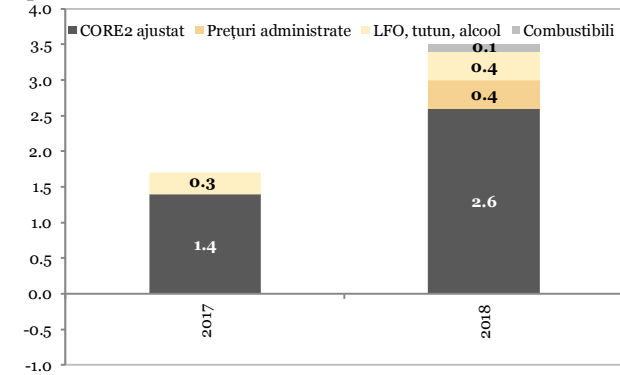
PIAȚA MONETARĂ

- Ratele de dobândă au consemnat scăderi generalizate pe piața monetară în ianuarie, pe fondul evoluțiilor din plan european, a știrilor interne și a excesului de lichiditate.
- Din perspectiva europeană ratele de dobândă din piața monetară au coborât spre noi minime istorice în ianuarie (EURIBOR la trei luni la -0.33%), pe fondul politicii monetare relaxate implementată de Banca Centrală Europeană.
- Astfel, între final de decembrie 2016 și finele lunii ianuarie 2017 ratele de dobândă au scăzut, în medie, cu 10 puncte bază, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele până la o lună. Ratele ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și un an s-au situat la final de ianuarie la 0.47%, 0.47%, 0.50%, 0.60%, 0.82%, 1.02%, 1.13%, respectiv 1.20%, în scădere comparativ cu valorile de la final de decembrie cu 16%, 18%, 21%, 21%, 9%, 8%, 5%, respectiv 4%.
- Între sfârșit de ianuarie 2016 și finele lunii ianuarie 2017 ratele ROBOR au crescut pe scadențele scurte (până la o lună) (în medie cu șapte puncte bază) și au scăzut în rest (în medie cu 10 puncte bază).
- În ceea ce privește valorile medii lunare ROBOR se observă o scădere între decembrie 2016 și ianuarie 2017 cu aproximativ 11% pentru scadențele overnight – o lună și o consolidare pe celelalte scadențe.
- În dinamică an/an valorile medii lunare ROBOR au crescut pe scadențele overnight și tomorrow next (în medie cu 10%), s-au consolidat la o săptămână și o lună și s-au diminuat pe scadențele 3-12 luni (cu aproximativ 15%).

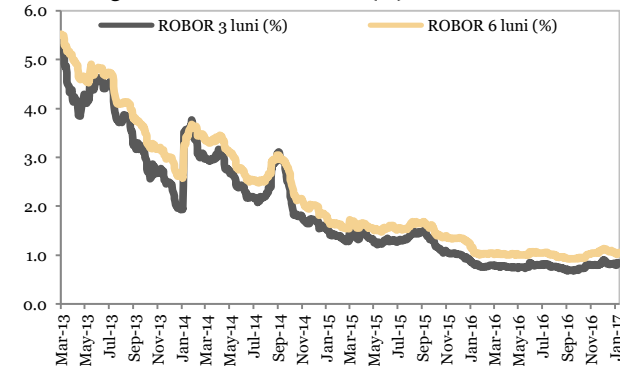
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



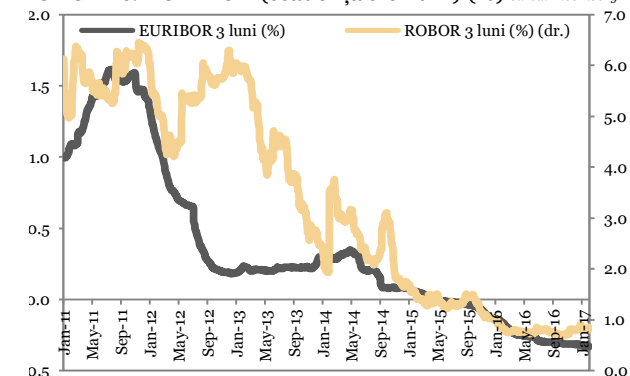
prețurile de consum (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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



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



PIAȚA TITLURILOR DE STAT

• **Curba randamentelor** din România a reacționat la evoluțiile din piețele internaționale de titluri de stat și la știrile macroeconomice și politice interne în ianuarie, notându-se creșterea generalizată a ratelor de dobândă.

• În SUA indicatorii macroeconomici comunicați recent au evoluat favorabil, ceea ce exprimă premise de accelerare pe termen scurt, după pierderea de turajie din 2016 (1.6% an/an, cea mai slabă evoluție din 2011). Se notează consolidarea consumului privat (indicatorii de încredere la maximum din 2004) și ameliorarea climatului în sfera companiilor. Pe de altă parte, pe piața imobiliară și pe piața forței de muncă se acumulează semnale de maturitate. Nu în ultimul rând, în primele zile de la preluarea mandatului Administrația Trump a adoptat o serie de măsuri protecționiste, care au condus la intensificarea percepției de risc privind viitorul relațiilor dintre SUA și alte state importante în ierarhia mondială. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a crescut cu 0.8% între final de decembrie și sfârșitul lunii ianuarie, la 2.466%. Cu toate acestea, media lunară a acestui indicator a scăzut cu 2.6% lună/lună la 2.43% în ianuarie, pe fondul intensificării percepției de risc, care a determinat noi intrări de capital pe segmentul obligațiuni.

• De asemenea, în Zona Euro se acumulează semnale de redinamizare pe termen scurt, după decelerarea din 2016 (avans cu 1.7% an/an). Astfel, în ianuarie încrederea în economie a crescut spre maximum din 2011, iar încrederea investitorilor s-a consolidat în zona maximelor din vara anului 2015 în februarie. Pe de altă parte, dinamica prețurilor de consum a accelerat la 1.8% an/an în ianuarie, cel mai ridicat nivel din 2013 și foarte aproape de ținta Băncii Centrale Europene (2% an/an). Perspectiva accelerării dinamicii PIB nominal a determinat majorarea ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani cu peste 110% între final de decembrie și sfârșitul lunii ianuarie, la 0.437% (cel mai ridicat nivel din luna ianuarie 2016). Ca medie lunară indicatorul a urcat cu 19.7% lună/lună la 0.35% în ianuarie.

• Încrederea în economia României a crescut în ianuarie, retestând nivelurile din 2008. Totodată, climatul favorabil din turism se consolidează (în 2016 **sosirile și înnoptările** s-au majorat an/an cu 10.4%, respectiv 7.8%). De asemenea, pe piața forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze în decembrie: **numărul somerilor** s-a redus cu 2.8% lună/lună (și cu 17.7% an/an) la 506.8 mii (minimum din anii 1990) (rata șomajului a scăzut la 5.5%, minimum din noiembrie 2008). Pe de altă parte, Guvernul a semnalat implementarea unor noi decizii de relaxare a politicii fiscal-bugetare și a politicii de venituri (deficitul bugetar s-ar putea majora la 3% din PIB în 2017, conform Legii Bugetului de Stat, care are la bază un scenariu macroeconomic central optimist: creștere economică de 5.2% an/an, inflație medie anuală de 1.4% an/an și un curs mediu EUR/RON de 4.46). Totodată, percepția de risc s-a intensificat pe final de ianuarie și început de februarie, pe fondul unor decizii din sfera justiției, care au determinat critici din partea UE și ample proteste. Astfel, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a crescut cu 5.7% între final de decembrie și sfârșit de ianuarie, la 3.69% (cel mai ridicat nivel de după votul pro-Brexit). Spread-ul de dobândă a urcat cu 12%, până la 3.05 puncte procentuale. În ianuarie rata medie de dobândă la titlurile de stat la 10 ani s-a situat la 3.46%, în scădere cu 2.5% lună/lună.

• În ianuarie statul a atras 3.3 miliarde RON pe piața internă (din care 1 miliard RON prin certificate), volum în creștere cu 88% față de cel realizat în decembrie 2016.

PIAȚA VALUTARĂ

• La BNR EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4920 – 4.5182) în ianuarie, evoluție influențată de climatul din piețele internaționale și de știrile interne (inclusiv cele din plan politic). Cursul a scăzut în prima jumătate a lunii, după instalarea Noului Guvern, dar a inversat tendința ulterior, pe fondul intensificării percepției de risc, după deciziile din sfera juridică ale Noii Administrații (anulate la început de februarie).

• La finalul lunii ianuarie cursul EUR/RON s-a situat la 4.5038, în scădere cu 0.82% față de nivelul de la sfârșitul anului trecut și cu 0.66% an/an.

• În ianuarie cursul mediu EUR/RON s-a situat la 4.5014, în scădere cu 0.35% lună/lună și cu 0.64% an/an.

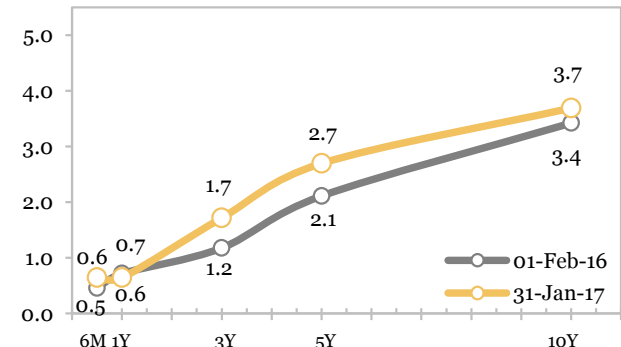
PIAȚA BURSIERĂ

• Bursa a crescut în ianuarie, evoluție influențată de climatul predominant favorabil din piețele globale și de factorii interni (creșterea cererii de energie și perspectiva majorării ratei de distribuire a dividendelor la 90% pentru companiile statului).

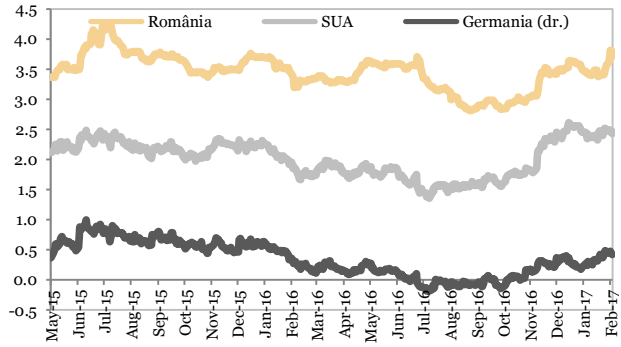
• Astfel, indicele BET a urcat cu 6.1% la 7,517.9 puncte în ianuarie, lună în care S&P 500 a crescut cu 1.8%, la 2,278.9 puncte, iar indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 s-a ajustat cu 0.4%, până la 360.1 puncte.

licitații M. Finanțe (ianuarie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1619DBN035	575.0	Feb-2019	1.38
RO1718CTN013	483.2	Jan-2018	0.98
RO1620DBN017	285.2	Feb-2020	2.05
RO1522DBN056	775.4	Dec-2022	3.14
RO1521DBN041	570.0	Mar-2021	2.54
RO1717CTN023	500.0	Aug-2017	0.64
RO1227DBN011	146.9	Iul-2027	3.96

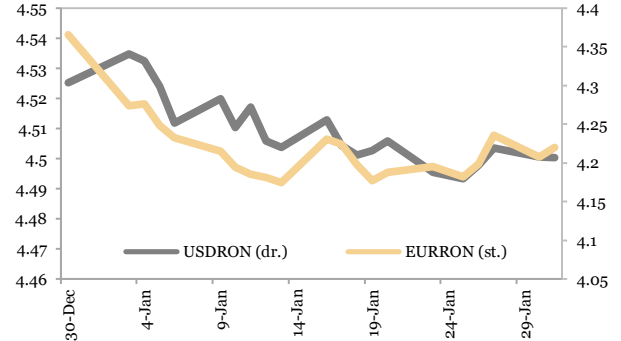
curba randamentelor (%) sursa: BNR



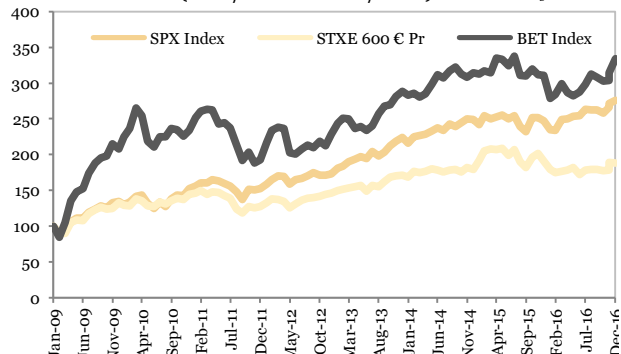
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: Bloomberg



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

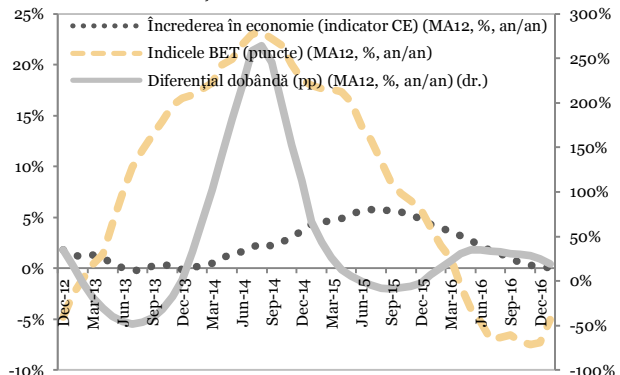


SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

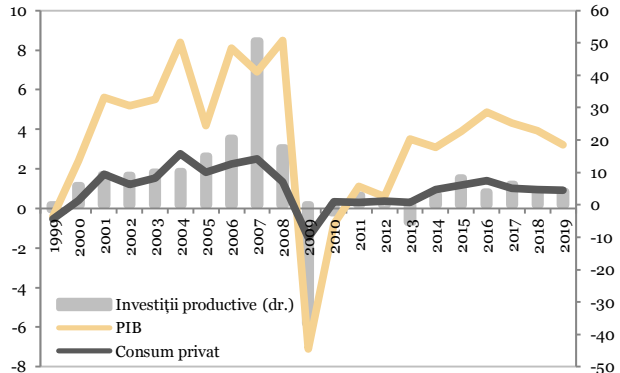
ECONOMIA REALĂ

- Evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici din Statele Unite, Zona Euro și România au confirmat, în linii mari, scenariul central BT prezentat în Raportul anterior, într-un context caracterizat prin consolidarea climatului pozitiv pe piețele financiare globale (indicii MSCI au retestat maximele din vara anului 2015, iar indicii americani au atins noi maxime istorice, Dow Jones la peste 20,500 puncte).
- Cu toate acestea, atragem atenția cu privire la intensificarea percepției de risc pe plan extern, atât în SUA (după preluarea mandatului de Administrația Trump), dar și în Europa (înainte de alegerile din Franța și Germania, economii cu o pondere cumulată de peste 50% în PIB-ul Zonei Euro) și România (date fiind tensiunile politice), la final de ianuarie și început de februarie.
- În SUA se acumulează decalaje între optimismul din piețele financiare și dinamica investițiilor din economia reală. Astfel, în ianuarie comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat, principala componentă a PIB și, totodată, motorul economiei mondiale) a decelerat, iar producția industrială s-a ajustat, deși indicatorii de încredere au atins cele mai ridicate valori din 2004.
- De asemenea, în Zona Euro producția industrială și comerțul cu amănuntul au decelerat în decembrie 2016 (ritmuri an/an de 2%, respectiv 1.1%).
- Deocamdată menținem previziunile pe termen mediu privind dimensiunea reală a economiei României. O revizuire a scenariului central este posibilă în luna martie, după încorporarea estimărilor provizorii (1) privind dinamica PIB-ului din 2016.
- Astfel, ne așteptăm ca dinamica anuală a PIB-ului să decelereze pe termen mediu, după ce în 2016 s-a înregistrat cea mai bună evoluție din 2008: 4.3% în 2017, 3.9% în 2018, respectiv 3.2% în 2019.
- Perspectivele de decelerare a economiei interne sunt reflectate și de dinamica recentă a unor indicatori economici avansați (prezentată în primul grafic alăturat). La baza acestui scenariu se află premisa tergiversării reformelor structurale pe plan intern, într-o perioadă în care se acumulează semnale de maturitate a ciclului economic post-criză în plan global.
- În acest scenariu central investițiile productive (motorul economiei) ar putea accelera ușor în perioada 2017 - 2019 (după temperarea din 2016), spre un ritm mediu anual de 5%, sub influența momentului pozitiv din sfera exporturilor, consolidării consumului privat, relansării creditării și măsurilor recente de stimulare (inclusiv eliminarea taxei pe construcții speciale).
- Perspectiva redinamizării investițiilor productive se va resimți pozitiv pe piața forței de muncă, care acumulează deja o serie de semnale de supraîncălzire. Previzionăm scăderea ratei medii anuale a șomajului structural de la 6.1% în 2016 la 5.7% în 2017, 5.5% în 2018, respectiv 5.3% în 2019.
- Ameliorarea climatului din piața forței de muncă (inclusiv creșterea salariilor) și perspectivele de accelerare a pieței creditului (după cum se poate nota în al treilea grafic din dreapta) exprimă premise favorabile pentru evoluția consumului privat (principala componentă a PIB) pe termen mediu. Cu toate acestea, prognozăm o temperare a dinamicii medii anuale, la 4.7% în intervalul 2017-2019, după accelerarea din 2016, evoluție determinată și de perspectiva ca rata de economisire să se mențină la un nivel ridicat.
- Nu în ultimul rând, ne așteptăm la o contribuție pozitivă la dinamica PIB-ului și din partea consumului public în intervalul (2017-2019): creștere cu un ritm mediu anual de 1.5%.
- Pe de altă parte, în acest scenariu exportul net va continua să contribuie negativ la ritmul anual al economiei pe termen mediu, însă ne așteptăm la o convergență graduală a dinamicii exporturilor și importurilor.
- Considerăm că factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile macro-financiare (inclusiv deciziile de politică economică) din SUA și China; climatul economic și politic din Zona Euro; semnalele de intensificare a deficitelor gemene, măsurile fiscal-bugetare și din sfera politicii de venituri și tergiversarea reformelor structurale pe plan intern; configurația ordinii economice mondiale în Era Trump; conjunctura geo-politică regională.

indicatori avansați sursa: Comisia Europeană, BNR, BVB, prelucrări BT

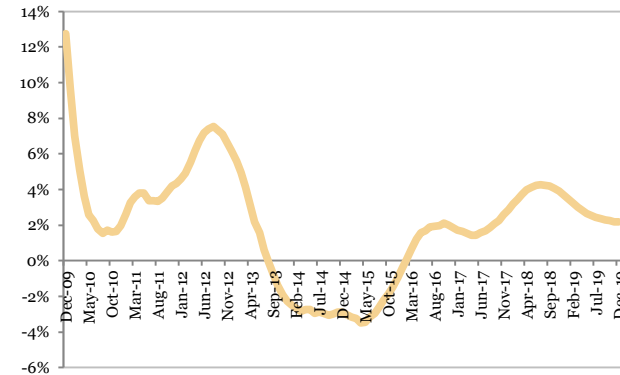


PIB, consum privat, investiții productive (% an/an) sursa: estimări și previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS

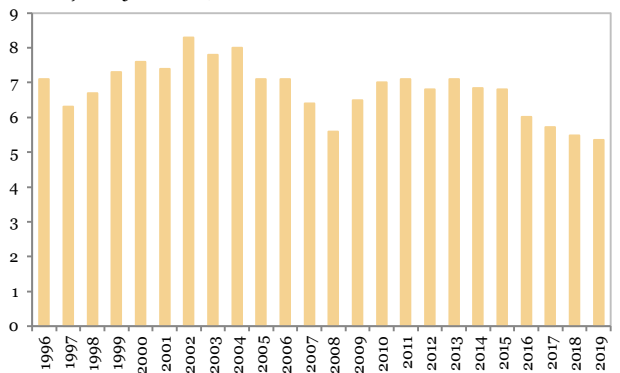


creditul neguvernamental (MA12, %, an/an)

sursa: BNR, previziuni BT



rata șomajului (% medie anuală) sursa: Eurostat, previziuni BT

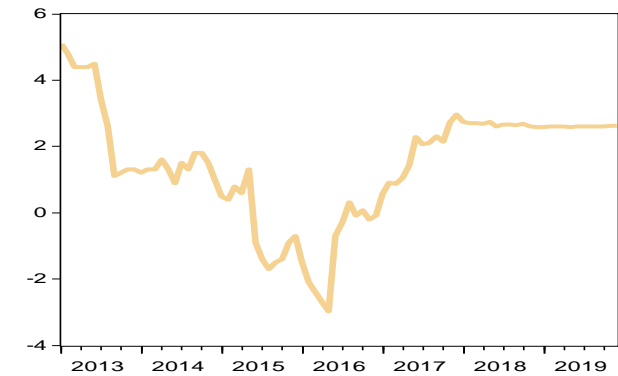


ECONOMIA FINANCIARĂ

- Am încorporat evoluțiile macro-financiare (externe și interne) din ultimele săptămâni și am revizuit prognozele pentru principalele variabile din sfera economiei financiare: inflație, rate de dobândă și cursul de schimb.
- Astfel, pentru prețurile de consum continuăm să ne așteptăm la convergența spre intervalul țintit de Banca Națională a României (2.5% ± 1 punct procentual) în lunile următoare.
- Noile prognoze indică un nivel mediu anual al ratei inflației (măsurată pe Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum) de 1.8% în 2017, 2.7% în 2018, respectiv 2.6% în 2019. Subliniem faptul că previzionăm o accelerare a procesului de convergență a inflației spre ținta băncii centrale în a doua jumătate a anului curent.
- Perspectivele de convergență a inflației către ținta băncii centrale, coroborate cu semnalele de accelerare a procesului de normalizare a ratei de dobândă de referință în Statele Unite (cu implicații pentru costul de finanțare în plan global) exprimă o probabilitate ridicată ca BNR să inițieze ciclul monetar post-criză în perioada următoare.
- Altfel spus, ne așteptăm la o reacție a politicii monetare, menită să contrabalanseze caracterul relaxat al politicilor fiscal-bugetare și de venituri, dar și tergiversarea reformelor structurale, într-un context internațional dominat de acumularea de factori de incertitudine, tensiuni și provocări de ordin geo-economic și geo-politic.
- În ceea ce privește costurile de finanțare ale statului (rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani) previzionăm continuarea tendinței ascendente din ultimele luni, într-o evoluție influențată de climatul din piețele internaționale de obligațiuni suverane, dar și de inflexiunea dinamicii anuale a prețurilor de consum pe plan intern.
- Conform noilor previziuni rata medie anuală la titlurile de stat la 10 ani va crește de la 3.3% în 2016, la 3.9% în 2017, 4.2% în 2018, urmând să se consolideze la 4.1% în 2019.
- Pentru luna februarie Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă în volum de 4.2 miliarde RON (din care 1.8 miliarde RON prin certificate de trezorerie), în creștere cu 26.4% peste cel realizat în ianuarie.
- Nu în ultimul rând, în sfera pieței valutare previzionăm o consolidare pe termen scurt și o scădere ușoară pe termen mediu pentru cursul EUR/RON, pe fondul perspectivelor din economia reală (redinamizarea investițiilor și temperarea consumului) și din economia financiară (majorarea diferențialului de dobândă România – Zona Euro).
- Astfel, în acest scenariu central cursul mediu anual EUR/RON se va reduce de la 4.49 în 2016 la 4.47 în 2017, 4.32 în 2018, respectiv 4.30 în 2019.
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu central menționăm: posibilitatea unor modificări ale ordinii economice mondiale; interacțiunea dintre autoritățile responsabile cu implementarea politicilor economice și piața în Statele Unite; incertitudinile din sfera procesului de integrare economică și monetară europeană, mai ales în contextul alegerilor din Germania, Franța și Olanda; deciziile de politică economică și tensiunile politice pe plan intern, cu impact asupra percepției de risc investițional și consecințe în sfera costurilor de finanțare; climatul geo-politic din regiune.

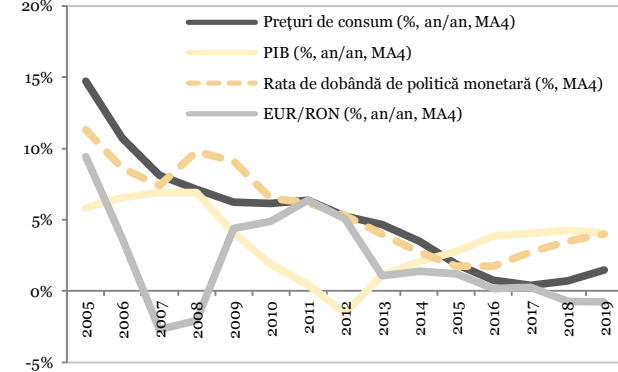
previziuni pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (februarie)	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
02-Feb-2017	690	Titluri	25-Feb-2019
06-Feb-2017	345	Titluri	19-Dec-2022
09-Feb-2017	690	Titluri	26-Feb-2020
13-Feb-2017	800	Certificate	16-Aug-2017
16-Feb-2017	345	Titluri	29-Apr-2024
20-Feb-2017	1,000	Certificate	21-Feb-2018
23-Feb-2017	345	Titluri	26-Iul-2027

titluri de stat în circulație	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1717CTN031	802.3		Aug-17
RO1718CTN013	488.0		Ian-18
RO1519DBN037	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1521DBN041	8,114.4	3.25	Mar-21
RO1425DBN029	8,029.2	4.75	Feb-25

previziuni EUR/RON	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.3563	4.47	4.5337	4.47
2018	4.1693	4.32	4.5001	4.28
2019	4.0277	4.30	4.5103	4.20

ANALIZĂ

dr. Andrei Rădulescu

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

Dan Rusu, CMT

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

Marius Tiberiu Mureșan

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

VÂNZĂRI & TRANZAȚIONARE

Teo Birle

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

Cosmin Bota

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

Aurel Bernat

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

Grupul Financiar Banca Transilvania



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