

## Economia în faza de supraîncălzire I 24 mai 2017

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

### Evoluții macroeconomice recente

- În aprilie dinamica economiei mondiale s-a consolidat, decelerarea marginală din industria prelucrătoare fiind contrabalansată de momentul favorabil din sectorul de servicii, susținut de majorarea veniturilor populației și procesul de digitalizare.
- În Statele Unite indicatorii macroeconomici au consemnat evoluții predominant favorabile în perioada recentă, care exprimă premise de accelerare pentru trimestrul II, însă percepția de risc s-a intensificat recent, pe fondul tensiunilor din sfera politică.
- Se evidențiază dinamica macroeconomică din Zona Euro, impulsionată de accelerarea turajului motorului german, determinată de nivelul redus al costurilor de finanțare, cu impact pozitiv pentru investiții și consum.
- În România economia a accelerat la 5.7% an/an în trimestrul I, evoluție peste potențial, care exprimă rezistența la tensiunile din sfera publică, determinată de mix-ul relaxat de politici economice, dar și de ciclul investițional european.
- La nivelul economiei financiare ratele de dobândă la titluri de stat au scăzut, iar piețele de acțiuni au crescut în aprilie, pe fondul semnalelor de politică monetară din SUA și Zona Euro, excesului de lichiditate și tensiunilor geo-politice.

### Scenariul macroeconomic central

- Am majorat prognoza privind dinamica PIB-ului României pe 2017 (de la 4.1% an/an la 4.5% an/an), pe fondul revizuirii în sus a previziunilor pentru consumul privat. Pe de altă parte, am menținut prognozele pentru celelalte componente ale PIB-ului, o revizuire fiind posibilă în iunie, după comunicarea estimărilor provizorii (1).
- Cu toate acestea, continuăm să ne așteptăm la decelerarea dinamicii economiei, în convergență spre potențial, pe termen mediu (ritmuri anuale de 3.7% în 2018 și 3.4% în 2019), ca urmare a perspectivei de majorare a costurilor de finanțare.
- În acest scenariu investițiile productive ar putea crește cu 5% an/an în 2017, după ajustarea cu 3.3% an/an din 2016, evoluție influențată de măsurile de runda a doua din Noul Cod Fiscal, intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2017. Motorul investițional ar putea pierde din turaj ulterior, pe fondul majorării costurilor cu factorii de producție.
- În sfera economiei financiare previzionăm convergența inflației către ținta BNR (mai pronunțată în a doua jumătate a anului curent) și demararea ciclului monetar post-criză, mai ales în contextul semnalelor de supraîncălzire din sfera cererii interne, tergiversării reformelor și acumulării de riscuri la adresa stabilității macro-financiare.
- Premisele de accelerare a PIB-ului nominal, intensificarea deficitului bugetar structural, ritmul lent al reformelor și perspectiva continuării tendinței de majorare a costurilor de finanțare în plan global exprimă premise de majorare a ratelor de dobândă la titlurile de stat la 10 ani, spre un nivel mediu anual de 5% în 2019.
- Considerăm că principalele incertitudini pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile macro-financiare din SUA, China și Zona Euro; viitorul integrării economice europene; mix-ul de politici economice pe plan intern; tensiunile geo-politice.

### scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	169.6	177.9	188.5	201.6
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	4.5	3.7	3.4
Consum privat (% an/an)	6.0	7.4	5.6	4.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	8.3	-3.3	5.0	4.5	4.3
Consum public (% an/an)	0.1	4.5	1.3	1.8	1.2
Exporturi (% an/an)	5.4	8.3	8.7	6.3	4.3
Importuri (% an/an)	9.2	9.8	9.2	6.9	5.4
Rata șomajului (%)	6.8	5.9	5.4	5.0	4.9
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.5	2.7	2.9
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	2.25	3.25	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	3.0	3.0	3.0	2.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	37.6	38.2	38.2	37.4
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.3	-3.2	-3.4	-3.8
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	4.3	4.8	5.0
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.54	4.56	4.54

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

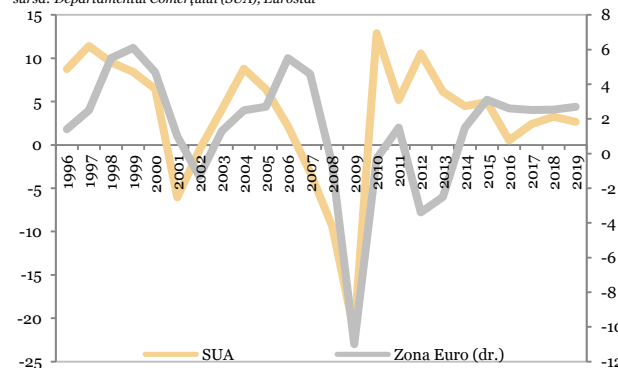
structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.9	61.8
Consum public	14.1	13.7	14.1
Investiții productive	24.3	24.8	22.7
Exporturi	41.2	41.1	41.4
Importuri	41.6	41.7	42.3

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T1/2017	5.70	-
rata inflației IPC	Apr-2017	0.61	-
rata șomajului	Mar-2017	-	5.3
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

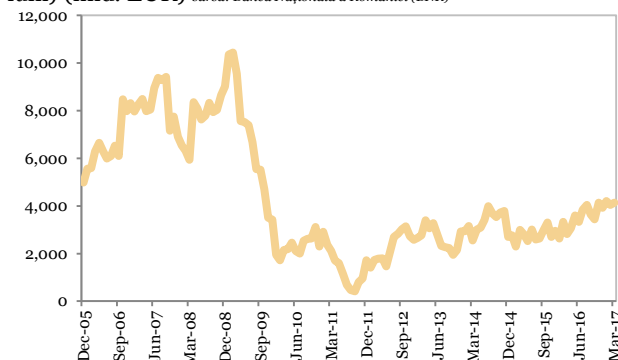
### investiții productive (% an/an)

sursa: Departamentul Comerțului (SUA), Eurostat



### investiții străine directe în România (suma ultimelor 12 luni) (mld. EUR)

sursa: Banca Națională a României (BNR)



### calendar macroeconomic mai 2017

instituție	data	indicator
BNR	2 Mai	Rezervele internaționale (Apr)
INS	2 Mai	Rata șomajului (Mar)
INS	3 Mai	Turismul (Mar)
INS	4 Mai	Comerțul cu amănuntul (Mar)
BNR	5 Mai	Ședința de politică monetară
INS	9 Mai	Salariul mediu net (Mar)
INS	10 Mai	Balanța comercială cu bunuri (Mar)
INS	11 Mai	Comenzile noi în industrie (Mar)
INS	11 Mai	Producția industrială (Mar)
INS	11 Mai	Dinamica prețurilor de consum (Apr)
INS	12 Mai	Sectorul de construcții (Mar)
BNR	15 Mai	Balanța de plăți (Mar)
INS	16 Mai	Dinamica PIB (T1 2017, P)
INS	18 Mai	Rata locurilor de muncă vacante (T1 2017)
BNR	24 Mai	Indicatorii monetari (Apr)
INS	29 Mai	Tendențe în economie (Mai-Iul)
INS	30 Mai	Autorizații construcții rezidențiale (Apr)
INS	31 Mai	Rata șomajului (Apr)

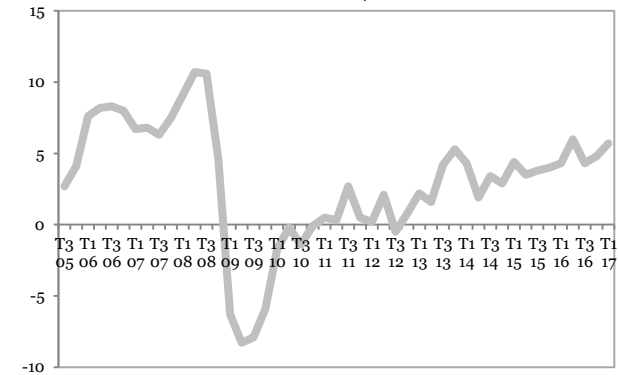
Sursa: INS, BNR

## EVOLUȚII RECENTE

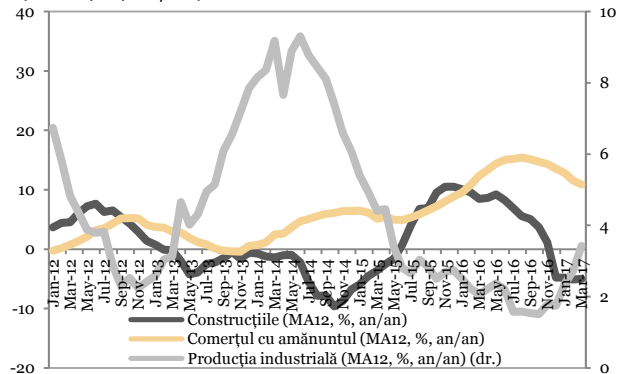
### ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Conform estimărilor preliminare („flash”) comunicate de Institutul Național de Statistică (INS) la jumătatea lunii mai economia internă a accelerat în T1 2017, evoluție care reflectă rezistența la tensiunile din sfera publică din debutul anului.
- În ritm trimestrial (față de T4 2016) PIB-ul a crescut cu 1.7% în T1 2017, cea mai bună evoluție din T3 2015.
- Dinamica an/an a accelerat de la 4.8% în T4 2016 la 5.7% în T1 2017 (cel mai bun ritm din T2 2016).
- Subliniem faptul că INS va publica estimările provizorii (1) cu privire la dinamica PIB-ului și componentelor din T1 2017 la începutul lunii iunie.
- Considerăm că accelerarea economiei în primul trimestru al anului curent a fost determinată de dinamica cererii interne (susținută de mix-ul relaxat de politici economice), aspect confirmat de dinamica indicatorilor coincidenți comunicați lunar.
- Astfel, conform datelor INS volumul vânzărilor din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat, principala componentă a PIB) a crescut cu 6.9% an/an în T1 2017, evoluție care confirmă continuarea momentului favorabil din sfera consumului populației. Ameliorarea climatului din piața forței de muncă (scăderea numărului de șomeri și creșterea salariilor), nivelul redus al inflației, eliminarea accizei suplimentare la carburanți și costurile accesibile de finanțare se numără printre factorii care au influențat pozitiv evoluția consumului în perioada recentă. Se evidențiază creșterea vânzărilor de bunuri ne-alimentare și a vânzărilor de carburanți, cu ritmuri an/an de 9%, respectiv 12.6% în T1 2017.
- Totodată, accelerarea dinamicii producției industriale (la 7.3% an/an în T1 2017) indică redinamizarea investițiilor productive, după ajustarea cu 3.3% an/an din 2016, determinată de distorsiunile asociate Noului Cod Fiscal și de incertitudinile din sfera politicii economice (externe și interne). Practic, unele companii au amânat planurile investiționale până la intrarea în vigoare a măsurilor din runda a doua a Noului Cod Fiscal, de la 1 ianuarie anul curent: eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți și reducerea cotei generale de TVA, de la 20% la 19%. Redinamizarea investițiilor productive este confirmată și de continuarea tendinței ascendente pentru investițiile străine directe: creștere cu 26.1% an/an la 1.1 miliarde EUR în perioada ianuarie-martie 2017, conform statisticilor publicate de Banca Națională a României (BNR).
- Nu în ultimul rând, datele comunicate de Ministerul Finanțelor Publice exprimă o contribuție pozitivă a consumului public la dinamica PIB-ului în trimestrul I 2017. Astfel, cheltuielile publice s-au majorat cu 10.4% an/an, la 58 miliarde RON în primele trei luni ale anului curent, notându-se creșterea subvențiilor, transferurilor și a cheltuielilor cu personal.
- Pe de altă parte, contribuția cererii externe nete la dinamica economiei în primele trei luni ale anului curent s-a deteriorat, aspect reflectat de intensificarea deficitului balanței comerciale cu bunuri și servicii (nivel de 350 milioane EUR în T1 2017, față de un deficit de 50 milioane EUR în T1 2016, conform datelor BNR). Evoluția a fost determinată îndeosebi de adâncirea deficitului balanței comerciale cu bunuri, cu 18.5% an/an, la 2.3 miliarde EUR (conform datelor INS), pe fondul majorării importurilor cu 12.4% an/an, ritm superior dinamicii exporturilor (11.5% an/an).
- În încheiere subliniem faptul că accelerarea ritmului de creștere economică din debutul anului a contribuit la intensificarea decalajului dintre dinamica PIB și ritmul potențial, aspect care exprimă faza de supraîncălzire a economiei.

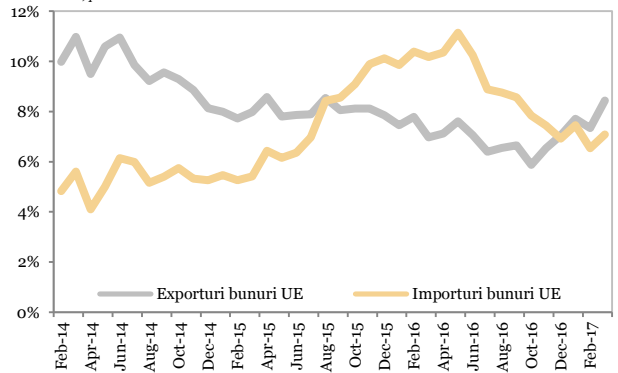
dinamica PIB în România (% , an/an) sursa: INS, Eurostat



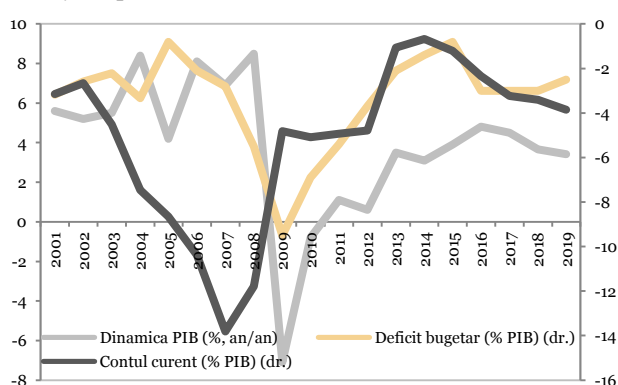
industria, construcțiile, comerțul cu amănuntul (MA12, % , an/an) sursa: INS, prelucrări BT



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



dinamica PIB, contului curent al balanței de plăți și finanțelor publice sursa: INS, BNR, Eurostat, prelucrări BT



## PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Datele Institutului Național de Statistică (INS) confirmă continuarea tendinței de ameliorare a climatului din **piața forței de muncă** în luna martie.
- Astfel, numărul șomerilor (15-74 ani) s-a redus cu 0.6% lună/lună și cu 13.4% an/an, la 486 mii în martie (nivelul minim din anii 1990). În T1 2017 indicatorul s-a diminuat cu 14.5% an/an.
- Rata șomajului a scăzut de la 5.4% în februarie la 5.3% în martie (minimul din anii 1990), evoluție determinată de diminuarea componentei feminine (de la 5% la 4.9%). Rata șomajului la bărbați a stagnat la 5.7%.
- În dinamică an/an rata șomajului s-a redus cu 0.9 puncte procentuale în martie: componentele masculină și feminină au consemnat ritmuri de declin de 1.3 puncte procentuale, respectiv 0.3 puncte procentuale.
- Astfel, în primul trimestru din 2017 rata medie a șomajului a înregistrat un nivel de 5.4% (5.7% la bărbați și 4.9% la femei), în scădere cu 0.9 puncte procentuale an/an.
- În ultimele luni rata șomajului s-a situat sub nivelul componentei structurale (după cum se poate observa în al doilea grafic alăturat), evoluție care exprimă faza de maturitate din piața forței de muncă, determinată de incidența unor forțe divergente:
  - a. redinamizarea investițiilor productive, deficitul de personal din mai multe ramuri ale economiei și graba companiilor în procesul de angajare înainte de majorarea costurilor de finanțare și de o creștere și mai puternică a salariilor, pe de o parte;
  - b. politica de venituri implementată de Administrație și migrația populației active, pe de altă parte.

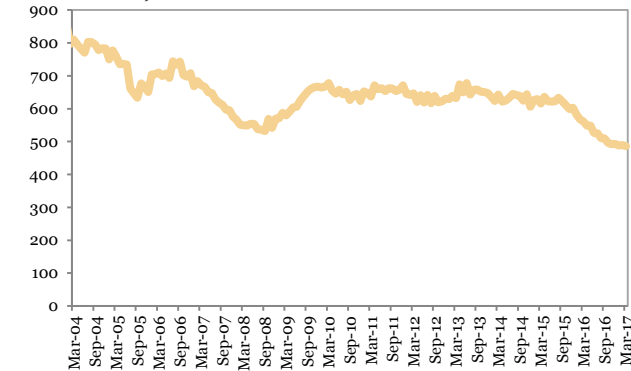
## ECONOMIA FINANCIARĂ

- Piața financiară a resimțit în luna aprilie evoluțiile macro-financiare pozitive din plan extern, precum și dinamica favorabilă a indicatorilor macroeconomici interni.

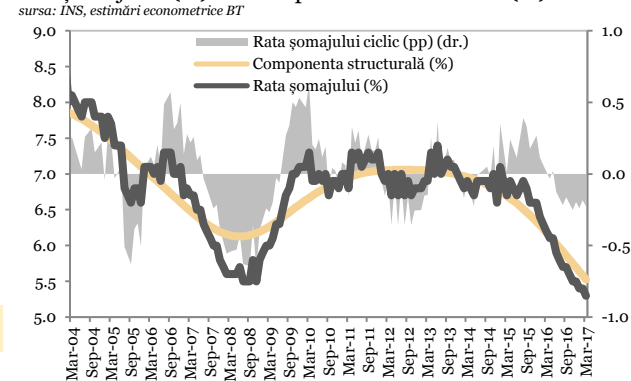
## PREȚURILE DE CONSUM

- **Inflația** a accelerat în aprilie, conform Institutului Național de Statistică (INS), evoluție determinată de liberalizarea prețurilor la gaze naturale din producția internă și de majorarea cotațiilor internaționale la țigete și influențată de fluctuațiile din piața valutară și ale prețurilor de import.
- Raportat la luna martie prețurile de consum au consemnat un avans de 0.28% în aprilie. Se evidențiază creșterea prețurilor la mărfuri ne-alimentare (45.45% din coșul de consum) cu un ritm lunar de 0.4%, pe fondul majorării cotațiilor internaționale la țigete și a liberalizării prețurilor la gazele naturale din producția internă.
- Prețurile la bunuri alimentare (34.65% din coș) au urcat cu 0.19% lună/lună. Evoluția a fost determinată de creșterea prețurilor la carne/preparate și conserve din carne și la fructe/conserve din fructe, cu dinamici lunare de 0.47% și 3.06%.
- Totodată, tarifele la servicii au consemnat un avans de 0.15% lună/lună în aprilie, pe fondul creșterii prețurilor la apă/canal/salubritate (cu o rată lunară de 0.98%).
- Dinamica anuală a prețurilor de consum a accelerat de la 0.18% în martie la 0.61% în aprilie, cel mai ridicat nivel din mai 2015 (luna de dinainte de intrarea în vigoare a reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație, de la 24% la 9%).
- Prețurile la bunuri alimentare au crescut cu 2.24% an/an în aprilie (cea mai mare rată din vara 2013), iar prețurile la mărfuri ne-alimentare au urcat cu 0.25% an/an (maximul din decembrie 2015).
- Cu toate acestea, tarifele la servicii au scăzut cu 1.35% an/an în aprilie.
- Astfel, în perioada ianuarie-aprilie inflația medie a înregistrat un nivel de 0.3% an/an (respectiv 0.5% an/an pe indicele armonizat UE), evoluție influențată de o serie de factori: diminuarea cotei generale de TVA de la 20% la 19%; eliminarea accizei suplimentare la carburanți; creșterea cotațiilor internaționale la țigete (cu 50% an/an); eliminarea celor 102 taxe nefiscale; liberalizarea prețurilor la gazele de producție internă; deprecierea RON și accelerarea inflației în Zona Euro (principalul partener economic).

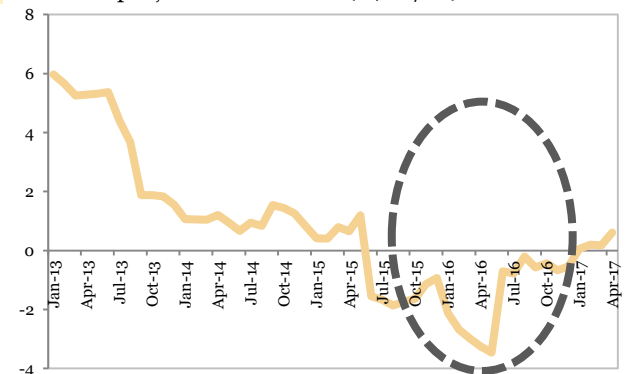
numărul de șomeri (mii) sursa: INS



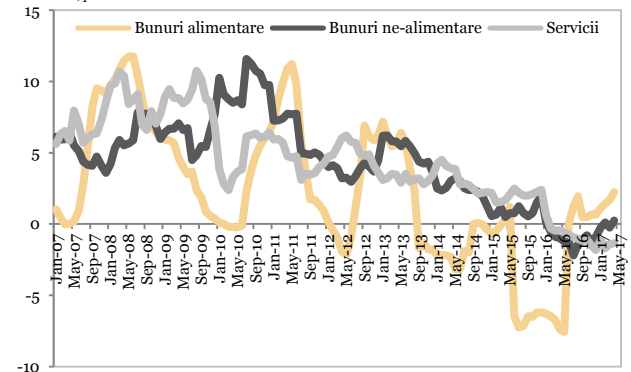
rata șomajului (%) vs. componenta structurală (%)



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



dinamica prețurilor de consum pe componente (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



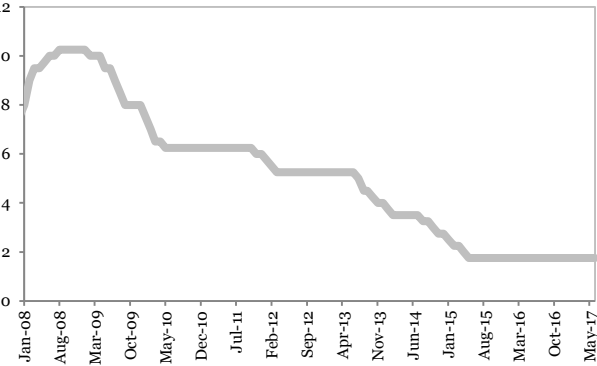
## POLITICA MONETARĂ

- Banca Națională a României (BNR) a menținut rata de dobândă de referință (la 1.75%, minim istoric) și nivelul ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON ale instituțiilor de credit (la 8%) la a patra ședință de politică monetară din 2017. Pe de altă parte, entitatea a redus nivelul ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit, de la 10% la 8%.
- Considerăm că la baza acestor decizii (în linie cu așteptările noastre) banca centrală a avut în vedere nivelul redus al inflației, continuarea procesului de scădere a ponderii creditului în valută și nivelul foarte ridicat al rezervelor internaționale.
- Analiza economică realizată de BNR evidențiază nivelul redus al inflației (pe fondul incidenței unor forțe contradictorii), dar și evoluțiile predominant favorabile din sfera economiei reale (în deosebi în industrie, comerț și servicii) în perioada recentă.
- Cu toate acestea, banca centrală atrage atenția cu privire la decalajul dintre dinamica salariilor și evoluția productivității muncii în industrie, cu impact nefavorabil asupra competitivității internaționale. De asemenea, BNR notează ameliorarea contului curent al balanței de plăți în primele două ale anului curent.
- Analiza monetară scoate în evidență accelerarea pieței creditului în martie, determinată de redinamizarea componentei companii și a creditului de consum.
- Nu în ultimul rând, Comunicatul ședinței de politică monetară menționează factorii de risc privind stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară în trimestrele următoare:
  - a. interni: mix-ul de politici economice (inclusiv inițiativele legislative recente);
  - b. externi: dinamica indicatorilor macro-financiar globali și europeni (inclusiv impactul tensiunilor politice europene, Brexit-ului și deciziilor de politică economică din SUA).
- La Conferința de presă Guvernatorul BNR a semnalat perspectiva lansării ciclului monetar post-criză, în convergență spre evoluțiile din SUA și raportat la dinamica așteptate din Europa. Cu toate acestea, demararea acestui proces nu este iminentă, dat fiind nivelul redus al inflației și mai ales, în absența, incidenței șocurilor de lichiditate.
- Totodată, Guvernatorul a subliniat faptul că procesul de convergență a nivelului ratei rezervelor minime obligatorii la valută spre valorile de referință din Sistemul European al Băncilor Centrale va continua pe viitor.
- În cadrul Raportului trimestrial asupra inflației banca centrală a actualizat scenariul macroeconomic central de previziune pe termen mediu. Astfel, noile prognoze BNR indică o inflație anuală la final de an de 1.6% în 2017, respectiv 3.1% în 2018.
- La conferința de prezentare a acestui raport Guvernatorul BNR a subliniat că banca centrală va îngusta coridorul format din ratele de dobândă la facilitățile permanente în jurul ratei de dobândă de referință. De asemenea, Guvernatorul a subliniat că demararea ciclului monetar post-criză (prin majorarea ratei de dobândă de politică monetară) este dependentă de accelerarea inflației.

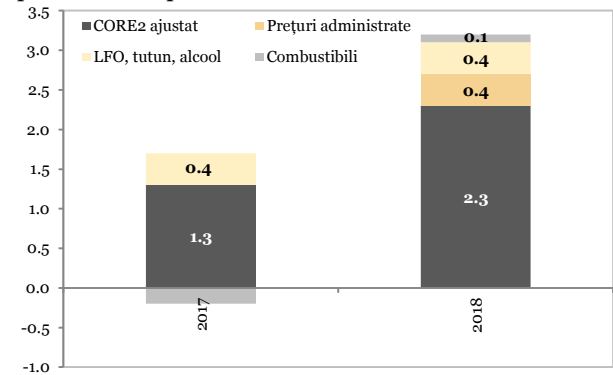
## PIAȚA MONETARĂ

- Ratele de dobândă au continuat să crească pe piața monetară în luna aprilie, evoluție determinată, în principal, de perspectivele ca banca centrală să inițieze ciclul monetar post-criză în acest an, pe fondul convergenței inflației către țintă, dar și a acumulării de factori de risc la adresa stabilității macro-financiare (accelerare a economiei coroborată cu intensificarea deficitelor gemene, semnale de supraîncălzire și perspectiva implementării unor noi măsuri pro-ciclice de politică economică).
- Astfel, între final de martie și sfârșitul lunii aprilie ratele de dobândă de pe piața monetară s-au majorat în medie cu nouă puncte bază, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele până la o lună. La finele lunii trecute ROBOR înregistra valori de 0.72% (overnight), 0.69% (tomorrow next și o săptămână), 0.71% (o lună), 0.89% (trei luni), 1.11% (șase luni), 1.21% (nouă luni) și 1.29% (un an).
- În dinamică an/an (sfârșit de aprilie față de final de aprilie 2016) ROBOR a crescut, în medie, cu 13 puncte bază, notându-se majorarea pe scadențele overnight (cu 18 puncte bază) și tomorrow next (cu 15 puncte bază).
- Valorile medii lunare ROBOR au crescut în aprilie cu un ritm mediu lunar de 5%, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele overnight (cu 10%), tomorrow next (cu 11%) și o săptămână (cu 7%).
- În dinamică an/an ROBOR mediu lunar a consemnat un avans de 9% în aprilie, creșterile fiind mai importante pentru scadențele overnight (13%), tomorrow next (14%) și trei luni (12%).

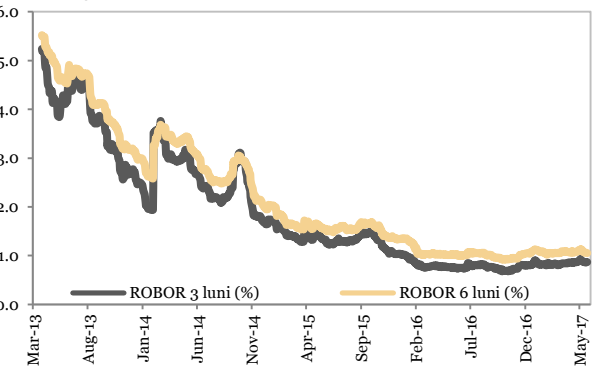
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



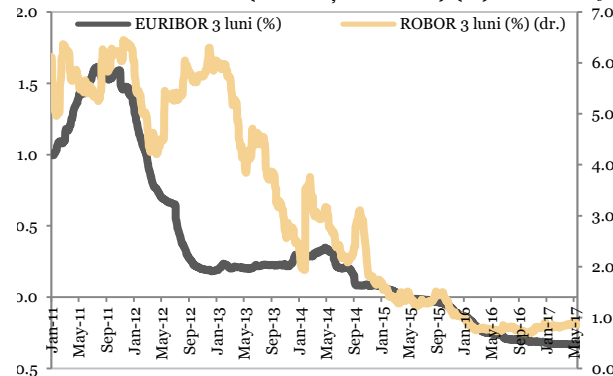
prețurile de consum an/an (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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



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



## PIAȚA TITLURILOR DE STAT

• **Curba randamentelor** din România a reacționat la evoluțiile macro-financiare internaționale și la știrile (economice și politice) interne în luna aprilie. Se observă diminuarea diferențialului de dobândă (între termen lung și termen scurt), determinată de majorarea costurilor de finanțare pe scadențele scurte, pe fondul perspectivelor ca banca centrală să demareze ciclul monetar post-criză în acest an (date fiind accelerarea inflației, evoluția economiei la un ritm peste potențial și acumularea de factori de risc la adresa stabilității macro-financiare).

• În SUA s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macroeconomici comunicați în aprilie, notându-se dinamica celor avansați, influențată de climatul pozitiv din piețele financiare, dar și de semnalele lansate de Administrația Trump (privind implementarea celei mai ambițioase reforme fiscal-bugetare din ultimele decenii). Cu toate acestea, indicatorii coincidenți au consemnat ritmuri mai lente de evoluție: spre exemplu dinamica PIB-ului a decelerat în T1, pe fondul temperării consumului privat și scăderii consumului public. De asemenea, riscurile geo-politice s-au intensificat, ca urmare a amenințărilor nucleare din Coreea de Nord. În acest context, s-au consemnat noi intrări de fluxuri de capital pe piața de titluri de stat: rata de dobândă pe scadența 10 ani a scăzut cu 4.2% între final de martie și finele lunii aprilie, la 2.289% (declin cu 6.4% de la începutul anului). În aprilie indicatorul a înregistrat un nivel mediu lunar de 2.29%, în scădere cu 7.7% față de martie.

• De asemenea, evoluții favorabile ale indicatorilor macroeconomici s-au înregistrat și în Zona Euro în aprilie, susținute de politica monetară relaxată fără precedent implementată de Banca Centrală Europeană (BCE) și de redinamizarea investițiilor publice. Astfel, indicatorul care comensurează încrederea în economie a atins în aprilie maximul din vara 2007. Totodată, industria prelucrătoare și serviciile au crescut în aprilie cu cel mai bun ritm din 2011. Cu toate acestea, BCE a semnalat continuarea politicii monetare relaxate pe termen scurt, cel puțin până la convergența sustenabilă a inflației core către nivelul inflației generale (care se apropie de ținta de 2%). Evoluțiile din piața de titluri de stat din SUA și perspectivele de politică monetară pe termen scurt în Zona Euro au determinat scăderea ratei de dobândă la obligațiunile suverane germane la 10 ani cu 2.1% între sfârșitul lunii martie și final de aprilie, la 0.324% (creștere cu 55.8% față de nivelul de la finele anului 2016). Ca medie lunară acest indicator a scăzut cu 35.4% la 0.25% în aprilie față de martie.

• Economia României a prezentat rezistență la evenimentele publice din debutul anului. Astfel, încrederea în economie s-a consolidat în aprilie în zona maximelor din 2008. De asemenea, indicatorii coincidenți s-au ameliorat, notându-se dinamica industriei (susținută de impulsul exporturilor) și a consumului (sub influența mix-ului relaxat de politici economice). Nu în ultimul rând, inflația a continuat să prezinte valori sub limita inferioară a intervalului țintit de BNR. Semnalele de accelerare a PIB-ului nominal au fost contrabalansate de evoluțiile din piețele externe, de excesul de lichiditate și de diferențialul atractiv de dobândă între România și Zona Euro. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a scăzut cu 0.6%, la 3.83%, între final de martie și sfârșitul lunii aprilie (avans cu 9.7% de la începutul anului). În medie lunară indicatorul a scăzut cu 3.1% în aprilie față de martie, la 3.80%.

• În luna aprilie statul s-a împrumutat cu 4.4 miliarde RON pe piața internă (din care 800 milioane RON prin certificate de trezorerie). De asemenea, statul a atras 1.75 miliarde EUR pe piețele internaționale în aprilie: 1 miliard EUR prin titluri la 10 ani, respectiv 750 milioane EUR prin obligațiuni cu maturitate în octombrie 2035.

## PIAȚA VALUTARĂ

• La BNR EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.5133 – 4.5501) în aprilie, tendința de scădere din prima jumătate a lunii (influențată și de cererea ridicată pentru RON în perioada Paștelui) fiind inversată ulterior, pe fondul semnalelor privind perspectiva implementării unor noi măsuri pro-ciclice de politică economică în acest an.

• La final de aprilie EUR/RON s-a situat la 4.5333, în scădere cu 0.39% față de nivelul de la sfârșit de martie (și cu 0.17% ytd), dar în urcare cu 1.25% an/an.

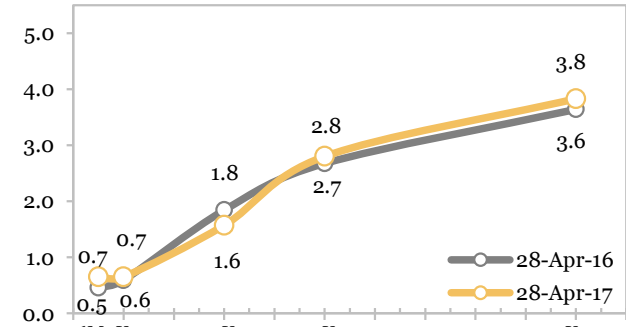
• În aprilie cursul EUR/RON a consemnat un nivel mediu de 4.5299, în scădere cu 0.40% lună/lună, dar în creștere cu 1.28% an/an.

## PIAȚA BURSIERĂ

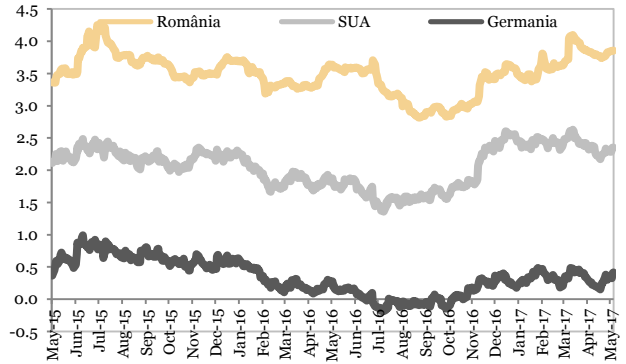
• Climatul pozitiv s-a consolidat pe piața de acțiuni în aprilie, sub influența sentimentului favorabil de pe bursele globale și a perspectivelor pozitive pentru dinamica dividendelor și rezultatelor financiare ale companiilor listate pe plan intern. Indicele BET a urcat cu 2% (la 8,230.5 puncte) în aprilie (avans cu 16.2% în acest an), lună în care indicii S&P 500 și Dow Jones Stoxx 600 au crescut cu 0.9% și 1.6%.

licitații M. Finanțe (aprilie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1631DBN055	127.9	Sep-2031	4.27
RO1718CTN070	800.0	Apr-2018	0.90
RO1624DBN027	472.5	Apr-2024	3.41
RO1521DBN041	690.0	Mar-2021	2.46
RO1722DBN045	690.0	Mar-2022	2.77
RO1620DBN017	690.0	Feb-2020	1.98
RO1619DBN035	920.0	Feb-2019	1.48

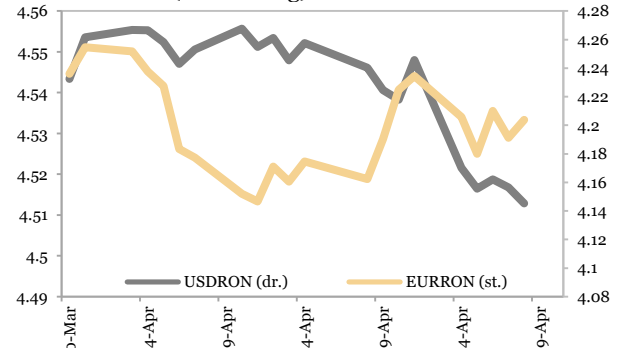
curba randamentelor (%) sursa: BNR



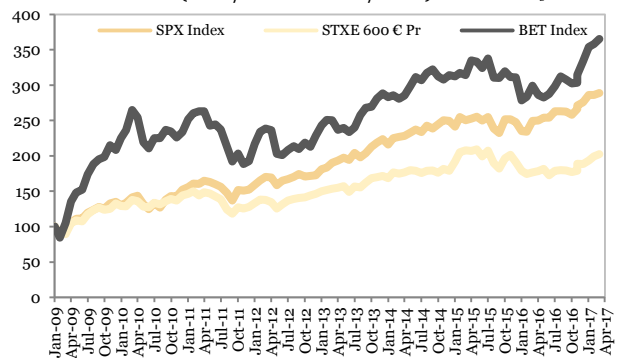
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: BNR, Bloomberg



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



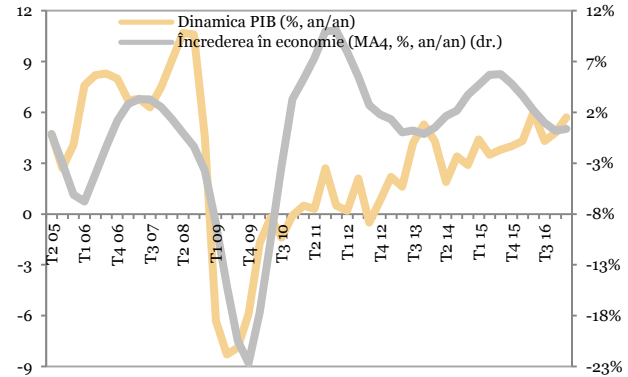
## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

### ECONOMIA REALĂ

- Economia mondială a accelerat în prima parte a anului 2017, evoluție susținută de nivelul redus al costurilor reale de finanțare, climatul pozitiv din piețele financiare internaționale, semnalele de redinamizare a investițiilor publice în Europa și perspectivele de implementare a unor măsuri de relaxare fiscal-bugetară fără precedent în SUA.
- Astfel, indicatorul PMI Compozit Global (calculat de JP Morgan și Markit Economics) s-a situat în aprilie aproape de maximumul din 2015. Se notează dinamica sectorului de servicii (indicatorul PMI în apropiere de maximumul din ultimele șase trimestre), evoluție susținută de majorarea veniturilor populației și de Revoluția Digitală.
- Din perspectiva regională se evidențiază evoluțiile macroeconomice favorabile din Zona Euro (principalul partener economic al României), care exprimă premise de accelerare pe termen scurt, cu impact pozitiv pentru exporturile românești.
- Pe plan intern evoluțiile macroeconomice recente au surprins pozitiv, notându-se rezistența la tensiunile din sfera publică din debutul anului, dar și la acumularea de factori de risc la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu.
- Astfel, încrederea în economie s-a consolidat în aprilie în zona maximelor din perioada pre-criză. Totodată, redinamizarea investițiilor productive (reflectedă de accelerarea semnificativă a producției industriale și de dinamica investițiilor străine directe) a contribuit la accelerarea economiei în primul trimestru al anului curent.
- Pe de altă parte, subliniem faptul că acest proces de accelerare (și de evoluție la un ritm peste potențial) nu este sustenabil, mai ales în absența implementării de ample reforme structurale.
- Acest aspect este confirmat de intensificarea deficitelor gemene. Spre exemplu, deficitul contului curent al balanței de plăți s-a adâncit cu 120% an/an, la 690 milioane EUR în primul trimestru din 2017.
- De asemenea, Comisia Europeană a atras atenția cu privire la deteriorarea componentei structurale a deficitului bugetar și abaterea de la ținta pe termen mediu (1% din PIB). În acest context entitatea a avertizat că raportul deficit structural / PIB trebuie ajustat cu 0.5 puncte procentuale până la finalul anului curent, pentru evitarea declanșării procedurii de deficit excesiv.
- Am încorporat evoluțiile macro-financiare recente (externe și interne) și am majorat prognoza privind dinamica PIB în 2017, de la 4.1% an/an la 4.5% an/an. Această revizuire a avut la bază creșterea previziunilor privind dinamica consumului privat (principală componentă a PIB), de la 5% la 5.6% an/an.
- Pe de altă parte, am menținut previziunile privind dinamica celorlalte componente ale PIB în acest an, dar și pentru orizontul 2018-2019.
- Subliniem faptul că vom revizui scenariul macroeconomic central de previziune pe economia României după incorporarea datelor provizorii (1) privind dinamica PIB și componentelor din T1 2017 (acestea vor fi comunicate de INS la începutul lunii iunie).
- Astfel, în scenariul macroeconomic central curent ne așteptăm la decelerarea economiei pe termen scurt și mediu (după avansul cu 5.7% din T1 2017), pe fondul perspectivelor de majorare a costurilor de finanțare. PIB-ul ar putea crește cu 4.5% în 2017, 3.7% în 2018 și 3.4% în 2019, în convergență către ritmul potențial.
- Pentru consumul privat previzionăm decelerare pe termen mediu: rate medii anuale de 5.6% în 2017, 4.4% în 2018, respectiv 4.5% în 2019, dat fiind că ne așteptăm la majorarea costurilor de finanțare.
- În acest scenariu central investițiile productive se vor redinamiza în 2017 (ritm de 5% an/an), după ajustarea din 2016 (cu 3.3% an/an), evoluție susținută de măsurile de runda a doua din Noul Cod Fiscal (eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți). Pentru 2018 și 2019 previzionăm temperarea dinamicii anuale a investițiilor productive: ritmuri anuale de 4.5%, respectiv 4.3%.
- În sfera cererii externe nete prognozăm majorarea exporturilor și importurilor cu ritmuri medii anuale de 6.5%, respectiv 7.2% în perioada 2017-2019.
- În ceea ce privește piața forței de muncă ne așteptăm la continuarea climatului pozitiv în trimestrele următoare și la o posibilă inflexiune în 2019. Astfel, în acest scenariu componenta structurală a ratei șomajului (medie anuală) se va reduce de la 5.9% în 2016 la 5.4% în 2017, 5% în 2018, respectiv 4.9% în 2019.
- Principalii factori de risc pentru acest scenariu central sunt: evoluțiile macro-financiare globale și europene; deciziile din sfera politicilor fiscal-bugetare și de venituri și tergiversarea reformelor structurale pe plan intern; tensiunile geo-politice.

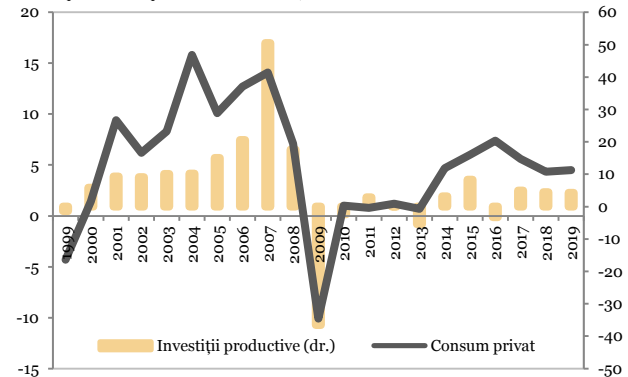
### PIB vs. încrederea în economie în România

sursa: Comisia Europeană, INS, prelucrări, estimări și previziuni BT



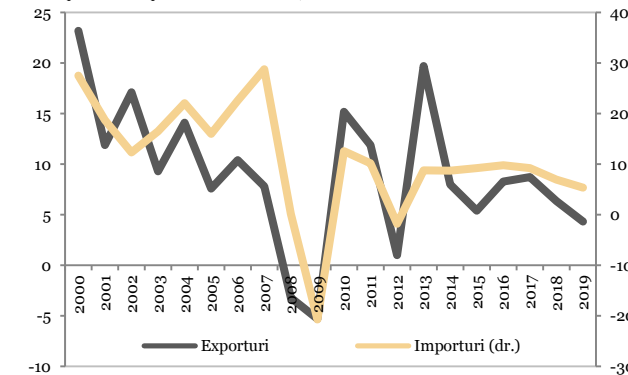
### consum privat vs. investiții productive (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS

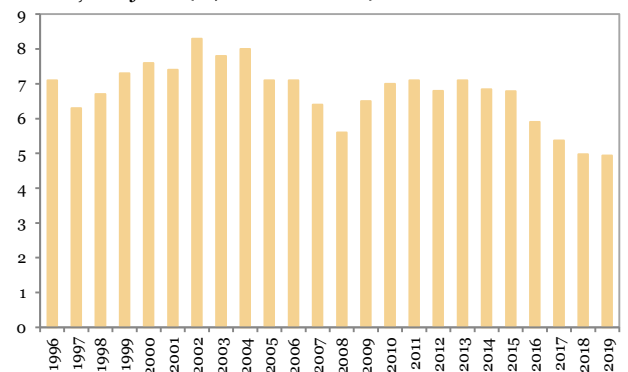


### exporturi vs. importuri (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



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

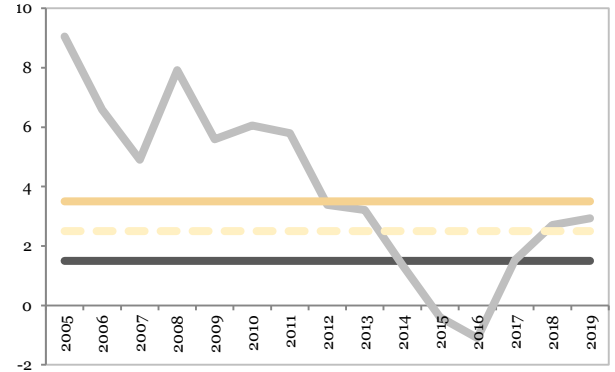


## ECONOMIA FINANCIARĂ

- Am încorporat evoluțiile recente din economia reală și din economia financiară (globale, europene și interne) și am revizuit prognozele pe termen mediu pentru ratele de dobândă și cursul de schimb.
- Subliniem faptul că am menținut previziunile privind dinamica prețurilor de consum, dat fiind că evoluțiile recente s-au situat în linie cu scenariul central BT. Astfel, ne așteptăm la convergența graduală a inflației către nivelul țintit de BNR, după cum se poate nota și în primul grafic alăturat.
- În scenariul nostru rata medie anuală a inflației (pe indicele armonizat al prețurilor de consum) ar putea consemna valori de 1.5% în 2017, 2.7% în 2018, respectiv 2.9% în 2019.
- Aceste prognoze au la bază perspectiva accelerării inflației core (componenta bază), pe fondul evoluției economiei la un ritm peste potențial, intensificării presiunilor salariale și tergiversării reformelor structurale.
- Revizuirea în sus a previziunilor privind dinamica consumului privat în acest an, perspectivele de convergență a inflației spre intervalul țintit de banca centrală și acumularea de riscuri la adresa stabilității macro-financiare (aspect semnalat recent și de Comisia Europeană în cadrul Semestrului European 2017) pe plan intern, într-un context global caracterizat printr-o tendință de creștere graduală a costurilor de finanțare, ar putea determina BNR să demareze un nou ciclu monetar în a doua jumătate a anului curent.
- Proximitatea ciclului monetar post-criză a fost semnalată recent de banca centrală. Pe de altă parte, subliniem faptul că, până la prima majorare a ratei de dobândă, BNR ar putea îngusta coridorul format din ratele de dobândă la facilitățile permanente în jurul ratei de dobândă de referință (de la nivelul actual de 1.5 puncte procentuale).
- Cu toate acestea, subliniem faptul că am redus marginal previziunile privind nivelul ratei de dobândă de referință la final de 2017 (de la 2.50% la 2.25%) și 2018 (de la 3.50% la 3.25%).
- De asemenea, am actualizat prognozele privind rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie), prin încorporarea dinamicilor recente (externe și interne) din sfera pieței obligațiunilor suverane.
- Astfel, conform scenariului central actualizat rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (medie anuală) ar putea să crească de la 3.3% în 2016 la 4.3% în 2017, 4.8% în 2018, respectiv 5% în 2019.
- Pentru luna mai Ministerul Finanțelor a programat licitații pe piața internă în volum de 4.1 miliarde RON (din care 1 miliard RON prin certificate de trezorerie).
- Nu în ultimul rând, am revizuit în urcare previziunile pentru dinamica cursului EUR/RON (medie anuală) pentru perioada 2017-2019, pe fondul intensificării riscurilor la adresa stabilității macro-financiare pe termen scurt și mediu. Noile prognoze indică un nivel mediu anual EUR/RON de 4.54 în 2017, 4.56 în 2018 și 4.54 în 2019.
- Considerăm că principalii factori de risc pentru acest scenariu central constau în: dinamica indicatorilor din economia reală și a climatului din piața financiară din Statele Unite, China și Zona Euro; deciziile de politică economică pe plan intern; evoluțiile din sfera geo-politică și geo-economică regională.

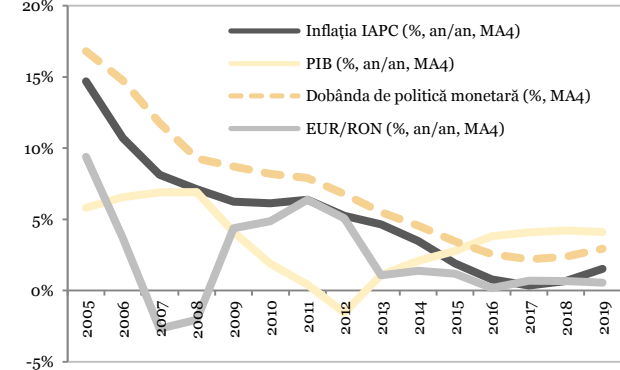
### previziuni pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



### licitații M. Finanțe (mai)

sursa: M. Finanțe

	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
04-Mai-2017	460	Titluri	29-Apr-2024
08-Mai-2017	575	Titluri	08-Mar-2022
11-Mai-2017	1,000	Certificate	14-Mai-2018
15-Mai-2017	345	Titluri	26-Iul-2027
18-Mai-2017	575	Titluri	26-Feb-2020
22-Mai-2017	575	Titluri	25-Feb-2019
25-Mai-2017	575	Titluri	11-Iun-2021

### titluri de stat în circulație

sursa: BNR

	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1717CTN056	602.2		Sep-17
RO1718CTN088	1,008.7		Mai-18
RO1519DBN037	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1722DBN045	1,955.0	3.40	Mar-22
RO1227DBN011	6,622.7	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	4.54	4.5846	4.55
2018	4.3940	4.56	4.6017	4.55
2019	4.3772	4.54	4.5697	4.54

## 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 [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](#)
- 
- soluții de finanțare pentru afacerile mici [accesează AICI](#)

## LIMITAREA RĂSPUNDERII

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

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

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

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

Recomandările emise pot fi modificate oricând fără o notificare prealabilă, Banca Transilvania/subsidiarele sale rezervându-și dreptul de a întrerupe publicarea fără avis 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](https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm_source=raportPDF&utm_medium=email&utm_campaign=raport-analiza-pdf).