

Climat investițional dificil I 28 septembrie 2017

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

Evoluții macroeconomice recente

- Dinamica economiei mondiale s-a ameliorat în luna august, evoluție influențată de nivelul redus al costurilor reale de finanțare și de climatul favorabil din piața financiară. Conform indicatorului PMI Compozit calculat de JPMorgan PIB-ul global a înregistrat cea mai bună evoluție din primăvara anului 2015.
- În Statele Unite evoluțiile macro-financiare recente indică premise de creștere a economiei la un ritm ușor peste potențial în trimestrele următoare.
- Totodată, Zona Euro traversează cea mai bună perioadă din ultimii 10 ani, evoluție influențată de accelerarea PIB-ului global și de nivelul redus al ratelor de dobândă.
- Pe de altă parte, accelerarea economiei interne din prima jumătate a anului curent pare nesustenabilă, date fiind intensificarea dezechilibrelor macroeconomice și persistența unui climat investițional dificil.
- În sfera economiei financiare piața internă nu a reușit să acompanieze climatul pozitiv din plan global, pe fondul semnalelor privind intervenția mai agresivă a statului în economie, dar și a intensificării riscurilor la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu. Bursa a înregistrat corecții, iar costurile de finanțare au crescut puternic pe plan intern în perioada recentă.

Scenariul macroeconomic central

- Am menținut scenariul macroeconomic central pe termen mediu pentru economia României, o revizuire fiind programată în octombrie (după comunicarea estimărilor finale privind dinamica PIB din semestrul I), moment în care vom lansa primele previziuni pentru anul 2020.
- Astfel, ne așteptăm ca economia internă să crească cu 5% an/an în 2017, cel mai bun ritm din 2008. Practic, în acest scenariu previzionăm decelerarea dinamicii PIB-ului începând cu semestrul II, pe fondul modificării mix-ului de politici economice, cu impact asupra costurilor de finanțare. De altfel, considerăm că economia internă va decelera spre ritmul potențial în 2018-2019, date fiind perspectivele de ajustare din sfera politicii economice, în contextul convergenței inflației spre nivelul țintit de BNR și a riscurilor de derapaj din sfera finanțelor publice.
- Conform acestui scenariu consumul privat (principala componentă a PIB) a intrat în faza de maturitate, urmând să decelereze în 2018-2019, după consolidarea din 2017.
- În sfera economiei financiare am revizuit ușor prognozele privind dinamica prețurilor de consum. Prin încorporarea acestor previziuni și a evoluțiilor recente din piața titlurilor de stat și a pieței valutare am ajustat prognozele pentru rata de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani și pentru cursul de schimb.
- În încheiere menționăm factorii de risc asociați acestui scenariu: climatul macro-financiar global (SUA, China) și european, inclusiv perspectivele de politică economică; tensiunile geo-politice; dinamica cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime; deciziile de politică economică și tensiunile din spațiul public în sfera internă.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	169.6	177.2	187.3	199.6
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	5.0	3.7	3.4
Consum privat (% an/an)	6.0	7.4	7.1	4.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	8.3	-3.3	3.2	4.5	4.3
Consum public (% an/an)	0.1	4.5	2.1	1.8	1.2
Exporturi (% an/an)	5.4	8.3	8.4	6.3	4.3
Importuri (% an/an)	9.2	9.8	9.2	6.9	5.4
Rata șomajului (%)	6.8	5.9	5.2	4.9	4.9
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.1	2.8	3.0
Rata de dobândă de referință (%)	1.75	1.75	2.00-2.25	3.50	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	3.0	3.0	3.0	2.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	37.6	38.3	38.4	37.7
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.3	-3.4	-3.6	-4.0
Rata de dobândă titluri 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	4.0	5.0	5.2
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.56	4.60	4.60

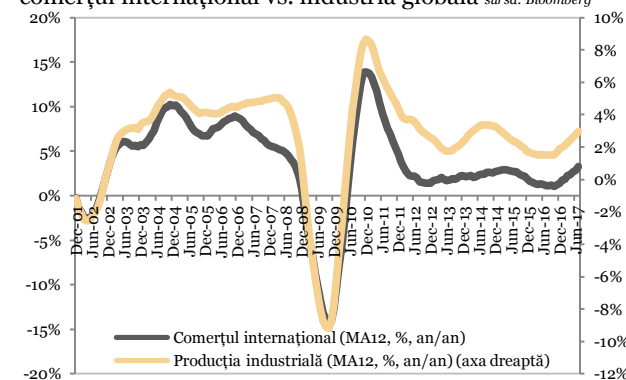
Sursa: INS, Eurostat, Comisia Europeană, AMECO, previziuni Banca Transilvania

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

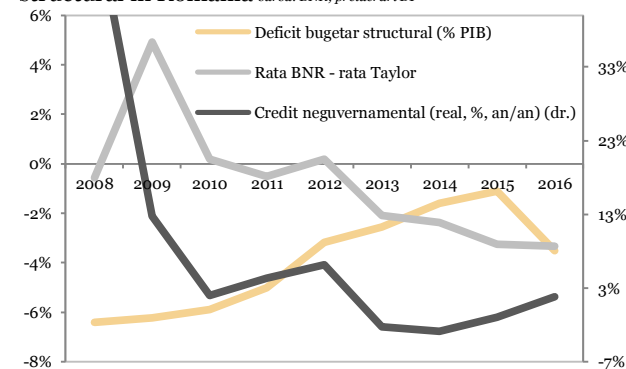
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T2/2017	5.90	-
rata inflației IPC	Aug-2017	1.15	-
rata șomajului	Iul-2017	-	5.2
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

comerțul internațional vs. industria globală sursa: Bloomberg



politică monetară, piața creditului și deficitul bugetar structural în România sursa: BNR, prelucrări BT



calendar macroeconomic septembrie 2017

instituție	data	indicator
BNR	1 Sep	Rezervele internaționale (Aug)
INS	1 Sep	Turismul (Iul)
INS	4 Sep	Comerțul cu amănuntul (Iul)
INS	5 Sep	Dinamica PIB (T2 2017, P1)
INS	5 Sep	Costul cu forța de muncă (T2 2017)
INS	7 Sep	Salariul mediu net (Iul)
INS	8 Sep	Construcțiile rezidențiale (T2 2017)
INS	8 Sep	Investițiile nete în economie (T2 2017)
INS	11 Sep	Balanța comercială cu bunuri (Iul)
INS	11 Sep	Comenzile noi în industrie (Iul)
INS	12 Sep	Producția industrială (Iul)
INS	12 Sep	Dinamica inflației (Aug)
BNR	13 Sep	Balanța de plăți (Iul)
INS	14 Sep	Sectorul de construcții (Iul)
BNR	25 Sep	Indicatorii monetari (Aug)
INS	27 Sep	Locurile de muncă (T2 2017)
INS	28 Sep	Tendințe în economie (Sep-Noi)
INS	29 Sep	Autorizațiile de construcții (Aug)

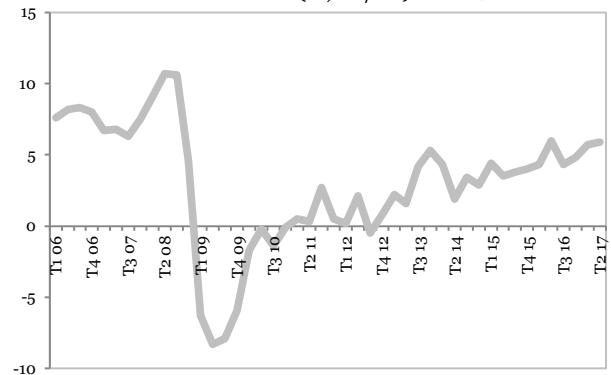
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

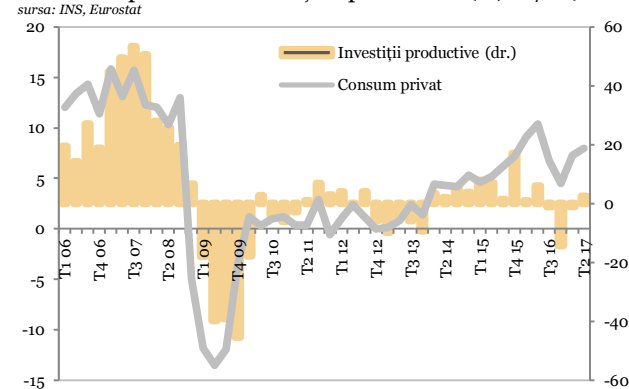
ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Conform estimărilor provizorii (1) ale Institutului Național de Statistică (INS) economia internă a crescut cu un ritm trimestrial de 1.6% în T2 2017.
- În dinamică an/an PIB-ul României a accelerat de la 5.7% în T1 la 5.9% în T2, pe fondul mix-ului relaxat de politici economice cu impact asupra cererii interne (contribuție cu 7.3 puncte procentuale).
- Consumul populației a consemnat un avans de 8% an/an (cel mai bun ritm din T2 2016), evoluție susținută de majorarea venitului real disponibil, accelerarea creditării în RON și efectul de avuție (generat de creșterea prețurilor activelor imobiliare și financiare).
- Totodată, investițiile productive au revenit pe creștere în T2 (2.4% an/an), sub influența impulsului exporturilor, climatului pozitiv din sfera consumului intern și nivelului scăzut al costurilor de finanțare.
- De asemenea, consumul public a avut o contribuție pozitivă la dinamica anuală a PIB-ului în T2 (0.3 puncte procentuale), date fiind măsurile pro-ciclice (fiscal-bugetare și de venituri).
- Se evidențiază însă contribuția ridicată a stocurilor companiilor la evoluția anuală a economiei în trimestrul trecut: 1.3 puncte procentuale. Această dinamică reflectă prudența companiilor, în contextul acumulării de riscuri din sfera politicii economice.
- Pe de altă parte, contribuția cererii externe nete la dinamica anuală a economiei în T2 a fost negativă (-1.4 puncte procentuale), dată fiind decelerarea exporturilor (6.6% an/an). Importurile totale au consemnat un avans cu 9.5% an/an.
- În semestrul I PIB-ul a urcat cu 5.8% an/an, cel mai bun ritm din 2008, evoluție determinată de dinamica cererii interne (contribuție cu 6.5 puncte procentuale).
- Consumul populației (principala componentă a PIB) a crescut cu 7.7% an/an, pe fondul majorării venitului real disponibil, climatului pozitiv din sfera creditării și creșterii prețurilor activelor imobiliare și financiare.
- Consumul public a contribuit la 0.5 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei în prima jumătate a anului curent, ca urmare a politicilor pro-ciclice (fiscal-bugetare și de venituri).
- Investițiile productive au crescut cu un ritm mai lent, de 1.1% an/an, expresie a climatului investițional dificil, influențat de tensiunile publice și de incertitudinile din sfera politicii economice. Aceste aspecte au condus la o abordare prudentă a sfera companiilor, aspect reflectat de dinamica puternică a stocurilor: contribuție cu 0.8 puncte procentuale la evoluția PIB-ului.
- Pe de altă parte, contribuția cererii externe nete la dinamica anuală a economiei a fost negativă în prima jumătate a anului curent (-0.7 puncte procentuale), pe fondul majorării importurilor cu 10% an/an, ritm mai puternic față de cel consemnat de exporturi (8.7% an/an).
- Analiza din perspectiva ofertei agregate confirmă rolul IT&C de stea a economiei interne (valoarea adăugată brută în urcare cu 12.7% an/an în primele șase luni ale anului).
- Dinamică de două cifre a valorii adăugate brute s-a înregistrat și în sectorul activității profesionale, științifice și tehnice / servicii administrative / servicii suport: 10.6% an/an.
- De asemenea, ritmuri ridicate de creștere au înregistrat industria (10.6% an/an) și componenta comerț cu ridicata și amănuntul / reparare auto-moto / transport și depozitare / HORECA (8.1% an/an) în perioada ianuarie-iunie 2017.
- La polul opus, construcțiile (sector intensiv în capital și forță de muncă) au scăzut cu 4.7% an/an la șase luni.
- În perioada recentă s-au înregistrat evoluții mixte ale indicatorilor macroeconomici, care confirmă faza de maturitate a ciclului economic post-criză. Tensiunile din spațiul public, perspectivele de majorare a costurilor de finanțare și intensificarea deficitelor gemene sunt factori cu impact nefavorabil pentru climatul investițional.
- Spre exemplu, în iulie dinamica anuală a producției industriale a decelerat la 7.4%, cea mai slabă evoluție din ultimele trei luni.
- Pe de altă parte, volumul vânzărilor din comerțul cu amănuntul a accelerat la 10.1% an/an în iulie, expresie a momentului favorabil din sfera consumului privat.
- De asemenea, sectorul de construcții a revenit pe creștere în iulie (1.4% an/an), după declinul sever din cele trei luni anterioare.

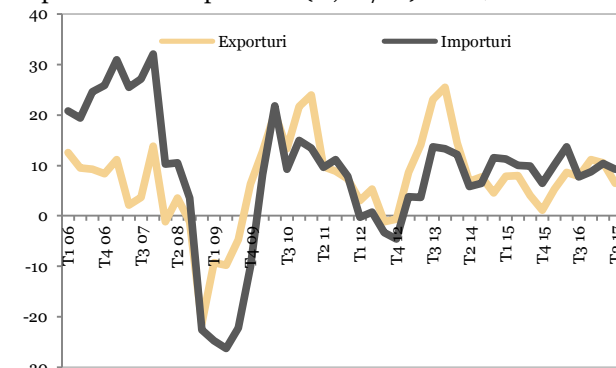
dinamica PIB în România (% an/an) sursa: INS, Eurostat



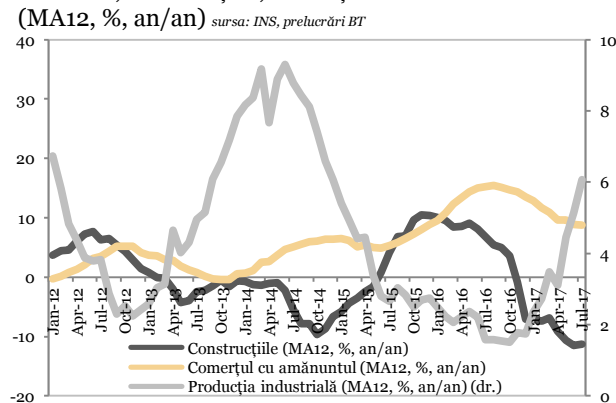
consumul privat vs. investițiile productive (% an/an) sursa: INS, Eurostat



exporturile vs. importurile (% an/an) sursa: INS, Eurostat



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



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Conform datelor Institutului Național de Statistică (INS) piața forței de muncă pare să fi intrat în faza de maturitate în perioada recentă, sub influența majorării costurilor salariale și a intensificării riscurilor din sfera politicii economice.
- Numărul șomerilor (15-74 ani) a crescut cu 3.7% lună/lună la 477.6 mii în iulie, maximul ultimelor patru luni.
- În dinamică an/an indicatorul a scăzut cu 9% în iulie și cu 14.8% în primele șapte luni, pe fondul accelerării economiei și sub influența migrației populației active.
- Rata șomajului a urcat de la 5% în iunie la 5.2% în iulie, maximul din martie. La bărbați rata șomajului s-a majorat de la 5.9% în iunie la 6.2% în iulie, cel mai ridicat nivel din octombrie 2016. Totodată, rata șomajului la femei a crescut de la 3.7% în iunie la 3.9% în iulie, maximul ultimelor patru luni.
- Astfel, în perioada ianuarie – iulie 2017 rata medie a șomajului s-a situat la 5.2%, în atenuare cu un punct procentual față de perioada similară din 2016. La bărbați indicatorul a scăzut cu 0.9 puncte procentuale an/an la 5.9%, iar la femei s-a înregistrat un declin cu un punct procentual an/an la 4.1%.
- Considerăm că dinamica indicatorilor din piața forței de muncă în perioada recentă a fost influențată de incidența unor forțe contradictorii:
- A. Accelerarea economiei interne și migrația populației active, factori care au contribuit la graba companiilor cu angajările înainte de creșterea costurilor de finanțare și de noi majorări salariale (acest aspect este confirmat și de avântul numărului de salariați spre maximul din anii 1990), pe de o parte;
- B. Creșterea salariilor (evoluție puternic influențată de politica pro-ciclică de venituri a statului) și acumularea de riscuri la adresa stabilității macro-financiare și climatului investițional pe termen mediu, pe de altă parte.
- În iulie rata șomajului a fost superioară componentei structurale, pentru prima oară din primăvara 2016 (conform estimărilor econometrice elaborate și prezentate în al doilea grafic alăturat), ceea ce confirmă faza de maturitate a pieței forței de muncă.

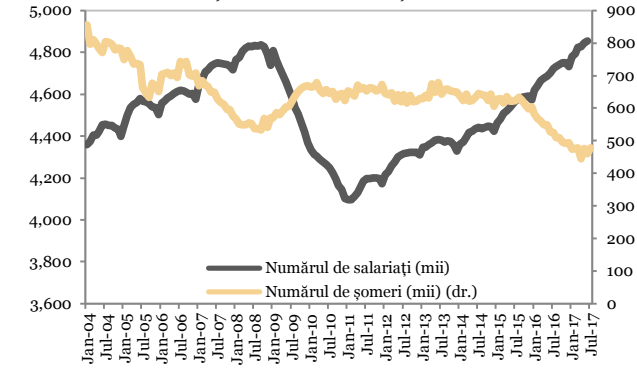
ECONOMIA FINANCIARĂ

- Climatul din piețele globale și europene și factorii interni au avut impact în economia financiară în luna august.

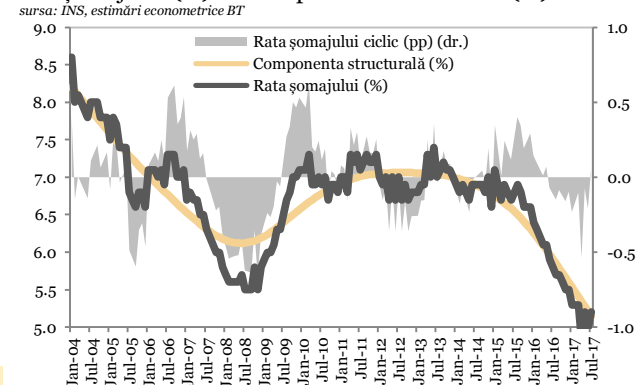
PREȚURILE DE CONSUM

- Datele Institutului Național de Statistică (INS) indică scăderea prețurilor de consum cu 0.2% lună/lună în august. Această evoluție a fost determinată de declinul prețurilor la bunuri alimentare (34.65% din coșul de consum) cu 0.86% lună/lună: abundența recoltei de toamnă a condus la reducerea prețurilor la fructe/conserve din fructe și la legume/conserve din legume cu ritmuri lunare de 4.53%, respectiv 7.67%.
- Pe de altă parte, prețurile la produse nealimentare (45.45% din coșul de consum) au crescut cu 0.14% lună/lună în august, evoluție determinată îndeosebi de majorarea prețurilor la combustibili cu o dinamică lunară de 0.65%, în contextul creșterii cotațiilor internaționale la țiței (spre cel mai ridicat nivel din mai). De asemenea, prețurile la tutun au urcat cu un ritm lunar de 0.07%.
- Tarifele la servicii (19.90% din coșul de consum) au consemnat o creștere lunară de 0.20% în august, evoluție influențată de deprecierea RON în raport cu euro.
- În dinamică an/an inflația a decelerat de la 1.42% în iulie la 1.15% în august. Această evoluție a fost determinată îndeosebi de temperarea inflației la produse alimentare, de la 2.39% an/an în iulie la 1.59% an/an în august, cel mai redus nivel din februarie 2017.
- De asemenea, dinamica prețurilor la bunuri nealimentare s-a situat la 1.56% în august, în atenuare față de nivelul de 1.67% din iulie.
- Pe de altă parte, tarifele la servicii au continuat să scadă, însă ritmul de declin s-a atenuat la 0.49% (cel mai redus din aprilie 2016).
- În primele opt luni din 2017 prețurile de consum au crescut în medie cu 0.7% an/an (0.6% pe indicele armonizat UE), dinamică influențată de: scăderea cotei generale de TVA (de la 20% la 19%), eliminarea accizei suplimentare la carburanți, majorarea excedentului de cerere agregată, evoluțiile din piețele internaționale de materii prime și din piața valutară, liberalizarea prețurilor la gaze naturale, majorarea prețurilor la energie, eliminarea celor 102 taxe nefiscale și conformarea la prevederile Directivei Europene a Tutunului.

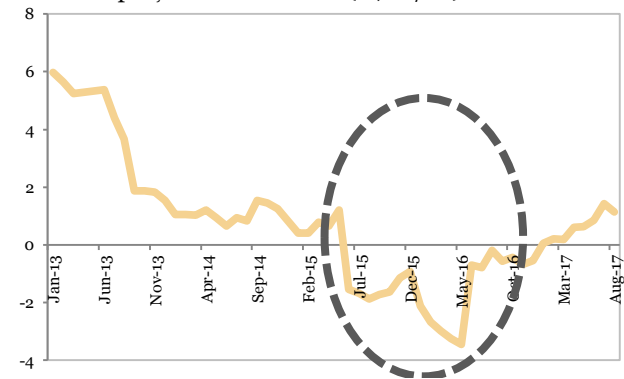
numărul de salariați vs. numărul de șomeri (mii) sursa: INS



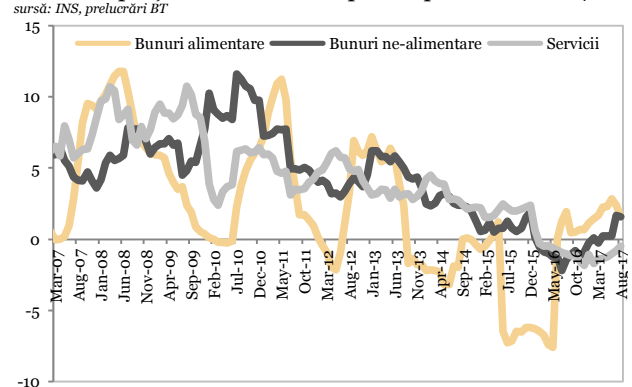
rata șomajului (%) vs. componenta structurală (%)



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



dinamica prețurilor de consum pe componente (% an/an)



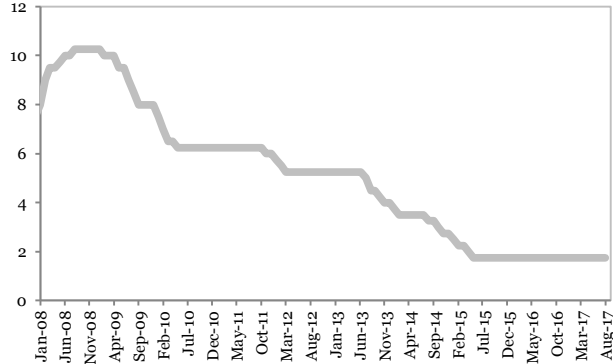
POLITICA MONETARĂ

- La a șasea ședință de politică monetară din 2017 desfășurată în august Banca Națională a României (BNR) a ajustat previziunile macroeconomice pe termen mediu, a menținut rata de dobândă de politică monetară și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit și a semnalat că este pregătită să demareze ciclul monetar post-criză în perioada următoare.
- Astfel, pe de o parte, BNR a revizuit în urcare previziunile privind inflația la final de 2017 (cu 0.3 puncte procentuale la 1.9%) și finele anului 2018 (cu 0.1 puncte procentuale la 3.2%), pe fondul revizuirii în sus a previziunilor cu privire la dinamica excedentului de cerere agregată, creșterii mai puternice a costurilor de producție (cu energie și forța de muncă) și evoluției prețurilor de import.
- Noul scenariu BNR indică perspectiva accelerării inflației **core** de la 1.4% an/an în decembrie 2017 la 2.3% an/an în decembrie 2018. Totodată, în acest scenariu inflația ar putea atinge limita superioară a intervalului țintă (1.5%-3.5%) la jumătatea anului 2019.
- Pe de altă parte, entitatea a menținut rata de dobândă de politică monetară (la nivelul minim istoric de 1.75%) și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit (la 8%), decizii în linie cu estimările noastre și ale pieței financiare.
- În cadrul analizei economice (sintetizată în Comunicatul ședinței) BNR evidențiază accelerarea recentă a inflației, la care au contribuit atât componenta core (bază) (dat fiind excesul de cerere agregată), cât și evoluția prețurilor la bunuri alimentare și tutun.
- Totodată, analiza monetară a BNR subliniază accelerarea pieței creditului în moneda națională, determinată și de nivelul accesibil al costurilor de finanțare (“**condițiile monetare reale au un caracter stimulat accentuat**”).
- Printre factorii de risc la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare pe termen scurt și mediu BNR menționează: măsurile din sfera politicii fiscal-bugetare și a politicii de venituri (inclusiv rectificarea bugetară) pe plan intern; evoluțiile din sfera globală și din plan european, inclusiv deciziile de politică monetară ale principalelor bănci centrale (FED, BCE).
- Prin urmare, banca centrală a semnalat o atitudine mai activă în materie de politică monetară pe viitor. În acest context, la Conferința de Presă Guvernatorul a considerat însă că banca centrală așteaptă conturarea ciclului monetar post-criză în Zona Euro (ieșirea Băncii Centrale Europene din politica monetară relaxată fără precedent) și deciziile de politică monetară din Europa Centrală și de Est (în principal, Polonia) înainte de a majora rata de dobândă de referință.

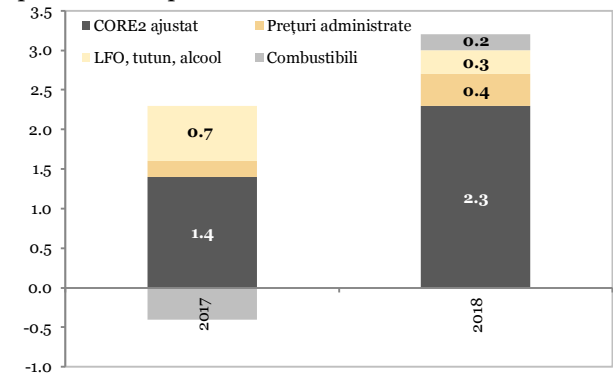
PIAȚA MONETARĂ

- Pe piața monetară ratele de dobândă au crescut în august, evoluție determinată, în principal, de accelerarea inflației și de acumularea de riscuri la adresa stabilității macro-financiare pe plan intern (intensificarea deficitelor gemene).
- Astfel, la finele lunii august ratele ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și un an s-au situat la 0.63%, 0.63%, 0.64%, 0.70%, 0.91%, 1.11%, 1.20%, respectiv 1.28%, în creștere cu ritmuri lunare de 5%, 3%, 3%, 1%, 5%, 7%, 4%, respectiv 6%.
- În dinamică an/an ROBOR a crescut în medie cu 13 puncte bază între final de august 2016 și finele lunii august 2017.
- În ceea ce privește nivelul mediu lunar ROBOR se observă creșteri generalizate în august. Astfel, în dinamică lună/lună s-a înregistrat un avans mediu de 4%, mai pronunțat pe scadențele o săptămână și o lună.
- În dinamică an/an ROBOR mediu lunar a consemnat o creștere medie de 10% în august, mai pronunțată pe scadențele până la trei luni.

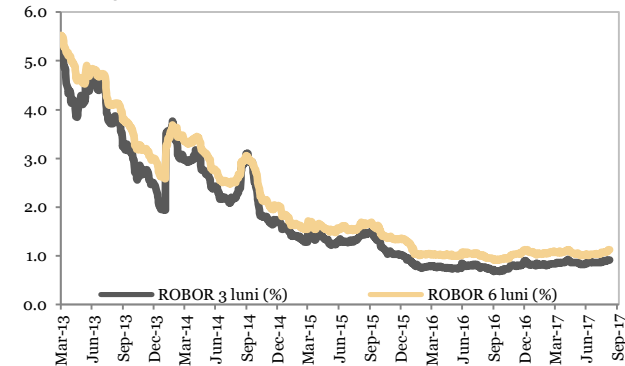
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



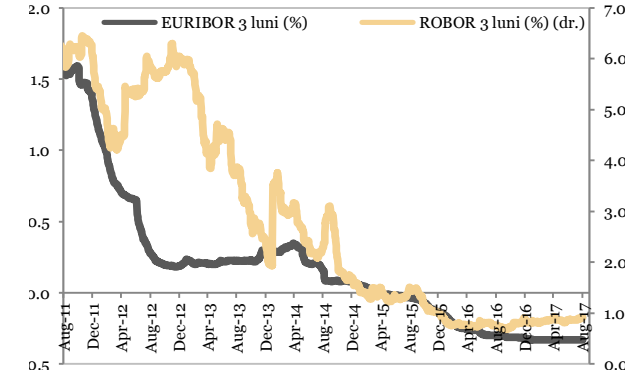
prețurile de consum an/an (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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 s-a deplasat în sus în luna august, evoluție în disonanță cu cele din piețele internaționale de obligațiuni suverane. Această divergență a fost determinată de accelerarea PIB-ului nominal (pe fondul convergenței inflației spre ținta BNR) precum și de semnalele de intervenție mai agresivă a statului în economie, într-un context caracterizat prin deteriorarea stabilității macro-financiare, din perspectiva termenului mediu.
- În SUA s-au înregistrat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor din economia reală, care exprimă premise de continuare a ciclului economic post-criză pe termen scurt (cel puțin până la finalul anului curent). Cu toate acestea, se acumulează semnale de maturitate pe piața imobiliară și pe piața forței de muncă. Pe de altă parte, inflația persistă la un nivel redus, inferior țintei Rezervei Federale. Nu în ultimul rând, în august s-au intensificat tensiunile din sfera geo-politică, pe fondul testelor nucleare derulate de Coreea de Nord. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a scăzut cu 7.7% între final de iulie și finele lunii august, la 2.12% (declin cu 13% de la începutul anului). Acest indicator a înregistrat un nivel mediu lunar de 2.20% în august, în scădere cu 4.8% față de cel înregistrat în iulie.
- Economia Zonei Euro a accelerat în perioada recentă, iar premisele pe termen scurt se mențin favorabile, aspect reflectat de dinamica indicatorilor de încredere. Pe de altă parte, inflația se menține la un nivel inferior țintei de 2% an/an a Băncii Centrale Europene. Nu în ultimul rând, banca centrală din regiune s-a arătat preocupată cu privire la aprecierea recentă a monedei unice europene, care contrabalansează impactul politicii monetare relaxate fără precedent. În acest context, instituția a semnalat că nu se grăbește cu inflexiunea politicii monetare. Prin urmare, rata de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani a scăzut cu 32.6% între sfârșit de iulie și final de august, la 0.359% (avans cu 73% de la începutul anului). Ca medie lunară indicatorul s-a redus cu 23.5% în august față de iulie, la 0.41%.
- În România s-au consemnat evoluții mixte ale indicatorilor din economia reală în august, notându-se consolidarea climatului favorabil din sfera consumului (susținut și de accelerarea creditării) și revenirea construcțiilor pe creștere în iulie. Pe de altă parte, la nivel de industrie se acumulează semnale de maturitate, pe fondul deteriorării climatului investițional, în contextul semnalelor privind o intervenție mai puternică a statului în economie în perioada următoare. De asemenea, deficitele gemene au continuat să se intensifice, iar așteptările inflaționiste s-au majorat, pe fondul deciziei privind reintroducerea accizei suplimentare la carburanți din luna septembrie. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani a urcat cu 1.6% între final de iulie și sfârșit de august la 3.885% (plus 11% în acest an). Media lunară a acestui indicator a crescut cu 0.5% în august față de iulie la 3.88%.
- În luna august Ministerul de Finanțe a atras 3.6 miliarde RON pe piața internă (din care 800 milioane RON prin certificate), un volum cu 5.4% peste cel planificat, dar în scădere cu 34.7% raportat la cel realizat în iulie.

PIAȚA VALUTARĂ

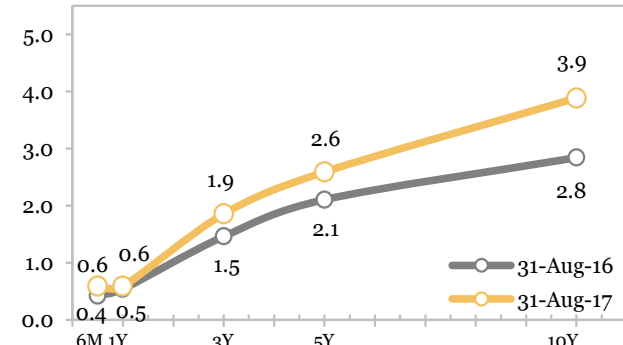
- Cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.5577-4.5985) la BNR în luna august, notându-se o tendință ascendentă. Această evoluție a fost determinată îndeosebi de factorii interni: știrile economice (deteriorarea echilibrului macroeconomic) și politice interne (perspectiva unei intervenții mai agresive a statului în economie).
- EUR/RON a încheiat luna august la 4.5906, în creștere cu 0.68% lună/lună, cu 1.09% ytd și cu 3.08% an/an.
- Luna trecută cursul EUR/RON a înregistrat un nivel mediu de 4.5784 (maxim istoric), în creștere cu un ritm lunar de 0.23% și cu o dinamică an/an de 2.67%.

PIAȚA BURSIERĂ

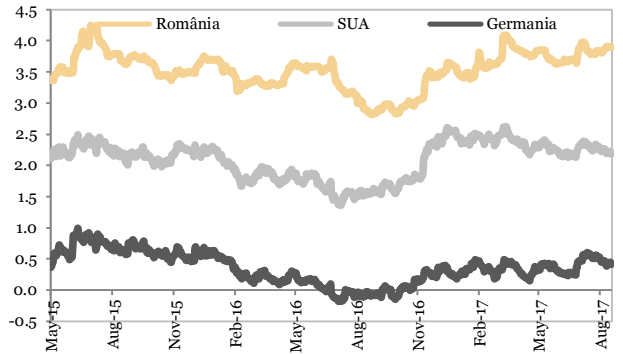
- Bursa a scăzut în luna august, pe fondul semnalelor privind o intervenție mai agresivă a statului în economie, într-un context caracterizat prin acumularea de riscuri la adresa stabilității finanțelor publice din perspectiva termenului mediu.
- Astfel, indicele BET a scăzut cu 2.7% la 8,052 puncte luna trecută (avans cu 13.6% de la începutul anului).
- În septembrie indicele S&P 500 din SUA a urcat cu 0.1%, la 2,471.7 puncte (plus 10.4% în 2017), iar indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 s-a corectat pentru a treia lună consecutiv, cu 1.1%, la 373.9 puncte (avans cu 3.4% de la început de an).

licitații M. Finanțe (august) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1720DBN072	575.0	Oct-2020	1.88
RO1227DBN011	230.0	Iul-2027	3.92
RO1718CTN0D1	800.0	Aug-2018	0.79
RO1522DBN056	345.0	Dec-2022	2.90
RO1425DBN029	532.4	Feb-2025	3.59
RO1722DBN045	575.0	Mar-2022	2.65
RO1619DBN035	575.0	Feb-2019	1.27

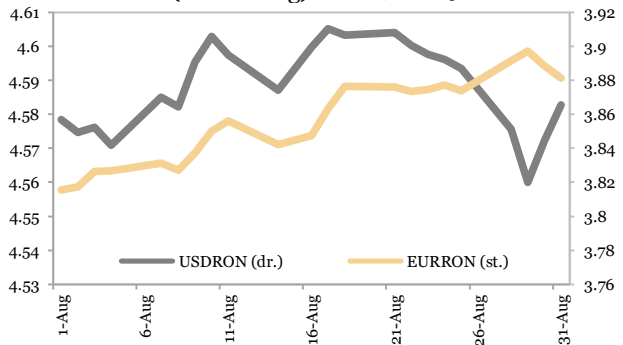
curba randamentelor (%) sursa: BNR



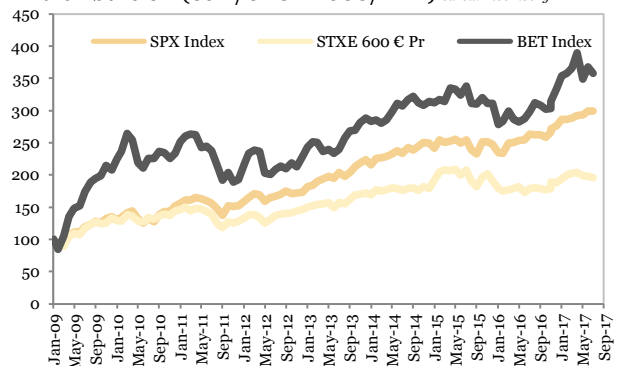
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: BNR, Bloomberg



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



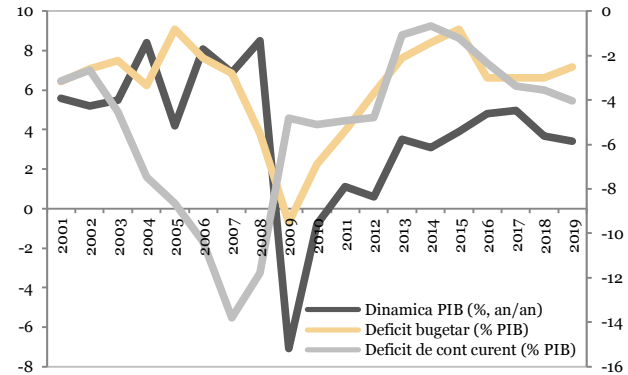
SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

ECONOMIA REALĂ

- Indicatorii macro-financiari interni au prezentat evoluții mixte în perioada recentă, notându-se o deteriorare a climatului investițional, pe fondul semnalelor privind o intervenție mai agresivă a statului în economie în perioada următoare, dar și a continuării tendinței de intensificare a deficitelor gemene (după cum se poate nota în primul grafic din partea dreaptă).
- În acest context considerăm că ritmul de creștere economică din prima jumătate a anului curent este nesustenabil, aspect reflectat și de contribuția puternică a stocurilor la această evoluție (0.8 puncte procentuale).
- Prin urmare, menținem deocamdată scenariul central de previziune pe termen mediu pentru economia României, o revizuire fiind programată în luna octombrie (după ce Institutul Național de Statistică va comunica estimările finale privind dinamica economiei din semestrul I), când vom lansa și primele prognoze pentru anul 2020.
- Conform scenariul macroeconomic curent economia României va iniția un proces de decelerare în semestrul II, pe fondul disipării impactului măsurilor din Noul Cod Fiscal, majorării costurilor de finanțare și intensificării riscurilor la adresa stabilității macro-financiare (din perspectiva termenului mediu).
- De altfel, în septembrie a fost reintrodusă acciza suplimentară la carburanți, iar costurile de finanțare au crescut (spre cele mai ridicate valori de la final de 2015), factori care vor determina o temperare a consumului privat (principala componentă a PIB) pe final de an.
- În acest scenariu previzionăm accelerarea economiei de la 4.8% an/an în 2016 la 5% an/an în 2017 (cea mai bună dinamică din 2008), într-o evoluție determinată exclusiv de dinamica cererii interne, susținută de mix-ul relaxat și pro-ciclic de politici economice.
- Pe de altă parte, economia internă ar putea decelera în 2018 și 2019 (ritmuri medii anuale de 3.7%, respectiv 3.4%), în convergență spre potențial, pe fondul perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice, cu impact asupra costurilor de finanțare.
- Astfel, consumul privat ar putea consemna un avans cu 7.1% an/an, în ușoară decelerare față de 2016. Dinamica principalei componente a PIB este influențată de majorarea venitului real disponibil al populației, climatul pozitiv din piața creditului (inclusiv nivelul accesibil al costurilor de finanțare) și efectul de avuție (dată fiind majorarea prețurilor activelor imobiliare și activelor financiare din ultimele luni).
- Pentru 2018-2019 previzionăm decelerarea consumului privat, spre ritmuri anuale de 4.4%, respectiv 4.5%, evoluție determinată de disiparea măsurilor de relaxare din cadrul Noului Cod Fiscal și de majorarea costurilor de finanțare.
- În ceea ce privește investițiile productive prognozăm ritmuri modeste de evoluție (3.2% în 2017, 4.5% în 2018 și 4.3% în 2019), date fiind forțele contradictorii. Pe de o parte, considerăm că există potențial ridicat de investiții din perspectiva termenului mediu, mai ales în contextul perspectivelor de aderare la OCDE și Zona Euro. Pe de altă parte, atragem atenția cu privire la majorarea costurilor cu forța de muncă, a costurilor de finanțare și la incertitudinile din sfera politicii economice.
- În sfera consumului public previzionăm decelerare pe termen mediu (dinamici medii anuale de 2.1% în 2017, 1.8% în 2018, respectiv 1.2% în 2019), dată fiind marja redusă de manevră, în contextul riscurilor privind nivelul deficitului bugetar.
- Pe de altă parte, continuăm să previzionăm o contribuție negativă a cererii externe nete la dinamica anuală a economiei în intervalul 2017-2019, dat fiind că ne așteptăm ca dinamica importurilor să fie superioară ritmului exporturilor (7.2% vs. 6.4%).
- Pentru piața forței de muncă ne așteptăm la consolidare pe termen scurt, cu perspective de inflexiune în 2018-2019, pe fondul finalului ciclului economic post-criză și a decalajului nesustenabil dintre dinamica salariilor și productivitatea muncii în mai multe ramuri ale economiei.
- Considerăm că principalii factori de risc pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile macro-financiare globale și europene, tensiunile geo-politice mondiale și regionale; deciziile de politică economică și climatul politic pe plan intern.

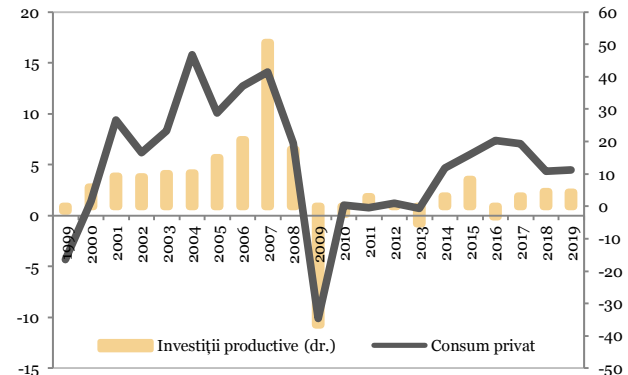
PIB-ul vs. deficiturile gemene în România

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



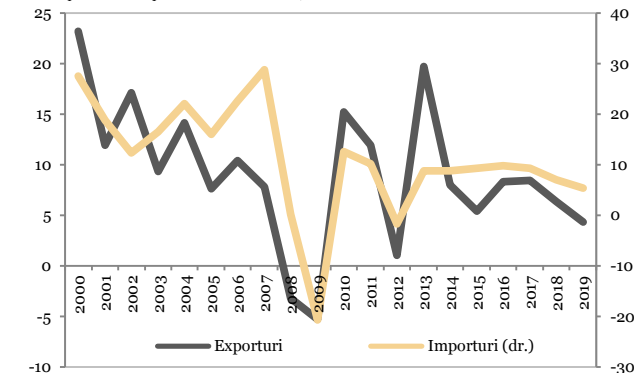
consumul privat vs. investițiile productive (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



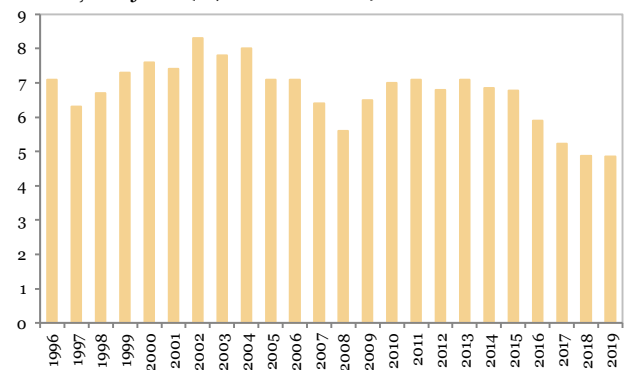
exporturile vs. importurile (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



rata șomajului (% medie anuală)

sursa: Eurostat, previziuni BT

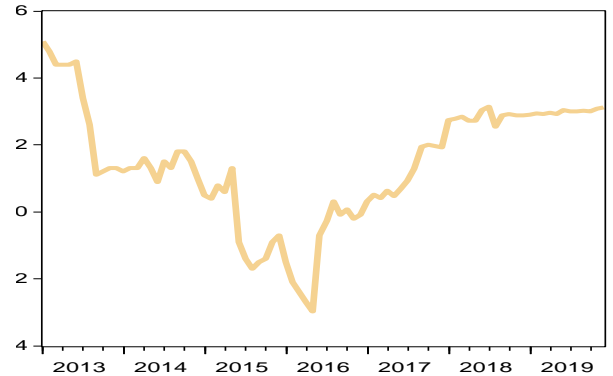


ECONOMIA FINANCIARĂ

- Prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare globale, europene și interne recente am ajustat marginal prognozele pentru indicatorii din sfera economiei financiare din România din perspectiva termenului mediu.
- Pe de o parte, am redus marginal prognoza privind evoluția inflației (pe indicele armonizat al prețurilor de consum) în 2017, de la 1.2% an/an la 1.1% an/an. Am menținut însă prognozele privind dinamica medie anuală a prețurilor de consum la 2.8% în 2018 și 3% în 2019.
- Cu alte cuvinte, previzionăm accelerarea inflației pe termen scurt și mediu, în convergență spre nivelul țintit de Banca Națională a României, cu perspectiva poziționării în apropiere de limita superioară a intervalului țintă în 2019.
- Acest scenariu este susținut de: dispărarea impactului Noului Cod Fiscal, majorările de prețuri la energie, reintroducerea accizei suplimentare la carburanți și deprecierea RON față de moneda unică europeană.
- În acest context, ne așteptăm ca banca centrală să inițieze ciclul monetar post-criză până la finalul anului curent, o primă măsură fiind îngustarea coridorului simetric format din ratele dobânzii la facilitățile permanente în jurul ratei de dobândă de referință.
- Conform scenariului nostru central rata de dobândă de politică monetară ar putea crește spre niveluri de 3.5% la final de 2018, respectiv 4% la sfârșitul anului 2019.
- Pentru piața titlurilor de stat previzionăm majorarea ratelor de dobândă pe termen scurt și mediu, evoluție determinată de factorii externi (continuarea ciclului monetar post-criză în Statele Unite, ieșirea Băncii Centrale Europene din politica monetară relaxată fără precedent) și interni: accelerarea dinamicii PIB-ului nominal, ciclul monetar post-criză și acumularea de riscuri din sfera stabilității finanțelor publice.
- Conform prognozelor actualizate rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) ar putea crește de la 3.3% în 2016 la 4% în 2017, 5% în 2018, respectiv 5.2% în 2019.
- Pentru luna septembrie statul a programat licitații pe piața internă în volum de 3.9 miliarde RON (din care 800 milioane RON prin certificate de trezorerie).
- În sfera pieței valutare ne așteptăm la consolidare în trimestrele următoare (nivel mediu anual pentru EUR/RON de 4.60 în 2018 și 2019, în apropiere de valorile curente), pe fondul incidenței unor forțe contradictorii: pierderea de competitivitate, riscurile la adresa stabilității macro-financiare, pe de o parte; diferențialul de dobândă (în favoarea RON), pe de altă parte.
- Subliniem însă faptul că evoluția cursului EUR/RON pe termen mediu și lung va fi dependentă de poziția României vis-a-vis de aderarea la Zona Euro.
- Considerăm că factorii de risc pentru evoluția pieței financiare interne pe termen scurt constau în: climatul din piețele financiare internaționale; dinamica indicatorilor macroeconomici, globali, europeni și interni; tensiunile geo-politice (globale, regionale); mix-ul de politici economice, evoluția deficitelor (cont curent și finanțe publice) și tensiunile din spațiul public pe plan intern.

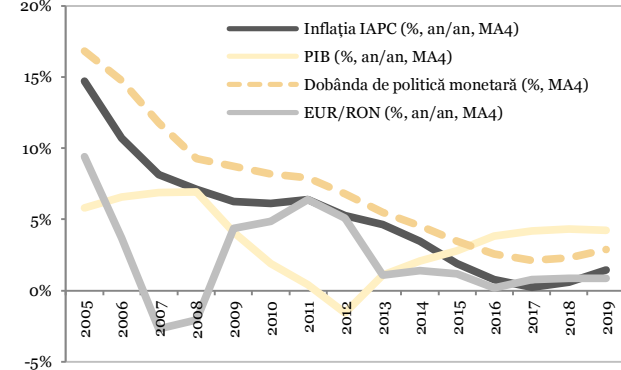
previziunile pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (septembrie)

sursa: M. Finanțe

	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
04-Sep-2017	800	Certificate	07-Mar-2018
07-Sep-2017	575	Titluri	29-Apr-2020
11-Sep-2017	230	Titluri	26-Iul-2027
14-Sep-2017	575	Titluri	29-Apr-2024
18-Sep-2017	575	Titluri	24-Iun-2019
21-Sep-2017	575	Titluri	26-Oct-2020
25-Sep-2017	575	Titluri	08-Mar-2022

titluri de stat în circulație sursa: BNR

	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1718CTNoE9	802.6		Mar-18
RO1718CTNoD1	806.4		Aug-18
RO1720DBNo72	1,150.0	2.30	Oct-20
RO1722DBNo45	4,029.0	3.40	Mar-22
RO1227DBNo11	7,382.7	5.80	Iul-27

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.4888	4.56	4.6118	4.56
2018	4.5421	4.60	4.6450	4.59
2019	4.5073	4.60	4.6883	4.61

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.