

## Ajustări în economie la început de T2 | 06 iulie 2017

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

### Evoluții macroeconomice recente

- Climatul macroeconomic global a continuat să se amelioreze în luna mai, ritmul de creștere accelerând spre cel mai ridicat nivel din ianuarie (conform indicatorului PMI Compozit calculat de JP Morgan), evoluție determinată de redinamizarea investițiilor în economia reală și de consolidarea momentului favorabil în sfera consumului privat.
- În economia SUA se acumulează semnale de maturitate pentru ciclul economic post-criză, după ce în T1 PIB-ul a crescut cu 2.1% an/an (cel mai bun ritm din T3 2015), pe fondul accelerării investițiilor productive (3.1% an/an).
- În Zona Euro investițiile productive au crescut cu 6% an/an în T1 2017 (cea mai bună evoluție din ultimii 10 ani), cu impact pozitiv pentru convergența economică regională, dar și pentru atenuarea distanței față de prima economie a lumii.
- Pe plan intern indicatorii macroeconomici s-au ajustat la început de T2, după accelerarea la 5.7% an/an din T1, notându-se persistența divergențelor sectoriale.
- În sfera economiei financiare costurile de finanțare s-au consolidat în SUA și România și au crescut în Zona Euro în mai, lună în care bursele au continuat traiectoria ascendentă, nivelul de volatilitate stagnând în zona minimelor din ultimele decenii, după cum se poate nota în primul grafic alăturat.

### Scenariul macroeconomic central

- Evoluțiile macroeconomice globale, europene și interne din perioada recentă au confirmat în linii mari previziunile BT. Prin urmare, menținem scenariul macroeconomic central pe termen mediu pentru economia reală, o revizuire fiind posibilă în luna iulie, după incorporarea estimărilor finale privind dinamica economiilor SUA, Zonei Euro și României din trimestrul I.
- În acest scenariu ne așteptăm ca economia internă să decelereze gradual în intervalul 2017-2019, în convergență spre potențial, pe fondul dispărării impactului Noului Cod Fiscal, tergiversării reformelor structurale și perspectivelor de majorare a costurilor de finanțare.
- Previzionăm o creștere a consumului privat și a investițiilor productive cu ritmuri medii anuale de 4.8%, respectiv 4.6% în orizontul de prognoză, într-o evoluție susținută de ciclul economic post-criză din Zona Euro (principalul partner economic), nivelul redus al costului real de finanțare și ameliorarea veniturilor populației.
- La nivelul economiei financiare am redus prognoza de inflație pe 2017 (de la 1.4% la 1.2%), ceea ce a condus la ajustarea previziunilor privind rata de dobândă de politică monetară, rata de dobândă la titlurile de stat și cursul de schimb EUR/RON. Continuăm să ne așteptăm ca reintrarea inflației în intervalul țintit de BNR în a doua jumătate a anului curent să determine lansarea ciclului monetar post-criză.
- Printre riscurile asociate acestui scenariu menționăm: climatul macro-financiar global și european; evoluțiile cotațiilor internaționale la materii prime; deciziile de politică economică și climatul politic în România; climatul geo-politic global și regional.

### scenariul macroeconomic central

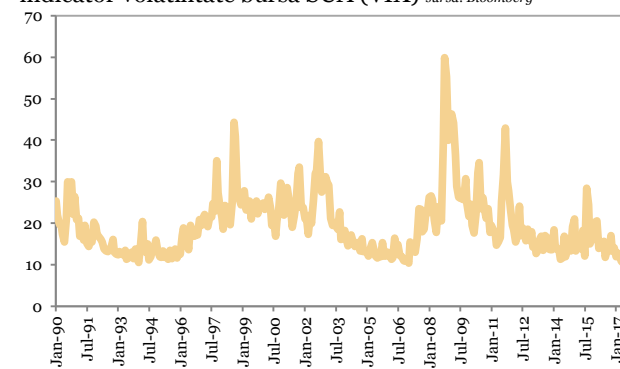
indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	169.6	177.1	187.6	200.0
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	4.5	3.7	3.4
Consum privat (% an/an)	6.0	7.4	5.6	4.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	8.3	-3.3	5.0	4.5	4.3
Consum public (% an/an)	0.1	4.5	1.3	1.8	1.2
Exporturi (% an/an)	5.4	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	5.3	4.9	4.8
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.2	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	38.5	38.4	37.6
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.3	-3.2	-3.4	-3.9
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	4.1	4.5	4.6
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.54	4.57	4.56

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

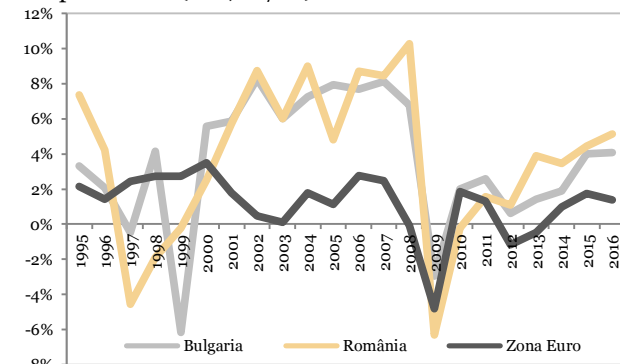
structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.9	61.8
Consum public	14.1	13.7	14.1
Investiții productive	24.3	24.8	22.7
Exporturi	41.2	41.1	41.4
Importuri	41.6	41.7	42.3
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T1/2017	5.70	-
rata inflației IPC	Mai-2017	0.64	-
rata șomajului	Apr-2017	-	5.3
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

### indicator volatilitate bursa SUA (VIX) sursa: Bloomberg



### PIB pe locuitor (real, an/an) sursa: AMECO, Eurostat



### calendar macroeconomic iunie 2017

instituție	data	indicator
BNR	2 Jun	Rezervele internaționale (Mai)
INS	6 Jun	Comerțul cu amănuntul (Apr)
INS	6 Jun	Turismul (Apr)
INS	6 Jun	Costul cu forța de muncă (T1 2017)
INS	6 Jun	Rata de economisire (2016)
INS	7 Jun	Dinamica PIB (T1 2017, P1)
INS	7 Jun	Investițiile nete în economie (T1 2017)
INS	8 Jun	Construcțiile de locuințe (T1 2017)
INS	9 Jun	Balanța comercială cu bunuri (Apr)
INS	12 Jun	Dinamica prețurilor de consum (Mai)
INS	13 Jun	Salariul mediu net (Apr)
INS	13 Jun	Balanța de plăți (Apr)
INS	14 Jun	Comenzile noi în industrie (Apr)
INS	14 Jun	Producția industrială (Apr)
INS	16 Jun	Sectorul de construcții (Apr)
INS	27 Jun	Locurile de muncă și șomajul (T1 2017)
BNR	27 Jun	Indicatorii monetari (Mai)
INS	28 Jun	Tendențe în economie (Iun-Aug)
INS	30 Jun	Autorizațiile de construcții case (Mai)

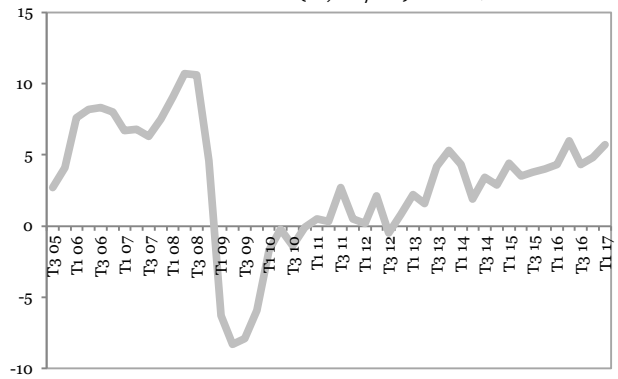
Sursa: INS, BNR

## EVOLUȚII RECENTE

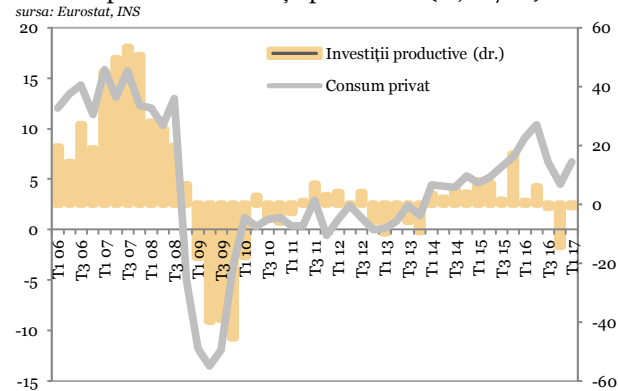
### ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Estimările provizorii (1) publicate de Institutul Național de Statistică (INS) confirmă datele preliminare privind evoluția economiei interne în primul trimestru al anului curent: creștere cu un ritm trimestrial de 1.7%, cel mai ridicat din T3 2015.
- În dinamică an/an PIB-ul României a consemnat un avans de 5.7%, cea mai bună evoluție din T2 2016 fiind determinată de contribuția cererii interne (5.8 puncte procentuale), influențată de mix-ul relaxat de politici economice.
- Se notează însă continuarea divergenței între majorarea consumului privat și declinul investițiilor productive, pe fondul tensiunilor din sfera publică și a incertitudinilor privind deciziile viitoare de politică economică, cu implicații la nivelul echilibrelor macroeconomice pe termen mediu.
- Astfel, pe de o parte, consumul populației (principala componentă a PIB) a accelerat la 7.4% an/an în T1 2017, contribuind cu 4.8 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei. Considerăm că această evoluție a fost determinată de o serie de factori, printre care menționăm: creșterea venitului real disponibil al populației (majorarea veniturilor și eliminarea/reducerea unor taxe, inclusiv a celei auto); momentul pozitiv din piața creditului denominat în moneda națională; evoluțiile favorabile la nivel de efect de avuție, în contextul creșterii prețurilor la activele imobiliare și financiare.
- De asemenea, stocurile au contribuit cu 1.1 puncte procentuale la dinamica economiei în primele trei luni ale anului curent.
- Pe de altă parte, investițiile productive au scăzut pentru al treilea trimestru consecutiv, dar ritmul de declin s-a atenuat, la 0.7% an/an în T1.
- Totodată, consumul public a avut o contribuție nulă la dinamica economiei în perioada ianuarie-martie 2017.
- Nu în ultimul rând, cererea externă netă a contribuit cu -0.1 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în T1 2017, dat fiind că exporturile și importurile au consemnat un ritm similar de creștere: 11.7% an/an.
- Analizând din perspectiva ofertei agregate se notează dinamica sectorului secundar (industria), în accelerare la 6.7% an/an în T1. Considerăm că această evoluție a fost determinată de impulsul exporturilor, momentul favorabil la nivel de consum privat și nivelul redus al temperaturilor (cu impact pentru componenta energie/utilități).
- Totodată, segmentul comerț/reparare auto-moto/transport și depozitare/HORECA a înregistrat un avans de 7.3% an/an, evoluție susținută de majorarea veniturilor populației și eliminarea/reducerea unor taxe.
- Nu în ultimul rând, IT&C și-a consolidat statutul de stea a economiei interne, cu un avans de 15.3% an/an în trimestrul I 2017.
- La polul opus, sectorul primar a crescut marginal (cu 0.9% an/an), iar construcțiile au scăzut cu 0.6% an/an în primele trei luni ale anului curent.
- În debutul trimestrului II se notează deteriorarea generalizată a indicatorilor de conjunctură, evoluție determinată de disiparea impactului măsurilor din Noul Cod Fiscal, declinul investițiilor publice și semnalele de maturitate ale ciclului european post-criză.
- Astfel, **comerțul cu amănuntul** (barometru pentru consumul privat) a scăzut cu un ritm lunar de 0.2% în aprilie, dinamica anuală decelerând la 4.8% (cel mai redus ritm din mai 2015, luna de dinainte de diminuarea cotei TVA la alimente și servicii de alimentație).
- Totodată, conform datelor INS **producția industrială** a scăzut cu 0.6% an/an în aprilie, evoluție determinată de declinul componentei prelucrătoare cu 0.7% an/an. În perioada ianuarie-aprilie producția industrială a consemnat un avans de 5.4% an/an.
- Nu în ultimul rând, **sectorul de construcții** (intensiv în capital și forță de muncă) a scăzut cu 19.6% an/an în aprilie, notându-se declinul lucrărilor de construcții ingineresti cu 40.1% an/an, pe fondul scăderii investițiilor publice.
- În sfera cererii externe nete se observă continuarea tendinței de intensificare a deficitului comercial în aprilie, pe fondul decelerării exporturilor și creșterii importurilor cu un ritm mai puternic. Astfel, în ceea ce privește **comerțul internațional cu bunuri** în aprilie exporturile au crescut cu 1.5% an/an (cea mai slabă evoluție din iulie 2016), iar importurile au urcat cu 5% an/an, deficitul comercial intensificându-se cu 24.4% an/an, la 1.05 miliarde EUR.

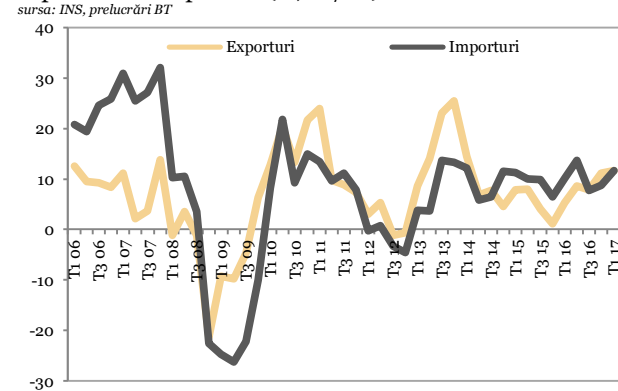
dinamica PIB în România (% an/an) sursa: INS, Eurostat



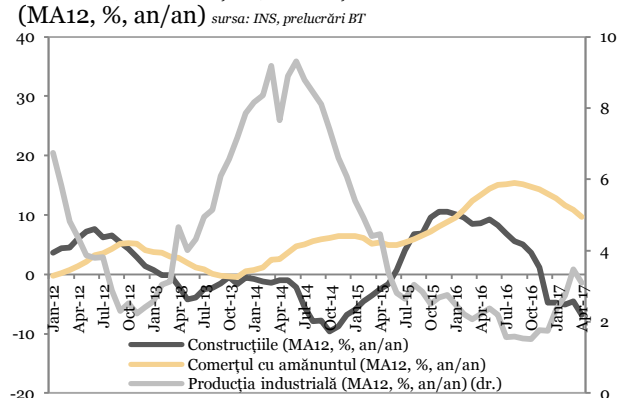
consum privat vs. investiții productive (% an/an) sursa: Eurostat, INS



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

- Conform datelor publicate de INS climatul pozitiv din **piața forței de muncă** s-a consolidat în luna aprilie, pe fondul nivelului ridicat al încrederii în economie și migrației populației active.
- Numărul șomerilor (15-74 ani) a scăzut cu 1.5% lună/lună la 470.9 mii în aprilie, nivelul minim din prima parte a anilor 1990.
- În dinamică an/an acest indicator s-a diminuat cu 14.2% în aprilie și cu 15.9% în primele patru luni ale anului 2017.
- Astfel, rata șomajului s-a consolidat la 5.3% (cel mai redus nivel din ultimele decenii): 5.9% la bărbați și 4.6% la femei.
- În intervalul ianuarie-aprilie 2017 rata medie a șomajului a înregistrat un nivel de 5.3%, în diminuare cu un punct procentual față de perioada similară din 2016.
- La bărbați rata șomajului a scăzut cu 1.1 puncte procentuale an/an, la 5.9% la patru luni din 2017, evoluție determinată de planurile investiționale ale companiilor, acumularea de personal înainte de creșterea costurilor cu forța de muncă și a costurilor de finanțare și migrația populației active.
- De asemenea, rata șomajului la femei s-a redus cu 0.7 puncte procentuale an/an, la 4.5% în intervalul ianuarie-aprilie 2017.
- În ultimele luni rata șomajului a consemnat valori inferioare componentei structurale, ceea ce exprimă o stare de supra-încălzire, la care au contribuit o serie de factori: ciclul investițional post-criză (în unele ramuri ale economiei investițiile au crescut cu ritmuri ridicate); migrația populației active (intra-regională și intra-europeană); acumularea de forță de muncă înainte de creșterea costurilor de finanțare și de noi majorări ale salariilor; deficitul de forță de muncă și intensificarea presiunilor salariale, mai ales în contextul deciziilor și semnalelor din sfera politicii de venituri.

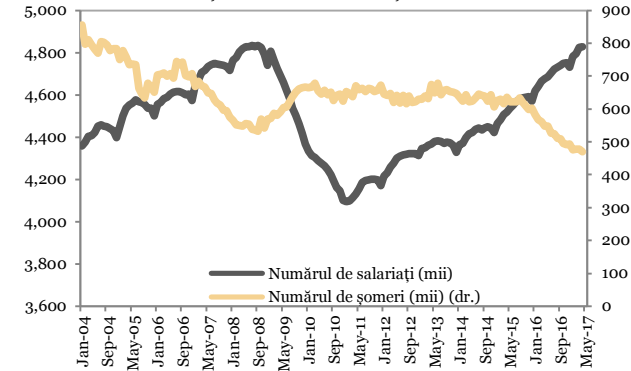
## ECONOMIA FINANCIARĂ

- Dimensiunea financiară a economiei a fost influențată de climatul macro-financiar global și european și de știrile din plan intern în luna mai.

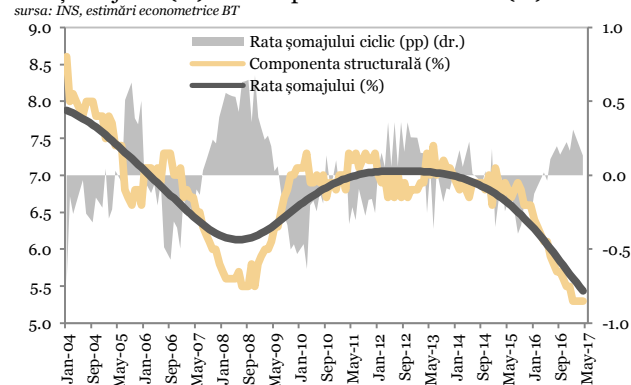
## PREȚURILE DE CONSUM

- Datele INS indică majorarea prețurilor de consum cu un ritm lunar de 0.28% în mai, evoluție determinată, în principal, de creșterea prețurilor la bunuri alimentare (34.65% din coșul de consum) cu 0.61% lună/lună.
- Totodată, prețurile la produse ne-alimentare (45.45% din coșul de consum) au consemnat un avans lunar de 0.07% în mai, pe fondul creșterii prețurilor la tutun/țigări și energie electrică cu ritmuri lună/lună de 0.26%, respectiv 1.07%. Prețurile la combustibili s-au redus cu 0.92% față de aprilie, ca urmare a declinului cotațiilor internaționale la țiței.
- De asemenea, tarifele la servicii (19.90% din coșul de consum) au urcat cu 0.21% lună/lună în mai, ca urmare a creșterii prețurilor la apă/canal/salubritate, telefon și transport aerian cu dinamici lunare de 0.22%, 0.51%, respectiv 7.56%, în contextul deprecierei monedei naționale.
- Astfel, dinamica anuală a inflației a accelerat de la 0.61% în aprilie la 0.64% în mai, cel mai ridicat nivel din ultimii doi ani.
- Prețurile la produse alimentare au crescut cu 2.30% an/an (cel mai ridicat ritm din august 2013), iar cele la bunuri ne-alimentare au urcat cu 0.23% an/an în mai.
- La polul opus, tarifele la servicii au continuat să scadă, dar ritmul de declin s-a redus în intensitate în mai, la 1.26% an/an.
- Astfel, în primele cinci luni ale anului curent inflația medie s-a situat la 0.38% an/an (0.52% an/an pe indicele armonizat UE), evoluție influențată de forțe contradictorii: reducerea cotei generale de TVA (de la 20% la 19%) vs. evoluția peste potențial a consumului privat; eliminarea accizei suplimentare la carburanți vs. majorarea cotațiilor internaționale la țiței (în medie cu 38% an/an) și deprecierea RON; liberalizarea prețurilor la gaze naturale vs. majorarea prețurilor la energie; eliminarea celor 102 taxe nefiscale vs. majorarea prețurilor la țigări, pe fondul conformării la prevederile Directivei Europene a Tututului.

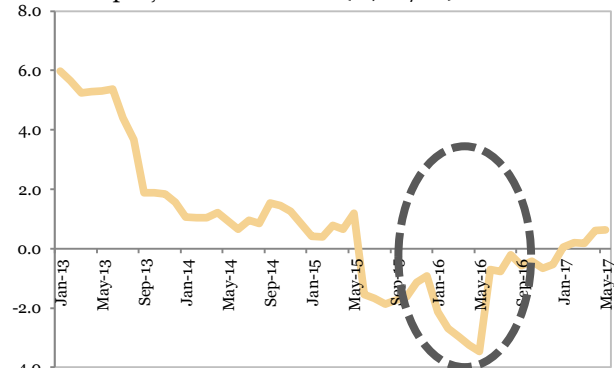
numărul de salariați vs. numărul de șomeri (mii) sursa: INS



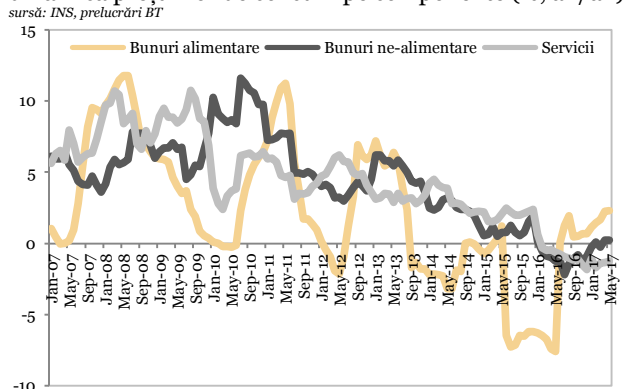
rata șomajului (%) vs. componenta structurală (%) sursa: INS, estimări econometrice BT



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



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



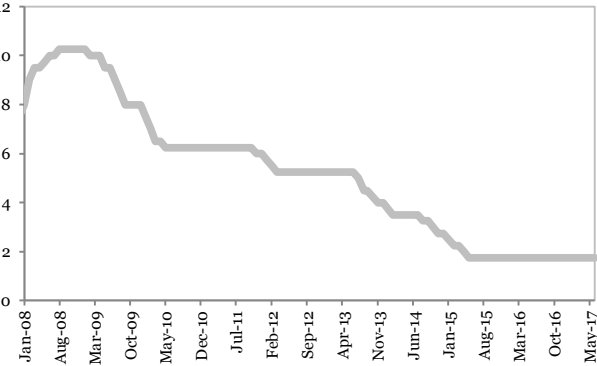
## POLITICA MONETARĂ

- La ședința de politică monetară din luna mai Banca Națională a României (BNR) a menținut rata de dobândă de referință (la 1.75%, nivel minim istoric).
- De asemenea, banca centrală a păstrat și nivelul ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON ale instituțiilor de credit (la 8%).
- Pe de altă parte, BNR a hotărât reducerea nivelului ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit, de la 10% la 8%.
- Deciziile de politică monetară au confirmat așteptările noastre, fiind determinate de persistența inflației la un nivel în afara intervalului țintit de BNR, majorarea ponderii creditului denominat în RON și nivelul confortabil al rezervelor internaționale.
- De altfel, BNR a actualizat scenariul macroeconomic central de previziune, prognozele fiind prezentate în Raportul trimestrial asupra inflației (a doua ediție din 2017). Conform acestor prognoze inflația anuală se va situa la 1.6% la final de 2017, respectiv 3.1% la sfârșitul anului 2018.
- În cadrul analizei economice prezentată în Comunicatul ședinței de politică monetară BNR notează nivelul redus al inflației (determinat de incidența forțelor contradictorii) și climatul favorabil din economia reală (industrie, comerț, servicii) din primele luni ale anului.
- Pe de altă parte, entitatea atrage atenția cu privire la ritmul de creștere a salariilor din industrie, superior dinamicii productivității muncii.
- În cadrul analizei monetare BNR observă accelerarea pieței creditului, influențată de caracterul acomodativ al politicii monetare. Nivelul redus al ratelor de dobândă a contribuit la creșterea cererii de credite corporate și credite de consum.
- De asemenea, Comunicatul ședinței de politică monetară prezintă și riscurile la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare pe termen scurt și mediu, atât din plan intern (deciziile de politică economică, inclusiv inițiativele legislative recente), dar și din arena internațională (dinamica indicatorilor macro-financiari globali și europeni (inclusiv impactul tensiunilor politice europene, Brexit-ului și deciziilor de politică economică din SUA)).
- În cadrul Conferinței de presă Guvernatorul a menționat că perspectiva lansării unui noi ciclu monetar (în convergență cu ce se întâmplă în SUA și cu așteptările privind dinamica din Europa) este dependentă de accelerarea inflației și de incidența șocurilor de lichiditate.
- De asemenea, reprezentantul BNR a semnalat continuarea procesului de convergență a nivelului ratei rezervelor minime obligatorii la valută spre valorile de referință din Sistemul European al Băncilor Centrale.
- Nu în ultimul rând, la Conferința de prezentare a Raportului trimestrial asupra inflației Guvernatorul BNR a reiterat perspectiva îngustării coridorului format din ratele de dobândă la facilitățile permanente în jurul ratei de dobândă de referință, proces dependent de accelerarea inflației.

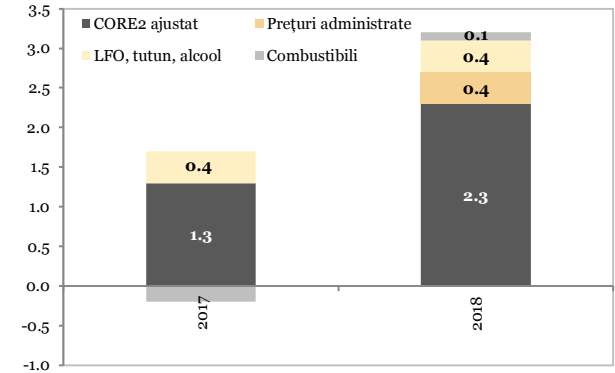
## PIAȚA MONETARĂ

- Pe piața monetară ratele de dobândă au scăzut între final de aprilie și sfârșitul lunii mai, pe fondul climatului pozitiv din piețele financiare globale, dar și a perspectivelor de amânare a ciclului monetar post-criză pe plan intern până la accelerarea inflației.
- Valorile ROBOR la finele lunii mai pentru scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și 12 luni se situau la 0.54%, 0.54%, 0.56%, 0.66%, 0.86%, 1.04%, 1.16%, respectiv 1.23%, în scădere cu ritmuri lunare de 25%, 22%, 19%, 7%, 3%, 6%, 4%, respectiv 5%.
- Pe de altă parte, în dinamică an/an (final de mai comparativ cu finele lunii mai 2016) ROBOR a crescut, în medie, cu opt puncte bază, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele overnight, tomorrow next și trei luni (cu 11 puncte bază).
- În ceea ce privește valorile medii lunare ROBOR s-au consemnat creșteri cu dinamici lună/lună de 5% (pentru overnight și tomorrow next), 8% (pentru o săptămână și o lună) și 2% (pentru trei luni). Pe de altă parte, ROBOR a stagnat pe scadențele șase luni și nouă luni și a scăzut cu 1% pe scadența 12 luni.
- În dinamică an/an ROBOR mediu lunar a crescut cu 13% în mai, avansul fiind mai pronunțat pentru scadențele overnight (18%), tomorrow next (18%), o săptămână (15%), o lună (16%) și trei luni (17%).

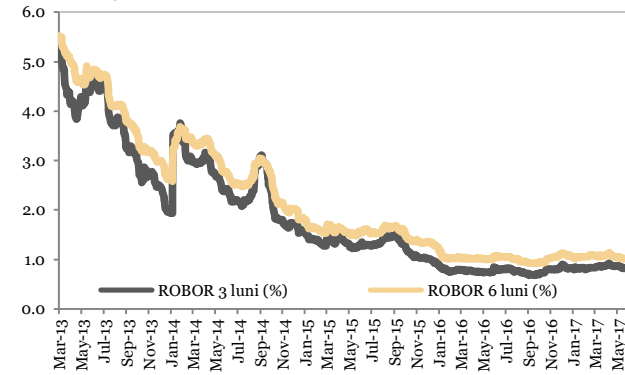
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



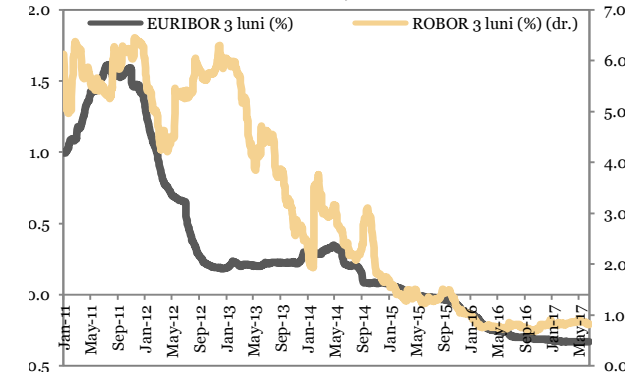
prețurile de consum an/an (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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 fost influențată în mai de evoluțiile din piețele globale de obligațiuni suverane și de factorii interni. Se notează diminuarea spread-ului de dobândă, pe fondul scăderii ratelor de dobândă pe termen scurt, date fiind excesul de lichiditate și semnalele din sfera politicii monetare.
- În SUA indicatorii avansați au crescut cu un ritm lunar de 0.3% în aprilie, iar sentimentul consumatorilor și încrederea constructorilor de case s-au ameliorat în mai (în apropiere de maximele pre-criză). Totodată, comerțul cu amănuntul și producția industrială au accelerat în aprilie. De asemenea, climatul pozitiv din piața forței de muncă s-a consolidat, rata șomajului scăzând spre minimele din anii 2000. Pe de altă parte, inflația anuală a decelerat de la 2.4% în martie la 2.2% în aprilie (pe indicatorul PCE, agreeat de FED, inflația s-a temperat de la 1.8% în martie la 1.7% în aprilie). Totodată, percepția de risc s-a intensificat după ce Președintele Trump l-a demis pe directorul FBI, fiind în creșterea incertitudinea cu privire la capacitatea Administrației de a implementa planurile de relaxare fiscal-bugetară promise în ultima perioadă. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a redus cu 3.6% între final de aprilie și finele lunii mai, la 2.206% (scădere cu 9.8% de la începutul anului). Ca medie lunară indicatorul s-a consolidat în mai în jurul nivelului de 2.30%.
- În Zona Euro indicatorii de încredere la nivel de investitori și consumatori au crescut în mai spre maximele din 2007, evoluție influențată și de rezultatul alegerilor Prezidențiale din Franța. Aceste evoluții indică perspective de consolidare a climatului pozitiv din regiune, într-un moment în care dinamica investițiilor productive accelerează, fiind înregistrată cea mai bună dinamică din perioada pre-criză. Pe de altă parte, dinamica anuală a prețurilor de consum a decelerat în mai, iar Președintele Băncii Centrale Europene a semnalat că lansarea ciclului monetar post-criză este dependentă de convergența sustenabilă a inflației spre ținta de 2% an/an. Aceste evoluții coroborate cu cele din SUA au determinat scăderea ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani cu 4% între final de aprilie și sfârșitul lunii mai, la 0.311% (plus 49.5% de la începutul anului). Cu toate acestea, ca medie lunară indicatorul a crescut cu 48.7% în mai față de aprilie la 0.38%, pe fondul acumulării de semnale privind finalul politicii monetare relaxate fără precedent.
- În România indicatorii macroeconomici s-au ajustat la început de T2, după ce economia a accelerat la 5.7% an/an în T1. Se notează continuarea tendinței de intensificare a dezechilibrului macroeconomic extern, pe fondul majorării importurilor cu un ritm mai puternic comparativ cu dinamica exporturilor. De asemenea, Comisia Europeană a avertizat cu privire la riscul derapajului fiscal-bugetar, pe fondul intensificării componentei structurale a deficitului bugetar. Pe de altă parte, nivelul redus al inflației a determinat BNR să semnaleze amânarea ciclului monetar post-criză. Acești factori și evoluțiile din piețele globale de titluri de stat au condus la scăderea ratei de dobândă la obligațiunile suverane pe scadența 10 ani cu 5.1% între final de aprilie și finele lunii mai, la 3.635% (plus 4.2% în acest an). Ca medie lunară indicatorul s-a diminuat cu 1.4% în mai față de aprilie, la 3.74%.
- În mai statul a atras 4.19 miliarde RON pe piața internă (din care 3.19 miliarde RON prin titluri), nivel cu 2.1% peste program, dar cu 4.5% sub cel realizat în aprilie.

## PIAȚA VALUTARĂ

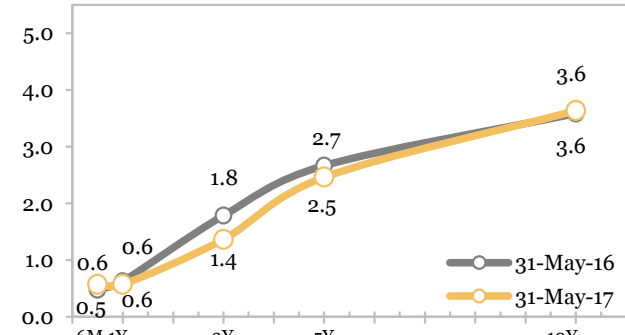
- Cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.5443 – 4.5729) la BNR în mai, notându-se o tendință de creștere (spre maximele din 2012), determinată de intensificarea riscurilor politice din SUA (cu impact asupra direcției fluxurilor internaționale de capital adresate economiilor emergente) și de incertitudinile privind finanțele publice pe termen scurt și mediu. În acest context, Comisia Europeană a avertizat cu privire la faptul că probabilitatea declanșării Procedurii de deficit excesiv va crește dacă nu se vor adopta măsuri de reducere a deficitului structural.
- EUR/RON a încheiat luna mai la 4.5702, în urcare cu 0.81% raportat la nivelul de la final de aprilie, cu 0.64% ytd și cu 1.30% an/an.
- În mai cursul EUR/RON a înregistrat un nivel mediu lunar de 4.5540, cel mai ridicat din toamna anului 2012, în creștere cu 0.53% lună/lună și cu 1.21% an/an.

## PIAȚA BURSIERĂ

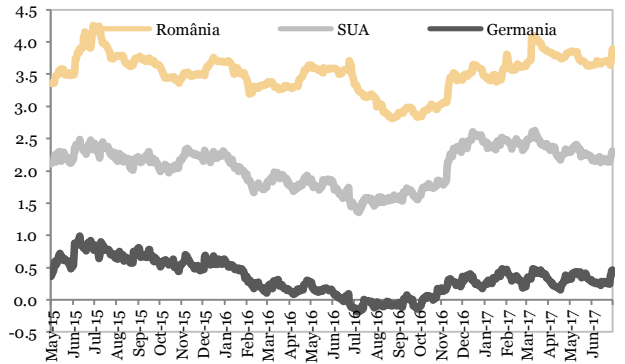
- Piața de acțiuni a crescut pentru a șaptea lună la rând în mai, evoluție influențată de climatul pozitiv din bursele internaționale, dar și de politica de dividende la companiile listate pe plan intern și de succesul IPO-ului Digi. Astfel, indicele BET a crescut cu 6.5% în mai, până la 8,769.4 puncte (avans cu 23.8% de la începutul anului), cel mai ridicat nivel din ianuarie 2008. În mai indicii S&P 500 și Dow Jones Stoxx 600 au consemnat ritmuri lunare de creștere de 1.2%, respectiv 0.7%.

licitații M. Finanțe (mai) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1624DBN027	505.2	Apr-2024	3.46
RO1722DBN045	575.0	Mar-2022	2.77
RO1718CTN088	1,000	Mai-2018	0.87
RO1227DBN011	387.4	Iul-2017	3.68
RO1620DBN017	575.0	Feb-2020	1.86
RO1619DBN035	575.0	Feb-2019	1.36
RO1221DBN032	575.0	Iun-2021	2.31

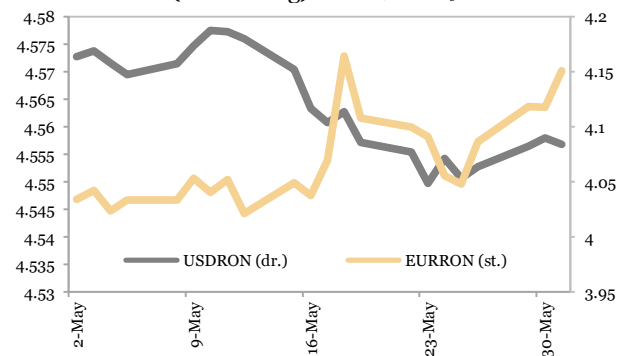
curba randamentelor (%) sursa: BNR



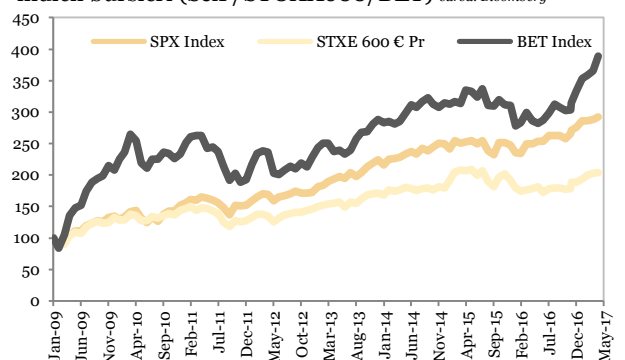
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: BNR, Bloomberg



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



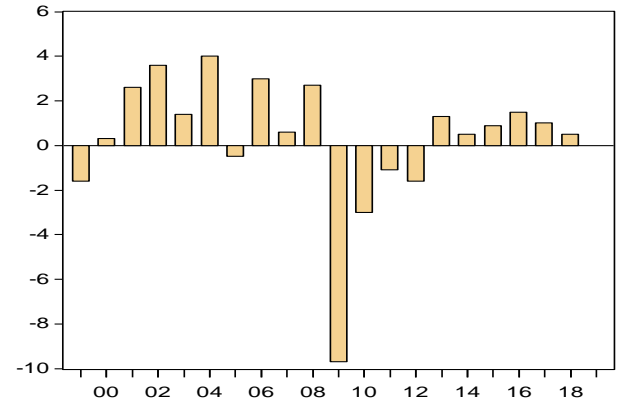
## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

### ECONOMIA REALĂ

- Dinamica indicatorilor macroeconomici comunicați în luna mai în Statele Unite, Zona Euro și România s-a situat în linie cu scenariul macroeconomic central BT. Se evidențiază redinamizarea investițiilor productive, atât în Statele Unite, cât și în Zona Euro, evoluție susținută de încrederea ridicată în economie și de nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- Evoluția favorabilă a investițiilor productive se resimte pe piața forței de muncă, scăderea șomajului spre minimele din perioada pre-criză impulsând consumul privat, principala componentă a PIB.
- Din perspectiva sectorială se evidențiază dinamica serviciilor, susținută de creșterea venitului real disponibil al populației și de procesul de digitalizare.
- În România indicatorii macroeconomici s-au ajustat la începutul trimestrului II, o evoluție normală după accelerarea din trimestrul I.
- Per ansamblu, climatul macroeconomic se menține favorabil, susținut de ciclul european post-criză și de mix-ul relaxat de politici economice pe plan intern. Se notează însă persistența divergenței dintre creșterea consumului și scăderea investițiilor productive, la care a contribuit și politica de investiții a statului.
- De asemenea, se observă continuarea tendinței de intensificare a dezechilibrului extern, precum și acumularea de riscuri în sfera execuției bugetare (respectarea pragului de 3% din PIB pentru deficitul public).
- Deocamdată menținem scenariul macroeconomic central de previziune pe termen mediu pentru economia internă, o revizuire fiind posibilă în iulie, prin incorporarea estimărilor finale privind dinamica PIB din trimestrul I (în SUA, Zona Euro și România), precum și a evoluțiilor indicatorilor macro-financiari din iunie.
- Conform prognozelor actuale economia României ar putea decelera pe termen mediu în convergență spre potențial (după cum se poate nota și în primul grafic alăturat), pe fondul semnalelor de maturitate ale ciclului economic post-criză în plan global și a perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice pe plan intern, cu impact pentru costul de finanțare.
- Astfel, în acest scenariu ne așteptăm la creșterea PIB-ului cu ritmuri medii anuale de 4.5% în 2017, 3.7% în 2018, respectiv 3.4% în 2019.
- Pentru consumul privat (principala componentă a PIB, cu o pondere de aproximativ 62%) prognozăm o decelerare a dinamicii anuale, de la 7.4% în 2016 la 5.6% în 2017 și consolidare la 4.4%-4.5% în 2018-2019, în contextul disipării impactului Noului Cod Fiscal, perspectivelor de majorare a costurilor de finanțare și menținerii unui nivel ridicat al ratei de economisire (statisticile pe trimestrul I indică o valoare de 15%).
- Pe de altă parte, previzionăm redinamizarea investițiilor productive în economie, date fiind impulsul exporturilor, consolidarea climatului pozitiv în sfera consumului privat, nivelul accesibil al costurilor reale de finanțare.
- Totodată, ne așteptăm la implementarea unor proiecte de investiții publice minim necesare în contextul evenimentelor importante din 2018 (aniversarea a 100 de ani de la Marea Unire) și 2019 (România va prelua Președinția rotativă a Uniunii Europene).
- În sfera cererii externe nete previzionăm atenuarea decalajului dintre ritmurile medii anuale de evoluție pentru exporturi și importuri în trimestrele următoare, pe fondul intrării ciclului economic post-criză în faza de maturitate. Astfel, exporturile și importurile ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 6.5% și 7.2% în intervalul 2017-2019.
- Pentru piața forței de muncă ne așteptăm la continuarea tendinței de scădere a ratei șomajului în perioada următoare, însă ritmul de declin se va tempera, pe fondul intensificării presiunilor salariale (date fiind politica de venituri a Administrației și migrația populației active). Astfel, componenta structurală a ratei șomajului (ca medie anuală) se va reduce de la 5.9% în 2016, la 5.3% în 2017, 4.9% în 2018, respectiv 4.8% în 2019.
- Considerăm ca factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: climatul macroeconomic global și european; deciziile privind viitorul procesului de integrare economică europeană; dinamica cotațiilor internaționale la țeței și alte materii prime; mix-ul de politici economice și tensiunile politice pe plan intern; evoluțiile geo-politice.

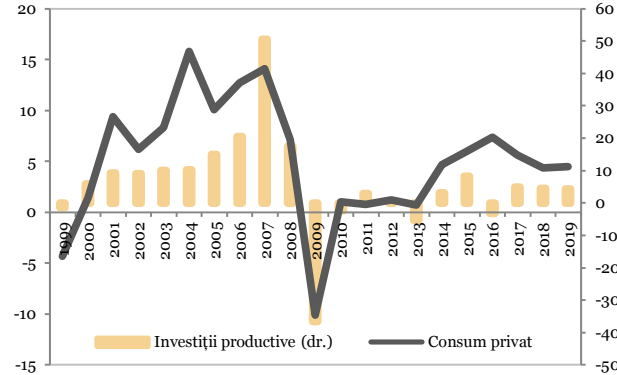
deviația PIB (*output gap*) (PIB - PIB potențial) în România (puncte procentuale)

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



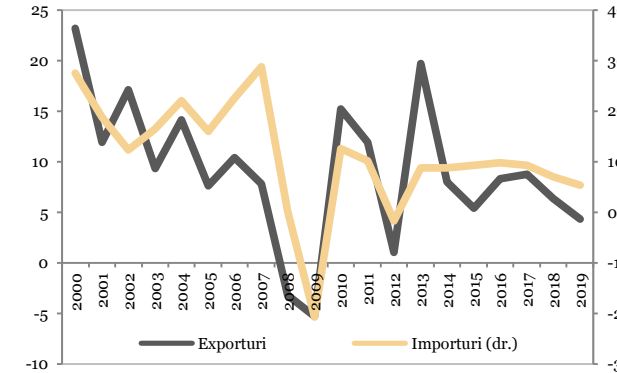
consum privat vs. investiții productive (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS

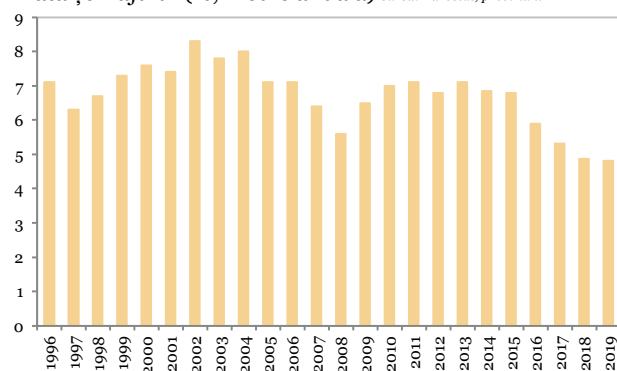


exporturi vs. importuri (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



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

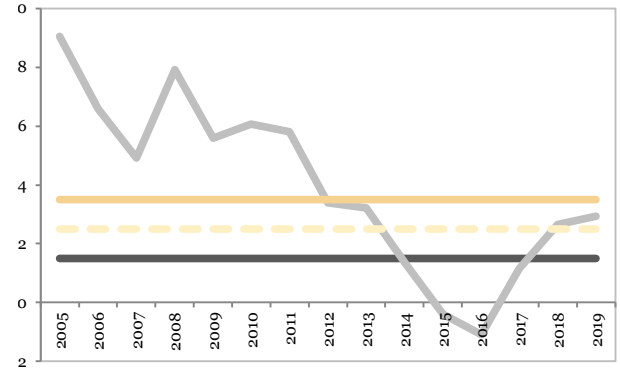


## ECONOMIA FINANCIARĂ

- Prin încorporarea dinamicilor recente ale indicatorilor macro-financiari externi și interni am ajustat scenariul central de previziune pe termen mediu (orizontul 2017-2019) pentru economia financiară.
- Astfel, pe de o parte, am revizuit previziunile privind dinamica prețurilor de consum. Noile prognoze indică o accelerare a inflației (măsurată pe indicele armonizat UE) de la 1.2% an/an în 2017 la 2.7% an/an în 2018, respectiv 2.9% an/an în 2019.
- Practic, în acest scenariu ne așteptăm ca inflația să reîntre în intervalul țintit de BNR în a doua jumătate a anului curent și să depășească centrul acestui interval în 2018 și 2019, după cum se poate observa și în primul grafic din partea dreaptă.
- Convergența inflației către ținta băncii centrale ar putea fi mai rapidă, dacă vom asista la modificări ale componentelor non-core și la intensificarea riscurilor la adresa stabilității macro-financiare, cu impact asupra cursului valutar.
- Perspectiva convergenței inflației spre ținta BNR, evoluția cererii interne la un ritm peste potențial, intensificarea deficitelor gemene și a riscurilor la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu într-un context de majorare a costurilor de finanțare în plan global sunt elemente care contribuie la creșterea probabilității ca banca centrală să lanseze un nou ciclu monetar în a doua jumătate a anului curent.
- Subliniem faptul că prin majorarea graduală a ratei de dobândă de referință BNR poate construi marjă de manevră de intervenție pentru momentul incidenței următoarei crize ciclice.
- Pe de altă parte, atragem atenția cu privire la faptul că gradul de liberare în materie de politică monetară este redus în țările Uniunii Europene din afara Zonei Euro (acestea fiind puternic integrate economic, financiar și investițional cu nucleul euro), mai ales în contextul politicii monetare relaxate fără precedent implementată de Banca Centrală Europeană.
- În ceea ce privește rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) continuăm să previzionăm o tendință de majorare pe termen scurt și mediu: de la 3.3% în 2016 la 4.1% în 2017, 4.5% în 2018, respectiv 4.6% în 2019.
- Acest scenariu este susținut de ciclul monetar post-criză din Statele Unite (cu impact asupra costurilor de finanțare în plan global), de perspectiva inflexiunii politicii monetare din Zona Euro începând cu 2018 și de accelerarea PIB-ului nominal și intensificarea deficitelor gemene pe plan intern.
- Nu în ultimul rând, pentru piața valutară prognozăm un nivel mediu anual al cursului EUR/RON de 4.54 în 2017, 4.57 în 2018, respectiv 4.56 în 2019.
- Atragem însă atenția cu privire la incidența unor forțe contradictorii pe termen scurt, cu impact asupra cursului EUR/RON. Pe de o parte, diferențialul de dobândă reală este un factor care susține moneda națională. Pe de altă parte, intensificarea deficitelor gemene, acumulare de tensiuni în sfera publică, incertitudinile privind intervenția statului în economie și tergiversarea reformelor structurale sunt factori care susțin moneda unică europeană.
- Din perspectiva termenului mediu ne așteptăm ca evoluția EUR/RON să fie dependentă de știrile privind viitorul procesului de integrare europeană și poziția României vis-a-vis de aderarea la Zona Euro.
- Printre factorii de risc pentru dinamica economiei financiare pe termen scurt și mediu se menționează: evoluțiile macro-financiare din SUA, Zona Euro, China; intervenția statului în economie și climatul politic pe plan intern; climatul geo-politic.

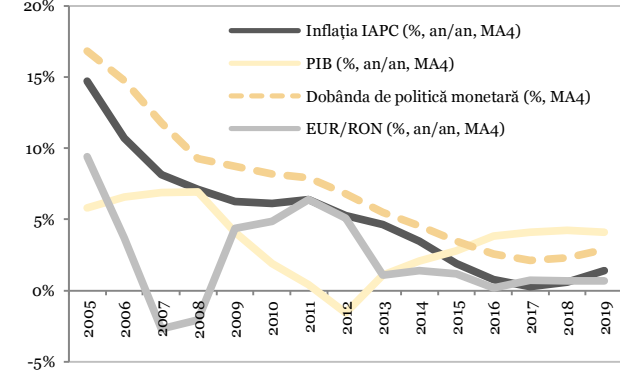
### previziuni pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



### licitații M. Finanțe (iunie)

sursa: M. Finanțe

	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
06-Iun-2017	230	Titluri	24-Sep-2031
08-Iun-2017	805	Titluri	19-Dec-2022
08-Iun-2017	1,000	Certificate	11-Iun-2018
12-Iun-2017	690	Titluri	26-Feb-2020
15-Iun-2017	800	Certificate	18-Dec-2017
19-Iun-2017	575	Titluri	29-Apr-2024
22-Iun-2017	920	Titluri	25-Feb-2019
26-Iun-2017	805	Titluri	08-Mar-2022

### titluri de stat în circulație

sursa: BNR

	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1717CTN0A8	802.1		Dec-17
RO1718CTN096	1,008.0		Iun-18
RO1519DBN037	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1722DBN045	2,760.0	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	4.4549	4.54	4.6526	4.56
2018	4.4100	4.57	4.7223	4.56
2019	4.4226	4.56	4.7129	4.55

## ANALIZĂ

### dr. Andrei Rădulescu

Economist Senior | Banca Transilvania  
(+4)0374.697.575 | (+4)0754.035.080 | (+4)0730.727.516  
andrei.radulescu@bancatransilvania.ro

### Dan Rusu, CMT

Analist Șef Piețe de Capital | Banca Transilvania  
(+4)0374.525.065 | (+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

### Irinel Tolescu

Director Vânzări | BT Asset Management  
(+4)0264.301.365 | (+4)0758.230.839  
irinel.tolescu@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](#)
- 
- soluții de finanțare pentru afacerile mici [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](https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm_source=raportPDF&utm_medium=email&utm_campaign=raport-analiza-pdf).