

Integrarea europeană la răscruce I 23 martie 2017

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

Evoluții macroeconomice recente

- În ultimele săptămâni s-a confirmat traiectoria de accelerare graduală în economia mondială, notându-se dinamica industriei prelucrătoare (indicatorul PMI calculat de JPMorgan a atins în februarie cel mai ridicat nivel din 2011).
- Se remarcă dinamica indicatorilor avansați din SUA, atât din sfera consumului, dar și a investițiilor, evoluție susținută de finalul perioadei banilor ieftini și de așteptarea măsurilor de relaxare fiscal-bugetară și de investiții publice ale Administrației Trump.
- Economia europeană se consolidează, sub influența politicii monetare relaxate a Băncii Centrale Europene. Totodată, olandezii au votat împotriva populismului și extremismului la alegerile generale. Pe de altă parte, populația și companiile mențin un grad ridicat de prudență, în contextul provocărilor cu care se confruntă procesul de integrare europeană (Comisia Europeană a lansat **Cartea Albă** la început de martie).
- Economia internă a consemnat evoluții pozitive în debutul anului, fiind rezistentă la evenimentele din sfera publică. Industria a accelerat, construcțiile s-au stabilizat, consumul a crescut cu un ritm bun, iar exporturile s-au redinamizat în ianuarie.
- În sfera economiei financiare se notează consolidarea costurilor de finanțare și a tendinței ascendente pe burse în perioada recentă, sub influența semnalelor de politică monetară din SUA și Zona Euro (diferențialul de dobândă de referință dintre cele două economii se află pe un trend ascendent spre maximumul pre-criză) (primul grafic alăturat).

Scenariul macroeconomic central

- Am încorporat evoluțiile recente (globale, europene și interne) din economia reală și din economia financiară din ultimele săptămâni și am actualizat scenariul macroeconomic central de previziune pe termen mediu pentru România.
- Noile prognoze indică perspectiva decelerării, în convergență către potențial, pe termen mediu: ritmuri anuale de 4.2% în 2017, 3.7% în 2018 și 3.3% în 2019.
- Scenariul este susținut de perspectivele de majorare a costurilor de finanțare, determinate de ciclul monetar din SUA, dar și de intervenția mai agresivă a statului în economie, cu impact pentru stabilitatea macro-financiară pe termen mediu.
- În acest scenariu previzionăm o redinamizare a investițiilor productive și o decelerare a consumului privat: ritmuri medii anuale de 4.7%, respectiv 4.6% pentru orizontul 2017-2019. Totodată, decalajul dintre dinamica exporturilor și ritmul importurilor s-ar putea atenua în acest interval: rate medii anuale de 5.5% vs. 6.2%.
- Pentru economia financiară ne așteptăm ca banca centrală să inițieze un nou ciclu monetar în 2017, pe fondul convergenței inflației spre ținta BNR și a acumulării de riscuri la adresa stabilității financiare (inclusiv reparația deficitelor gemene).
- Printre riscurile asociate acestui scenariu menționăm: mix-ul de politici economice din SUA, cu impact asupra costului de finanțare în plan global; provocările macro-financiare din China; deciziile cu privire la viitorul Uniunii Europene și Zonei Euro; măsurile de politică economică pe plan intern; climatul geo-politic regional.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	169.0	178.8	191.3	207.1
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	4.2	3.7	3.3
Consum privat (% an/an)	6.0	7.4	5.0	4.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	8.3	0.0	5.8	5.2	3.1
Consum public (% an/an)	0.1	2.5	1.0	0.4	0.4
Exporturi (% an/an)	5.4	7.6	6.2	5.6	4.7
Importuri (% an/an)	9.2	9.3	7.1	6.1	5.4
Rata șomajului (%)	6.8	6.0	5.5	5.2	5.0
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.5	2.7	2.9
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	2.50	3.50	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	2.8	3.0	3.0	2.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	37.7	38.0	37.6	36.4
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.4	-3.0	-3.3	-3.5
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	4.2	4.8	4.7
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.49	4.47	4.39

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

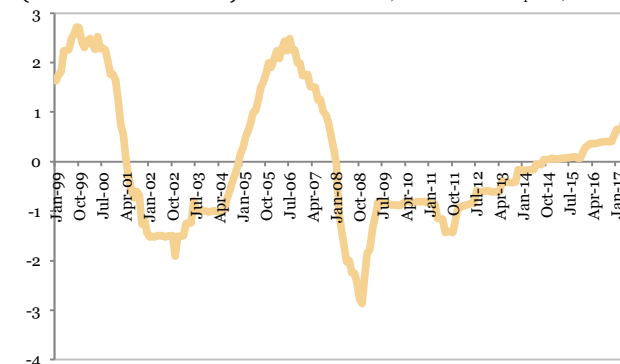
structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.9	62.0
Consum public	14.1	13.7	13.6
Investiții productive	24.3	24.8	23.7
Exporturi	41.2	41.1	41.2
Importuri	41.6	41.7	42.3

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T4/2016	4.7	-
rata inflației IPC	Feb-2017	0.20	-
rata șomajului	Ian-2017	-	5.4
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

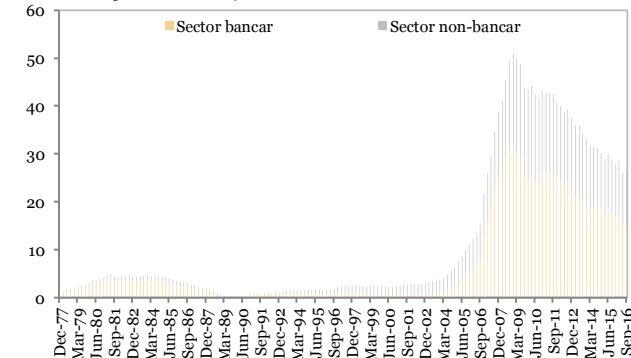
diferențial de dobândă de politică monetară (SUA vs. Zona Euro)

sursa: Rezerva Federală, Banca Centrală Europeană, BT



expunere bănci străine pe economia României (mld. EUR)

sursa: Banca Reglementelor Internaționale (BIS)



calendar macroeconomic martie 2017

instituție	data	indicator
BNR	1 Mar	Rezervele internaționale (Feb)
INS	2 Mar	Rata șomajului (Ian)
INS	2 Mar	Turismul (Ian)
INS	3 Mar	Comerțul cu amănuntul (Ian)
INS	7 Mar	Dinamica PIB (P1, 2016)
INS	10 Mar	Dinamica prețurilor de consum (Feb)
INS	13 Mar	Balanța comercială cu bunuri (Ian)
INS	13 Mar	Comenzile noi în industrie (Ian)
INS	13 Mar	Producția industrială (Ian)
INS	13 Mar	Salariul mediu net (Ian)
INS	15 Mar	Sectorul de construcții (Ian)
BNR	16 Mar	Balanța de plăți (Ian)
BNR	23 Mar	Indicatorii monetari (Feb)
INS	28 Mar	Tendințe în economie (Mar-Mai)
INS	28 Mar	Locurile de muncă și șomajul (2016)
INS	30 Mar	Autorizații construcții rezidențiale (Feb)
INS	30 Mar	Locurile de muncă vacante (2016)

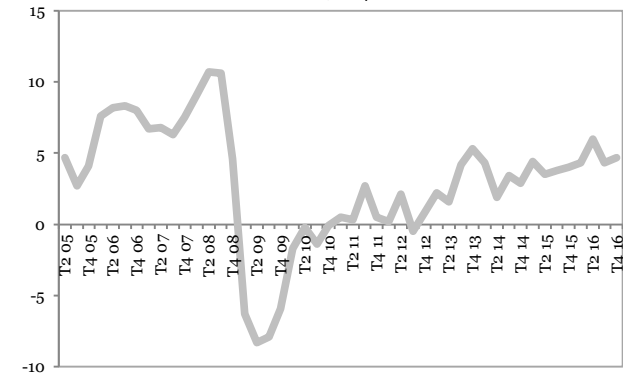
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

ACTIVITATEA ECONOMICĂ

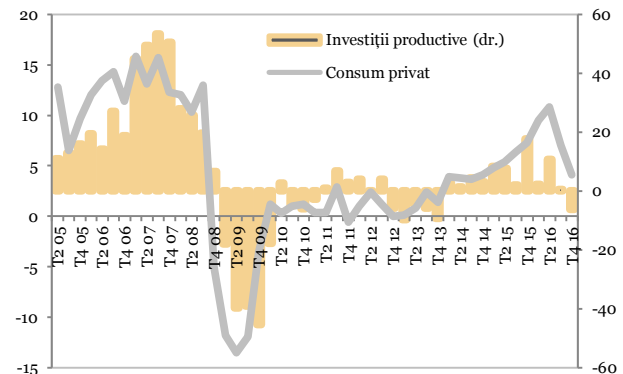
- Estimările provizorii (1) ale Institutului Național de Statistică (INS) confirmă datele preliminare: economia României a accelerat în T4 2016, crescând cu un ritm trimestrial de 1.3% și cu 4.7% an/an.
- Subliniem faptul că la dinamica anuală a PIB-ului au contribuit atât cererea internă cât și exportul net în ultimul trimestru din anul trecut.
- Cererea internă a avut o contribuție de 4.4 puncte procentuale la ritmul anual al economiei din T4 2016, dat fiind că dinamica consumului și avansul stocurilor au contrabalansat declinul investițiilor productive.
- Consumul privat (principala componentă a PIB) a decelerat la 4.1% an/an în T4 2016, cea mai slabă din ultimii doi ani. Această evoluție a avut loc într-un context caracterizat prin majorarea veniturilor populației și relansarea creditării, ceea ce reflectă intensificarea gradului de prudență la nivel de consumator.
- Totodată, consumul public a contribuit cu 0.5 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în ultimul trimestru din 2016 (în care s-au desfășurat alegerile generale).
- Pe de altă parte, investițiile productive (motorul economiei) au scăzut cu 6.2% an/an, evoluție influențată de factori precum: amânarea planurilor investiționale până la eliminarea taxei pe construcții speciale (1 ianuarie 2017); incertitudinile cu privire la politica economică și climatul politic din perioada post-electorală.
- Cu toate acestea, stocurile companiilor au avut o contribuție de 3.3 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB în T4 2016.
- De asemenea, exportul net a contribuit cu 0.3 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în ultimele trei luni din 2016. Această evoluție a fost determinată de accelerarea exporturilor (la 8.2% an/an) și de decelerarea importurilor (6.7% an/an).
- Astfel, în 2016 economia internă a consemnat un ritm de creștere de 4.8% an/an, cea mai bună dinamică din 2008, evoluție determinată de accelerarea cererii interne, sub influența mix-ului relaxat de politici economice.
- Cererea internă a contribuit cu 5.6 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB-ului anul trecut, notându-se accelerarea consumului privat. Principala componentă a PIB a crescut cu 7.4% an/an (cel mai bun ritm din 2007), evoluție la care au contribuit majorarea venitului real disponibil al populației și relansarea creditării în RON.
- Totodată, consumul public a avut o contribuție de 0.4 puncte procentuale la ritmul anual al economiei în anul electoral 2016.
- De asemenea, companiile au acumulat stocuri (contribuție cu 0.7 puncte procentuale la dinamica PIB) anul trecut.
- Pe de altă parte, investițiile productive au stagnat în 2016, dat fiind că majorarea din primul semestru a fost contrabalansată de intensificarea incertitudinilor din sfera politicii economice (externe și interne) și de așteptarea intrării în vigoare a runde a doua de măsuri din Noul Cod Fiscal (eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți și reducerea cotei generale de TVA de la 20% la 19%).
- De asemenea, exportul net a continuat să prezinte o contribuție negativă la ritmul PIB în 2016 (-0.8 puncte procentuale), dat fiind că importurile au crescut cu un ritm mai puternic decât exporturile (9.3% an/an vs. 7.6% an/an).
- Analiza din perspectiva ofertei agregate indică faptul că IT&C și-a consolidat statutul de stea a economiei interne anul trecut: avans cu 14.2% an/an.
- Totodată, ramurile orientate spre consumator au crescut puternic în 2016: comerț/reparare auto-moto/transport/depozitare/HORECA în urcare cu 10.9% an/an.
- Cu toate acestea, sectoarele tradiționale ale economiei au cvasi-stagnat în 2016: sectorul primar (0.1% an/an), industria (1.7% an/an) și construcțiile (1.8% an/an).
- Recent, indicatorii macroeconomici au evoluat favorabil, notându-se rezistența la tensiunile din sfera publică, pe fondul semnalelor de re-accelerare din economia mondială și a măsurilor din Noul Cod Fiscal (intrate în vigoare de la 1 ianuarie).
- Astfel, comenzile noi în **industria prelucrătoare** au accelerat la 7.8% an/an în ianuarie, lună în care producția industrială s-a redinamizat (avans cu 5.8% an/an, cea mai bună dinamică din toamna 2014).
- Totodată, **construcțiile** (sector intensiv în capital și forță de muncă) s-au stabilizat în ianuarie: creștere cu 5.1% lună/lună, temperare a ritmului de declin an/an la 1.1%.
- Nu în ultimul rând, **comerțul cu amănuntul** a continuat să prezinte un ritm bun de evoluție, chiar dacă în decelerare la 6.4% an/an în prima lună din 2017.
- În sfera **cererii externe nete** exporturile și importurile de bunuri s-au redinamizat în ianuarie (13.6% an/an, respectiv 17.4% an/an), pe fondul accelerării economiei globale, consolidării economiei Zonei Euro și fluctuațiilor din piața valutară.

dinamica PIB în România (% , an/an) sursa: INS, Eurostat



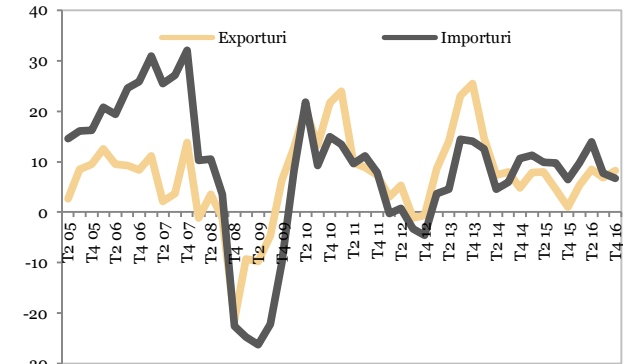
investiții vs. consum privat în România (% , an/an)

sursa: Eurostat, INS, prelucrări BT

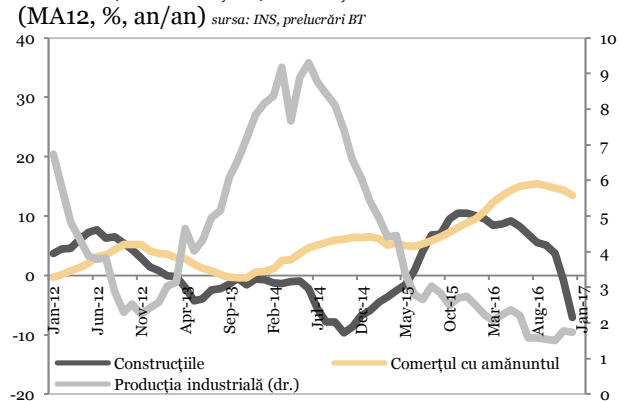


exporturi vs. importuri (% , an/an)

sursa: INS, prelucrări BT



industria, construcțiile, comerțul cu amănuntul (MA12, % , an/an) sursa: INS, prelucrări BT



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- La început de 2017 a continuat tendința de ameliorare din piața forței de muncă, evoluție susținută de premisele de continuare a ciclului investițional post-criză și influențată de măsurile de susținere a mobilității populației active (implementate în decembrie 2016) și intensificarea migrației spre Europa de Vest.
- Conform datelor INS **numărul șomerilor** (15-74 ani) a scăzut cu 1% lună/lună (și cu 16.2% an/an), la 487.9 mii în ianuarie, cel mai redus nivel din ultimele decenii.
- Astfel, rata șomajului s-a diminuat la 5.4% în prima lună din 2017 (de la 5.5% în decembrie anul trecut), nivelul minim din anii 1990.
- În ianuarie rata șomajului la bărbați s-a situat la 5.8% (în scădere de la 6% în decembrie 2016), iar rata șomajului la femei s-a consolidat la 4.9%.
- Comparativ cu ianuarie 2016 rata șomajului a scăzut cu 1 punct procentual: componentele masculină și feminină s-au diminuat cu 1.4 puncte procentuale, respectiv cu 0.5 puncte procentuale.
- În ultimele trimestre rata șomajului a consemnat un nivel inferior componentei structurale, după cum se poate nota în al doilea grafic alăturat, care prezintă estimările econometrice elaborate recent.
- Această evoluție exprimă premise de continuare a tendinței de scădere a șomajului din perspectiva termenului scurt.

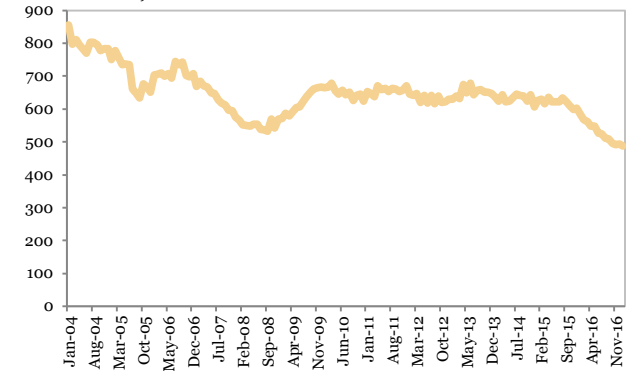
ECONOMIA FINANCIARĂ

- Climatul din piețele internaționale și evoluțiile macroeconomice și politice interne au avut impact pe piața financiară din România în luna februarie.

PREȚURILE DE CONSUM

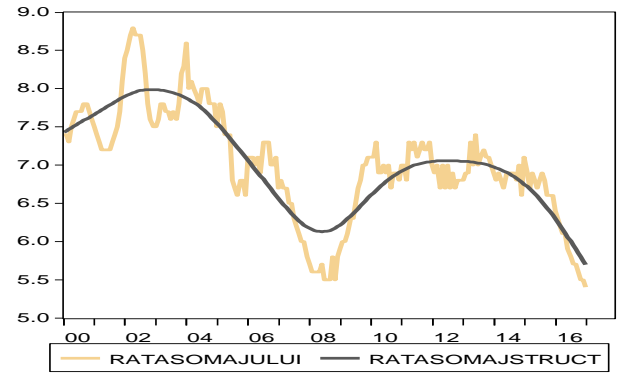
- Datele INS indică scăderea **prețurilor de consum** cu 0.09% lună/lună în februarie, evoluție determinată, în principal, de reducerea tarifelor la servicii (19.9% din coșul de consum) cu un ritm lunar de 1.78%, pe fondul eliminării celor 102 taxe.
- Pe de altă parte, prețurile la mărfuri ne-alimentare (45.45% din coșul de consum) au urcat cu un ritm lunar de 0.08% în februarie. Se notează creșterea prețurilor la combustibili (cu 0.24%), determinată de majorarea cotațiilor la țiței și deprecierea RON.
- Totodată, prețurile la bunuri alimentare (34.65% din coșul de consum) au consemnat un avans de 0.65% lună/lună în februarie, pe fondul creșterilor de prețuri la fructe & conserve din fructe și la legume & conserve de legume cu dinamici lună/lună de 2.87%, respectiv 3.84%.
- Inflația an/an a accelerat de la 0.05% în ianuarie la 0.20% în februarie, nivelul maxim din primăvara 2015, înainte de reducerea cotei TVA la alimente și servicii de alimentație.
- Această evoluție a fost determinată de dinamizarea prețurilor la mărfuri alimentare (1.43% an/an – cel mai ridicat nivel al ultimelor șase luni).
- De asemenea, dinamica an/an a prețurilor la mărfuri ne-alimentare a reintrat în teritoriu pozitiv în februarie (0.11%), după declinul înregistrat în ultimele 12 luni.
- Cu toate acestea, tarifele la servicii s-au diminuat cu 1.71% an/an în februarie.
- Prin urmare, în perioada ianuarie-februarie inflația medie anuală a fost 0.13%.
- În ceea ce privește indicele armonizat al prețurilor de consum se observă o accelerare a ratei anuale de inflație de la 0.3% în ianuarie la 0.5% în februarie.
- În primele două luni din 2017 evoluția prețurilor de consum a fost influențată de: eliminarea celor 102 taxe și a accizei suplimentare la carburanți; diminuarea cotei generale de TVA de la 20% la 19%; fluctuațiile din piața valutară și ale cotațiilor internaționale la materii prime.

numărul de șomeri (mii) sursa: INS

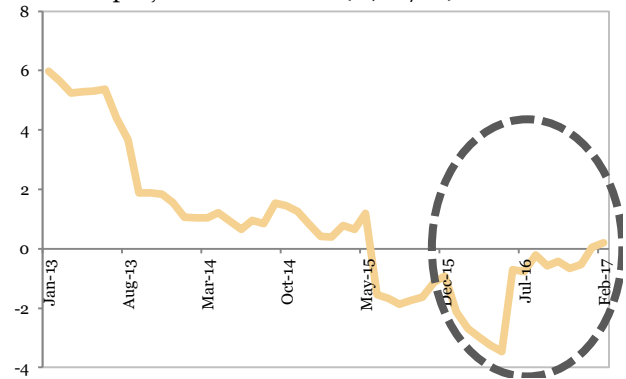


rata șomajului (%) vs. componenta structurală (%)

sursa: INS, estimări econometrice BT

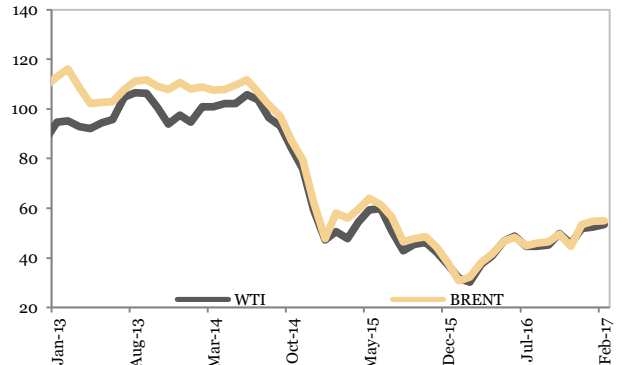


dinamica prețurilor de consum (% an/an) sursa: INS, Eurostat



cotațiile internaționale la țiței (dolari/baril)

sursa: Departamentul de Energie, SUA



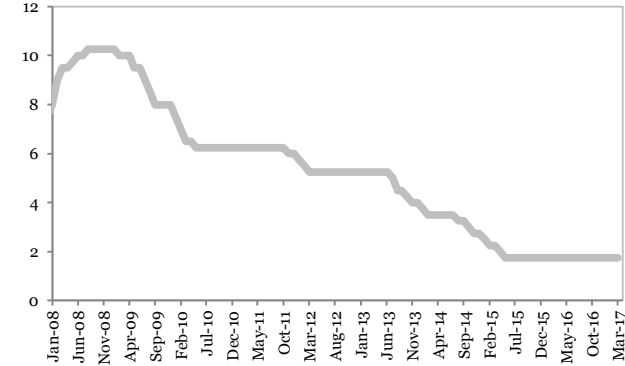
POLITICA MONETARĂ

- 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.

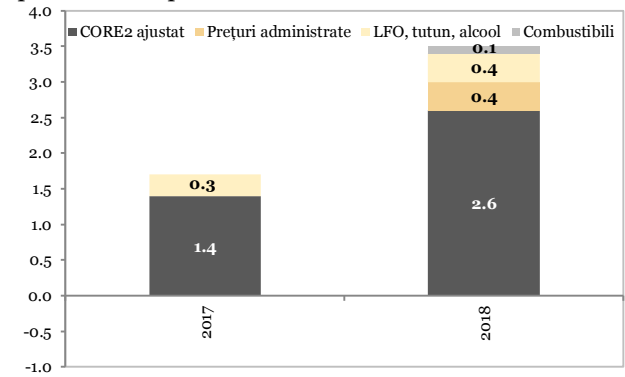
PIAȚA MONETARĂ

- Evoluțiile macro-financiare globale și europene coroborate cu perspectivele de politică economică pe plan intern pe termen scurt au determinat majorarea ratelor de dobândă pe piața monetară pe toate scadențele în luna februarie.
- Între sfârșit de ianuarie și final de februarie ratele de dobândă pe piața monetară au crescut, în medie, cu trei puncte bază. ROBOR a încheiat luna trecută la 0.49% pe scadențele overnight și tomorrow next, 0.53% la o săptămână, 0.63% la o lună, 0.82% la trei luni, 1.05% la șase luni, 1.16% la nouă luni și 1.24% la 12 luni.
- Astfel, în dinamică an/an (final de februarie comparativ cu finele lunii februarie 2016) ROBOR a crescut, în medie, cu șapte puncte bază, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele foarte scurte (nouă puncte bază pentru overnight, tomorrow next și o lună).
- În ceea ce privește valorile medii lunare ROBOR a scăzut în februarie cu 1% lună/lună pe scadențele overnight, tomorrow next și cu 2% pe scadența șase luni. Pe de altă parte, nivelul mediu lunar ROBOR s-a consolidat pe scadențele trei luni, nouă luni și 12 luni și a crescut cu 1% la o săptămână și cu 2% la o lună.
- În dinamică an/an ROBOR mediu lunar a crescut cu 8% în februarie, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele foarte scurte: overnight (cu 13%), tomorrow next (cu 14%), o săptămână (cu 11%) și o lună (cu 18%).

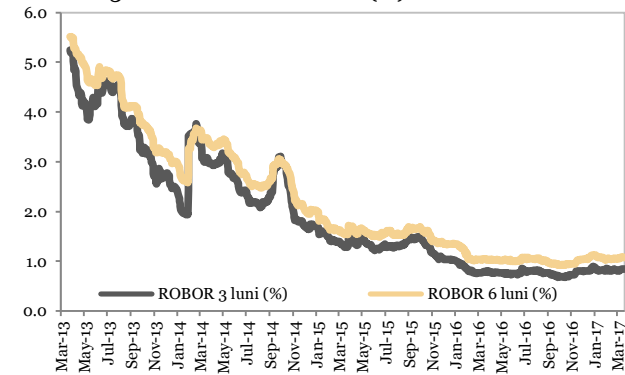
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



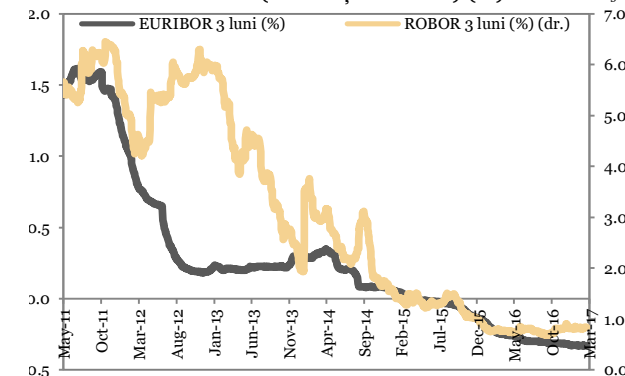
prețurile de consum an/an (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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



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



PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- **Piața titlurilor de stat** din România a fost influențată de climatul macro-financiar extern și de factorii interni (inclusiv tensiunile din sfera publică) în luna februarie.
- În Statele Unite indicatorii economici avansați s-au ameliorat în perioada recentă, pe fondul climatului pozitiv din piețele financiare globale, dar și în așteptarea implementării de către Administrația Trump a măsurilor de relaxare fiscal-bugetară promise în campania electorală. De altfel, în primul discurs susținut în Congres Președintele Trump a subliniat prioritățile politicii economice în actualul mandat: reforma fiscalității, a sistemului de imigrație, majorarea cheltuielilor de apărare și un plan de investiții în infrastructură de 1 trilion USD (5% din PIB). De asemenea, climatul pozitiv din piața imobiliară și din piața forței de muncă s-a consolidat în februarie. Pe de altă parte, comerțul cu amănuntul și industria au prezentat evoluții slabe în februarie, confirmându-se decalajul dintre avântul indicatorilor de încredere și lentoarea indicatorilor coincidenți. Prin urmare, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a redus cu 2.8% între final de ianuarie și finele lunii februarie, la 2.397% (declin cu 2% de la începutul anului). Cu toate acestea, valoarea medie lunară a acestui indicator (barometru pentru costul de finanțare în economie) s-a consolidat la 2.42% în februarie, pe fondul perspectivelor ca FED să continue ciclul monetar post-criză pe termen scurt (de altfel, banca centrală a majorat din nou dobânda în martie).
- În Zona Euro indicatorii economici de încredere comunicați în ultimele săptămâni au continuat să se amelioreze (încrederea în economie a atins maximul din 2011), evoluție susținută de politica monetară relaxată fără precedent implementată de Banca Centrală Europeană, dar și de semnalele de accelerare a economiei mondiale. Pe de altă parte, percepția de risc cu privire la viitorul Uniunii Europene s-a intensificat în contextul apropiierii alegerilor din Olanda și Franța, aspect reflectat de deteriorarea vânzărilor din comerțul cu amănuntul, deși climatul pozitiv din piața forței de muncă se consolidează. Aceste evoluții coroborate cu cele din piețele globale au condus la scăderea ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani cu 52.4% între finele lunii ianuarie și final de februarie, la 0.208%. Nivelul mediu lunar al acestui indicator s-a diminuat cu 9.9% lună/lună, la 0.32% în februarie.
- În România indicatorii de încredere în economie s-au deteriorat în februarie, pe fondul evenimentelor din sfera publică. Cu toate acestea, dinamica indicatorilor coincidenți indică rezistența economiei la riscurile politice în primul trimestru din 2017. De asemenea, percepția de risc s-a intensificat pe plan intern, pe fondul implementării unor noi măsuri de relaxare bugetară și de majorare a veniturilor din sectorul public (care au condus la creșterea probabilității ca ponderea deficitului bugetar în PIB să depășească 3% în acest an). Aceste aspecte coroborate cu evoluțiile din piețele internaționale de titluri de stat au contribuit la scăderea ratei de dobândă la obligațiunile suverane cu 1.8% între finele lui ianuarie și final de februarie, la 3.625%. Ca medie lunară indicatorul a crescut însă cu 4.9%, la 3.63% în februarie, pe fondul acumulării de incertitudine din sfera mix-ului de politici economice.
- În a doua lună din 2017 statul s-a împrumutat cu 3.5 miliarde RON pe piața internă (volum cu 5.9% peste cel din ianuarie, dar sub nivelul programat de 4.2 miliarde RON), din care 1.8 miliarde RON prin certificate de trezorerie.

PIAȚA VALUTARĂ

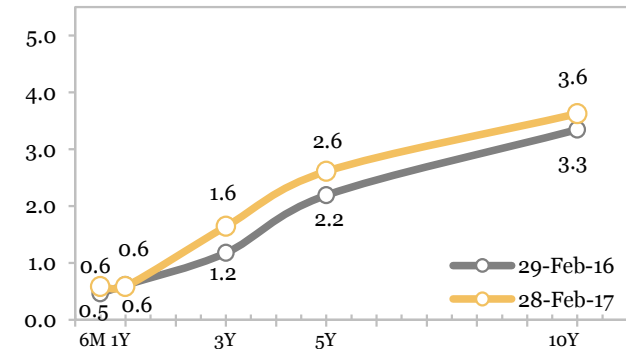
- Cursul EUR/RON a fluctuat la BNR în intervalul (4.4888 – 4.5337) în luna februarie, climatul predominant pozitiv din piețele internaționale fiind contrabalansat de intensificarea percepției de risc pe plan intern (în contextul evenimentelor din sfera publică, dar și a reparației factorilor de incertitudine la adresa stabilității macro-financiare).
- EUR/RON a încheiat luna februarie la 4.5160, în creștere cu 0.27% față de nivelul de la final de ianuarie și cu 1.05% an/an (dar în scădere cu 0.55% ytd).
- Astfel, luna trecută cursul a înregistrat un nivel mediu de 4.5120, în creștere cu 0.24% față de ianuarie și cu 0.67% an/an.

PIAȚA BURSIERĂ

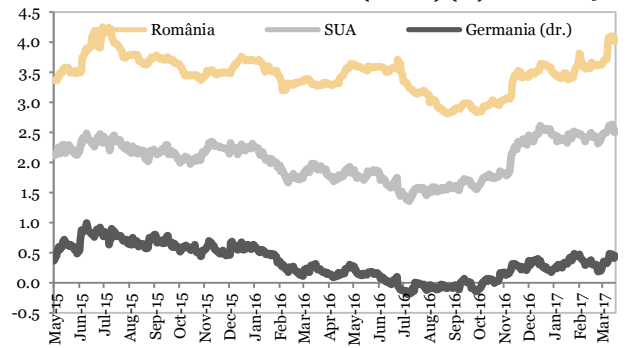
- Bursa a crescut pentru a patra lună consecutiv în februarie, evoluție influențată de climatul pozitiv din piețele internaționale (indicele american S&P 500 a urcat cu 3.7%, la 2,363.6 puncte, iar indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 a consemnat un avans de 2.8%, la 370.2 puncte), dar și de știrile din sfera companiilor interne. Indicele BET a urcat cu 6% până la 7,969.9 puncte luna trecută.

licitații M. Finanțe (februarie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1522DBN056	353.7	Dec-2022	3.30
RO1620DBN017	690.0	Feb-2020	2.20
RO1717CTN031	800.0	Aug-2017	0.56
RO1624DBN027	345.0	Apr-2024	3.51
RO1718CTN047	1,000.0	Feb-2018	0.95
RO1227DBN011	345.0	Iul-2027	4.07

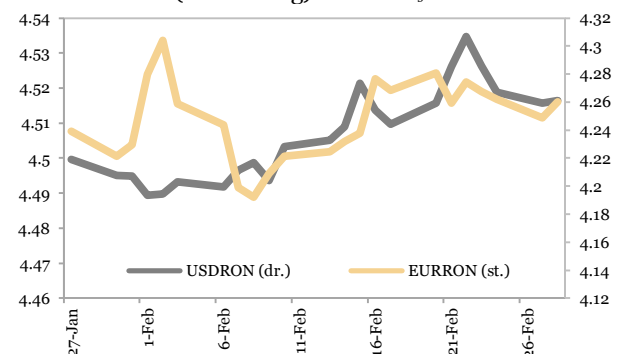
curba randamentelor (%) sursa: BNR



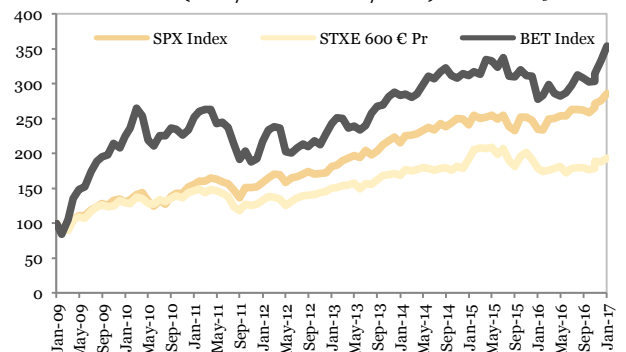
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: Bloomberg



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



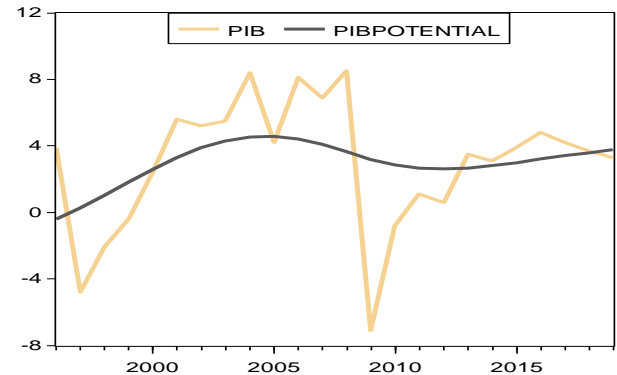
SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

ECONOMIA REALĂ

- În ultimele săptămâni s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macro-financiar (globali, europeni și interni), care exprimă premise de consolidare a ciclului post-criză în trimestrele următoare.
- Aceste perspective sunt susținute de nivelul accesibil al costurilor de finanțare și premisa implementării unor planuri de relaxare fiscal-bugetară în Statele Unite (prima economie a lumii, cu o pondere de aproximativ 25% din economia mondială).
- Pe de altă parte, se notează intensificarea decalajului dintre majorarea indicatorilor avansați și lentoarea indicatorilor coincidenți în Statele Unite, într-o perioadă în care convergența inflației către țintă și climatul pozitiv din piața forței de muncă determină FED să accelereze cadența ciclului monetar (la jumătatea lunii martie instituția a majorat din nou rata de dobândă de politică monetară).
- Totodată, de cealaltă parte a Atlanticului Comisia Europeană a lansat Cartea Albă la începutul lunii martie, în care prezintă cinci scenarii posibile pentru viitorul Uniunii Europene post-Brexit, perspectiva mai multor viteze fiind susținută de Germania și Franța (primele două economii din Zona Euro).
- Nu în ultimul rând, în România economia a demonstrat rezistență la tensiunile din sfera publică manifestate în debutul anului, dar reaparitia deficitelor gemene și intervenția mai agresivă a statului în economie prin politicile fiscal-bugetară și de venituri sunt factori de risc pentru stabilitatea macro-financiară pe termen mediu.
- În acest context, am revizuit scenariul macro-econometric central pe termen mediu pe economia României, prin incorporarea evoluțiilor recente ale indicatorilor macro-financiar, externi și interni, inclusiv a estimărilor provizorii (1) privind dinamica PIB-ului din 2016 (comunicate de INS la începutul lunii martie).
- Astfel, previziunile macroeconomice actualizate indică perspectiva decelerării dinamicii anuale a economiei spre ritmul potențial pe termen mediu (după cum se poate nota și în primul grafic din partea dreaptă).
- Acest scenariu are la bază premisele de deteriorare a competitivității internaționale, dar și persistența menținerii unui grad ridicat de prudență (la nivel de consumatori și companii), în contextul acumulării de incertitudini și provocări din sfera politicii economice (inclusiv stagnarea reformelor structurale), cu impact asupra stabilității macro-financiare pe termen mediu.
- Noile prognoze indică faptul că PIB-ul României ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 4.2% în 2017, 3.7% în 2018, respectiv 3.3% în 2019.
- Conform scenariului central actualizat investițiile productive (motorul economiei) ar putea accelera la 5.8% an/an în 2017, pe fondul consolidării ciclului economic din Zona Euro (cu impact pentru exporturi), dar și a climatului pozitiv din sfera cererii interne. Pe de altă parte, investițiile vor decelera la 5.2% an/an în 2018 și 3.1% an/an în 2019 în acest scenariu, ca urmare a modificării mix-ului de politici economice (cu impact asupra costurilor de finanțare) și prudenței companiilor.
- De asemenea, ne așteptăm la normalizarea dinamicii anuale a consumului privat (principala componentă a PIB), pe fondul majorării costurilor de finanțare, dar și în contextul premiselor de consolidare a gradului de prudență la nivelul populației. Conform acestui scenariu consumul privat ar putea crește cu dinamicii medii anuale de 5% în 2017, 4.4% în 2018, respectiv 4.5% în 2019.
- Nu în ultimul rând, previzionăm o contribuție ușor pozitivă la dinamica PIB și din partea consumului public, însă subliniem faptul că marja de manevră a politicii fiscal-bugetare este foarte redusă după implementarea recentă a măsurilor de relaxare.
- În ceea ce privește cererea externă netă ne așteptăm la o apropiere a ritmurilor medii anuale ale exporturilor și importurilor în orizontul 2017-2019 (5.5% vs. 6.2%).
- Perspectiva continuării ciclului investițional post-criză va contribui la consolidarea climatului pozitiv din piața forței de muncă pe termen mediu, rata anuală a șomajului putând să scadă până la 5% în 2019.
- Factorii de risc pentru scenariul macroeconomic central pe termen mediu pe economia României constau în: climatul macro-financiar global și European (inclusiv viitorul procesului de integrare monetară europeană); mix-ul de politici economice pe plan intern (absența marjei de manevră fiscal-bugetară în cazul incidenței unor șocuri adverse și stagnarea reformelor într-o perioadă de acumulare de dezechilibre); evoluțiile geo-politice din regiune.

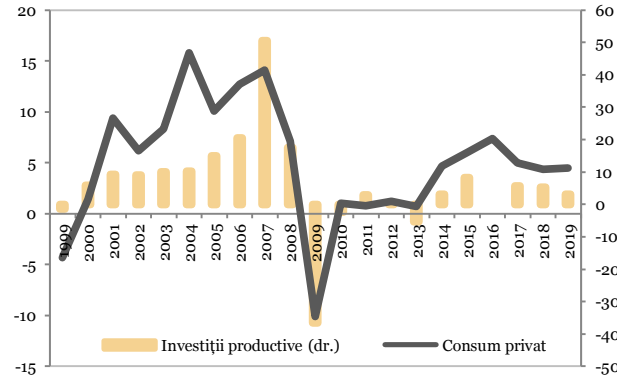
PIB vs. PIB potențial (% an/an)

sursa: Comisia Europeană, BNR, BVB, prelucrări, estimări și previziuni BT



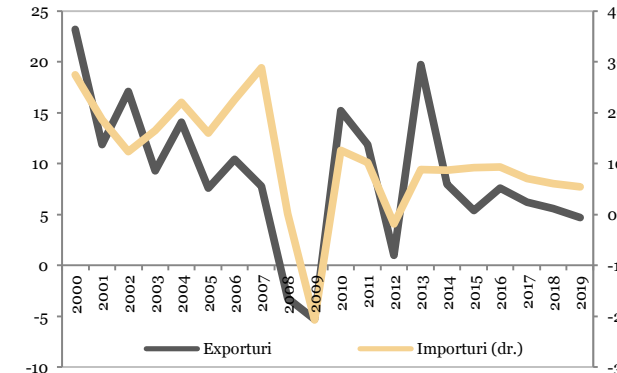
consum privat vs. investiții productive (% an/an)

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



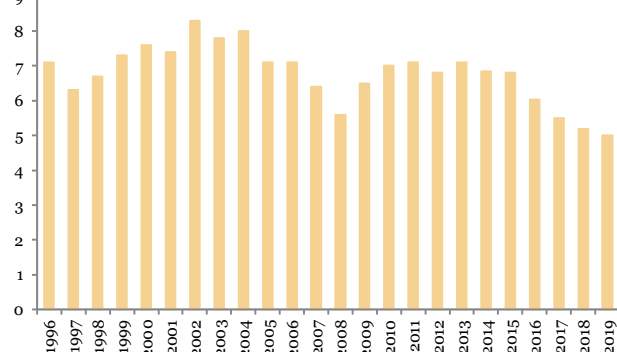
exporturi vs. importuri (% an/an)

sursa: BNR, previziuni BT



rata șomajului (% medie anuală)

sursa: Eurostat, previziuni BT

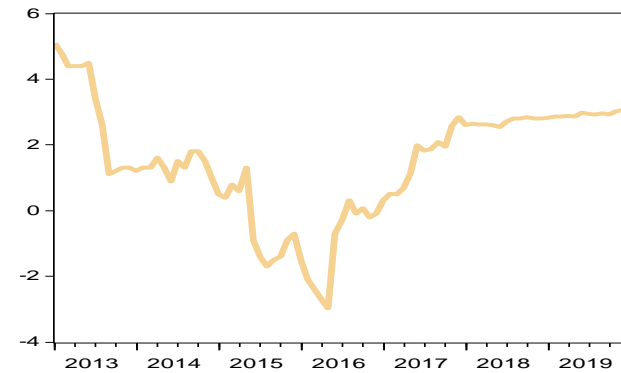


ECONOMIA FINANCIARĂ

- Prin incorporarea dinamicii recente a indicatorilor macro-financiari (internaționali și interni) am ajustat și prognozele pe termen mediu pentru dimensiunea financiară a economiei interne.
- Conform scenariului central actualizat ne așteptăm la accelerarea inflației în trimestrele următoare, evoluție influențată și de dinamica presiunilor salariale și de ritmul lent al reformelor structurale.
- Astfel, dinamica medie anuală a prețurilor de consum (măsurată pe indicele armonizat UE) s-ar putea situa la 1.5% în 2017, 2.7% în 2018 și 2.9% în 2019.
- Premisele de convergență a inflației spre ținta băncii centrale (2.5% ± 1 punct procentual) pe termen scurt, intensificarea riscurilor la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu și majorarea costurilor de finanțare în plan global (cu impact asupra direcției fluxurilor de capital adresate economiilor emergente) sunt factori care susțin perspectiva ca BNR să inițieze un nou ciclu monetar în acest an.
- Noile prognoze pentru dinamica prețurilor de consum au fost incorporate în modelele de previziune pentru piața titlurilor de stat și pentru piața valutară.
- Astfel, pentru rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) am majorat prognozele pe termen mediu, spre valori medii anuale de 4.2% în 2017, 4.8% în 2018 și 4.7% în 2019. Noile previziuni au incorporat și modificarea emisiunii de titluri de stat luată în considerare drept referință pentru scadența 10 ani.
- Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă în volum de 4.1 miliarde RON (din care 1.2 miliarde RON prin certificate) și 200 milioane EUR în luna martie.
- De asemenea, am revizuit în sus prognozele pentru evoluția cursului EUR/RON pe termen mediu, prin incorporarea evoluțiilor recente, dar și a perspectivelor privind dinamica economiei reale și a inflației. Noile previziuni indică un nivel mediu anual pentru cursul EUR/RON de 4.49 în 2017, 4.47 în 2018 și 4.39 în 2019.
- În încheiere subliniem factorii de risc pentru acest scenariu central: evoluțiile din sfera economiei reale și a economiei financiare pe plan global și în Zona Euro; deciziile cu privire la viitorul Uniunii Europene în perioada post-Brexit; intervenția statului în economie pe plan intern, cu impact asupra comportamentului economic al populației și companiilor; climatul geo-politic și geo-economic regional.

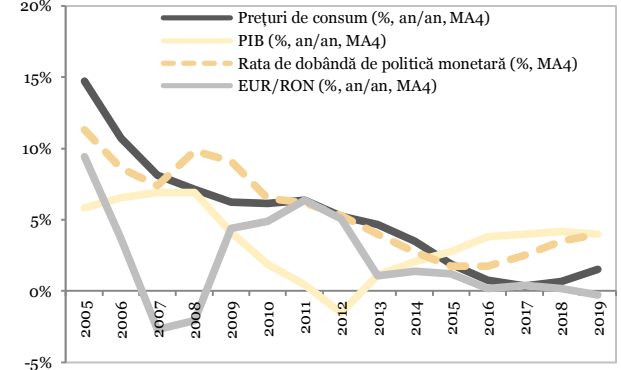
previziuni pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (martie)

sursa: M. Finanțe

	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
02-Mar-2017	805	Titluri	25-Feb-2019
06-Mar-2017	690	Titluri	08-Mar-2022
09-Mar-2017	690	Titluri	26-Feb-2020
13-Mar-2017	345	Titluri	29-Apr-2024
16-Mar-2017	600	Certificate	18-Sep-2017
20-Mar-2017	345	Titluri	26-Iul-2027
23-Mar-2017	600	Certificate	26-Mar-2018

	Valoare (mil. EUR)	Instrument	Maturitate
27-Mar-2017	200	Titluri	26-Feb-2021

titluri de stat în circulație

sursa: BNR

	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1717CTN056	602.2		Sep-17
RO1718CTN047	1,009.6		Feb-18
RO1519DBN037	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1722DBN045	690.0	3.40	Mar-22
RO1227DBN011	6,235.3	5.80	Iul-27

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.4224	4.49	4.5929	4.50
2018	4.3940	4.47	4.6232	4.46
2019	4.3772	4.39	4.6213	4.41

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) 0374.471.441
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 [acesează AICI](#)
 - depozite – persoane juridice [acesează AICI](#)
 - cursuri case de schimb [acesează AICI](#)
 - titluri de stat și operațiuni REPO [acesează AICI](#)
-
- tranzacționare online pe bursele din București și Viena [acesează AICI](#)
 - credite marjă [acesează AICI](#)
 - administrare discreționară [acesează AICI](#)
 - împrumuturi de acțiuni pentru vânzarea în lipsă [acesează AICI](#)
-
- fonduri de venit fix în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
 - fonduri mixte (max. 20% acțiuni) [acesează AICI](#)
 - fonduri de acțiuni (indice sau fără reper) în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
-
- finanțări rapide către persoane fizice, credite de consum pentru nevoi personale sau pentru achiziții în rate în locațiile comercianților parteneri [acesează AICI](#)
-
- acces rapid și simplificat la suport financiar în vederea achiziției de bunuri de folosință îndelungată; se adresează persoanelor juridice, companii mici, mijlocii și corporate [acesează AICI](#)
-
- soluții de finanțare și management pentru folosința autovehiculelor, împreună cu administrarea externalizată a tuturor operațiunilor de care depinde funcționarea flotei auto [acesează AICI](#)

LIMITAREA RĂSPUNDERII

Acest raport este publicat în România de către Banca Transilvania/subsidiarele sale, o instituție financiar-bancară ale cărei activități sunt reglementate și supravegheate consolidat de Banca Națională a României (BNR) și Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF).

Rapoartele de analiză emise de Banca Transilvania și subsidiarele sale au un caracter pur informativ, pot fi utilizate ca instrumente auxiliare în procesul de luare a deciziilor de investiții. Cu alte cuvinte, analizele publicate de Banca Transilvania sau oricare dintre subsidiarele sale nu trebuie interpretate ca: a) Ofertă de vânzare/subscriere la instrumente financiare menționate în rapoarte; b) Instrument de reclamă pentru instrumentele financiare menționate în rapoarte. Informațiile care stau la baza acestor rapoarte au fost obținute din surse publice, considerate relevante și de încredere: Institute de Statistică, Bănci Centrale, Agenții Financiare & Organizații Interne și Internaționale, etc. Atragem însă atenția cu privire la faptul că acuratețea/corectitudinea acestor informații din surse publice nu poate fi verificată și/sau contestată de instituția noastră.

Opiniile analitice exprimate în rapoarte reflectă punctul de vedere al analiștilor la momentul publicării, rezultat prin raționament independent cu metode analitice specifice. Recomandările emise pot să nu coincidă cu poziția tuturor instituțiilor din grupul Băncii Transilvania. Opiniile au fost exprimate cu bună-credință, fără omisiuni intenționate și în condiții limitate de acces la informații: a existat acces doar la datele și informațiile făcute publice de către organisme și organizații interne și internaționale.

Atragem atenția cu privire la faptul că recomandările din rapoartele de analiză ale Băncii Transilvania sau ale subsidiarelor sale ar putea fi nepotrivite pentru unii investitori (în funcție de situația financiară, orizontul și obiectivele investiționale). Valoarea instrumentelor financiare la care se face referire în analizele elaborate fluctuează în timp, iar performanța trecută nu constituie sub nicio formă un indicator pentru performanța viitoare. Totodată, subliniem faptul că investițiilor le sunt asociate factori de risc, care nu sunt totalmente explicitați în rapoarte. Altfel spus, Banca Transilvania sau orice colaborator nu sunt responsabili pentru niciun fel de pierdere directă și/sau potențială, rezultată din utilizarea elementelor publicate în raport.

Recomandările emise pot fi modificate oricând fără o notificare prealabilă, Banca Transilvania/subsidiarele sale rezervându-și dreptul de a întrerupe publicarea fără aviz prealabil.

Remunerația autorilor rapoartelor de analiză nu este în niciun fel influențată de recomandările exprimate în cadrul acestora.

Banca Transilvania, angajații sau colaboratorii săi sau ai subsidiarelor sale pot avea expunere pe orice instrument financiar analizat în raport.

Reproducerea totală sau parțială a acestui raport este permisă doar prin menționarea sursei.

Arhiva rapoartelor de analiză emise de Banca Transilvania/subsidiarele sale poate fi consultată accesând link-ul următor: https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm_source=raportPDF&utm_medium=email&utm_campaign=raport-analiza-pdf.