

Accelerare în S1, premise de decelerare pentru S2 I 23 august

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

Evoluții macroeconomice recente

- Economia mondială a decelerat în iulie, consemnând cel mai redus ritm de creștere din luna februarie, evoluție determinată de temperarea din sectorul de servicii, conform indicatorului PMI Compozit calculat de JP Morgan.
- În SUA indicatorii macroeconomici au înregistrat evoluții predominant favorabile în ultimele săptămâni, care exprimă premise de continuare a ciclului economic post-criză pe termen scurt.
- Se evidențiază accelerarea economiei Zonei Euro, susținută de politica monetară relaxată fără precedent implementată de Banca Centrală Europeană.
- În România estimările preliminare indică accelerarea economiei la 5.9% an/an în trimestrul II, într-o evoluție determinată de politicile economice pro-ciclice.
- La nivelul economiei financiare climatul pozitiv s-a consolidat în iulie, sub influența semnalelor de politică monetară din Statele Unite și Zona Euro și a sezonului de raportări financiare trimestriale.

Scenariul macroeconomic central

- Dinamica recentă a indicatorilor macroeconomici din SUA și Zona Euro a confirmat scenariul central BT. Pe de altă parte, economia internă a accelerat în trimestrul II, însă această evoluție pare nesustenabilă, dată fiind acumularea de tensiuni și dezechilibre (deteriorarea poziției externe și nivelul ridicat al deficitului finanțelor publice).
- Am revizuit previziunile privind dinamica economiei României în 2017, dar am menținut prognozele pentru 2018-2019. O ajustare mai amplă este posibilă în toamnă, după ce INS va comunica primele estimări privind dinamica componentelor PIB-ului din semestrul I. Conform scenariului actual ne așteptăm la decelerarea economiei interne în a doua jumătate a anului, într-o evoluție influențată de disiparea impactului Noului Cod Fiscal și perspectiva majorării costurilor de finanțare, într-un context caracterizat prin maturitatea ciclului economic post-criză (global și european).
- PIB-ul intern ar putea crește cu 5% an/an în 2017, cel mai bun ritm din 2008, evoluție determinată de contribuția consumului privat (principala componentă a PIB). Se poate spune că economia internă se află la vârful ciclului economic post-criză, forma aterizării fiind dependentă, în primul rând, de mix-ul intern de politici economice.
- La nivelul economiei financiare am ajustat previziunile pe termen scurt și mediu pentru dinamica prețurilor de consum, cu impact pentru costurile de finanțare și pentru piața valutară. Noile prognoze indică o tendință de majorare a ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani și de creștere a cursului EUR/RON până în 2019.
- Principalii factori de risc pentru acest scenariu sunt: deteriorarea indicatorilor macro-financiari (SUA, Zona Euro și China); deciziile de politică monetară (FED, BCE); tensiunile politice din SUA; intensificarea tensiunilor geo-politice (globale, regionale); creșterea volatilității pe piețele financiare și de materii prime; implementarea de politici economice nesustenabile și acumularea de tensiuni politice pe plan intern.

scenariul macroeconomic central

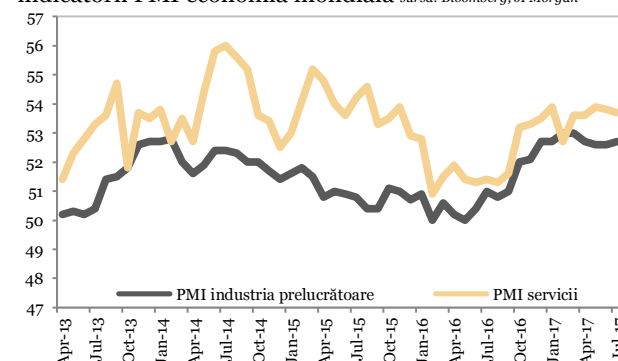
indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	169.6	177.7	188.6	199.6
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	5.0	3.7	3.4
Consum privat (% an/an)	6.0	7.4	7.1	4.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	8.3	-3.3	3.2	4.5	4.3
Consum public (% an/an)	0.1	4.5	2.1	1.8	1.2
Exporturi (% an/an)	5.4	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	5.3	4.9	4.8
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.2	2.8	3.0
Dobânda de politică monetară (%)	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	38.2	38.1	37.6
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.3	-3.4	-3.5	-4.0
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	3.5	3.3	4.0	4.8	4.9
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.55	4.57	4.60

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

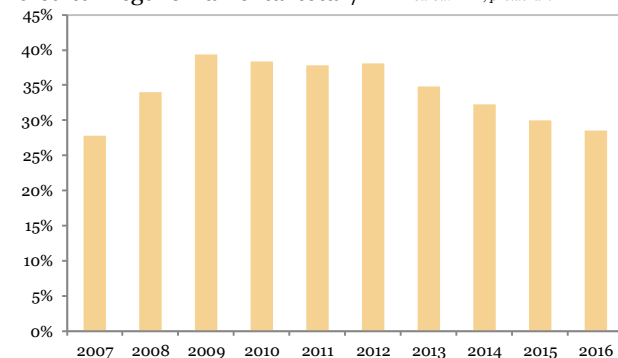
structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.9	61.8
Consum public	14.1	13.7	14.1
Investiții productive	24.3	24.8	22.7
Exporturi	41.2	41.1	41.4
Importuri	41.6	41.7	42.3
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T2/2017	5.90	-
rata inflației IPC	Iul-2017	1.42	-
rata șomajului	Iun-2017	-	5.3
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

indicatorii PMI economia mondială sursa: Bloomberg, JPMorgan



creditul neguvernamental total / PIB sursa: BNR, prelucrări BT



calendar macroeconomic august 2017

instituție	data	indicator
BNR	1 Aug	Rezervele internaționale (Iul)
INS	3 Aug	Comerțul cu amănuntul (Iun)
INS	3 Aug	Turismul (Iun)
BNR	4 Aug	Ședința de politică monetară
INS	7 Aug	Salariul mediu net (Iun)
INS	9 Aug	Balanța comercială cu bunuri (Iun)
INS	10 Aug	Comenzile noi în industrie (Iun)
INS	11 Aug	Producția industrială (Iun)
BNR	11 Aug	Stenograma ședinței de politică monetară
INS	11 Aug	Dinamica prețurilor de consum (Iul)
BNR	14 Aug	Balanța de plăți (Iun)
INS	16 Aug	Dinamica PIB (T2 2017, P)
INS	16 Aug	Sectorul de construcții (Iun)
INS	18 Aug	Rata locurilor de muncă vacante (Iun)
BNR	24 Aug	Indicatorii monetari (Iul)
INS	28 Aug	Tendențele în economie (Aug-Oct)
INS	29 Aug	Autorizațiile de construcții (Iul)
INS	31 Aug	Rata șomajului (Iul)

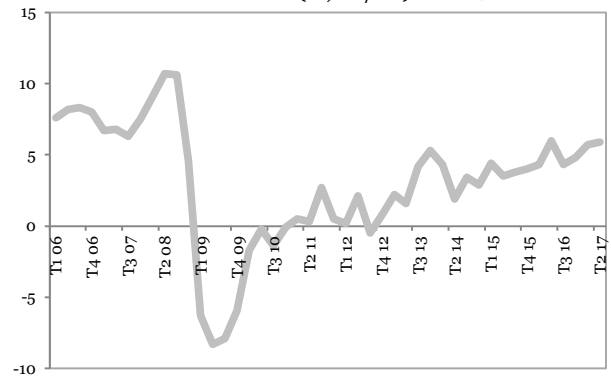
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

ACTIVITATEA ECONOMICĂ

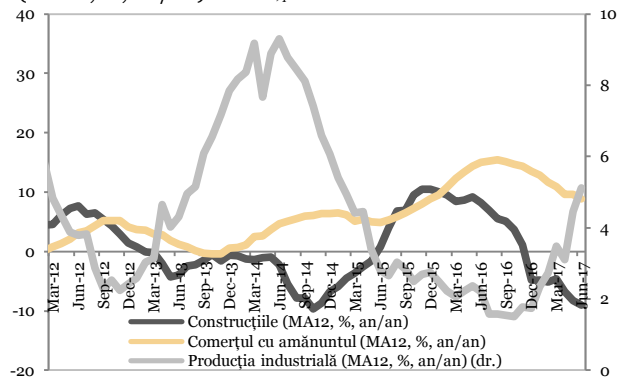
- Primele estimări ale Institutului Național de Statistică (INS) indică creșterea economiei României pentru al optulea trimestru consecutiv în T2 2017, cu o dinamică trimestrială de 1.6%, în temperare față de ritmul de 1.8% înregistrat în T1.
- Dinamica anuală a PIB-ului a accelerat de la 5.7% în T1 la 5.9% în T2 2017, cea mai bună evoluție din T2 2016.
- Prin urmare, în semestrul I **economia internă** a crescut cu 5.8% an/an, cel mai ridicat ritm din 2008, evoluție susținută de mix-ul relaxat de politici economice.
- Estimările provizorii (1) privind dinamica componentelor PIB în T2 2017 vor fi comunicate de INS în luna septembrie.
- Evoluția indicatorilor coincidenți comunicați lunar de INS exprimă faptul că accelerarea economiei interne în trimestrul II și semestrul I a fost determinată de avântul cererii interne.
- În cadrul acesteia se notează climatul favorabil din sfera consumului privat (principala componentă a PIB), susținut de majorarea venitului real disponibil al populației, dinamica creditării în moneda națională și majorarea prețurilor activelor imobiliare și financiare.
- Astfel, datele INS indică creșterea volumului vânzărilor din **comerțul cu amănuntul** (barometru pentru consumul privat) cu 8.7% an/an în T2, în accelerare de la 6.8% an/an în T1. Acest indicator a consemnat un avans de 7.8% an/an în primele șase luni ale anului curent.
- Cu toate acestea, în perioada recentă se observă acumularea de semnale de maturitate în sfera consumului privat, evoluție la care contribuie atât reducerea indicatorului de încredere, dar și disiparea impactului măsurilor din Noul Cod Fiscal. Astfel, dinamica anuală a comerțului cu amănuntul a decelerat de la 14% în mai la 7.3% în iunie.
- Totodată, consumul public a contribuit pozitiv la evoluția economiei în semestrul I, pe fondul politicilor fiscal-bugetare și de venituri pro-ciclice: cheltuielile bugetare au urcat cu 10% an/an.
- Cu toate acestea, în sfera investițiilor a persistat un climat dificil, aspect reflectat de declinul investițiilor străine directe și investițiilor publice.
- Nu în ultimul rând, cererea externă netă s-a deteriorat în ultimele luni, ca urmare a pierderii de competitivitate internațională și a momentului favorabil din sfera consumului intern.
- Din perspectiva ofertei agregate se evidențiază dinamica industriei, susținută de impulsul exporturilor și de momentul favorabil la nivel de consum intern. Astfel, conform datelor INS **producția industrială** a accelerat de la 7.5% an/an în trimestrul I la 8.5% an/an în trimestrul II, evoluție determinată de dinamica componentelor prelucrătoare și extractivă. Industria prelucrătoare a urcat cu 9.2% an/an în trimestrul II, ritm în ameliorare de la 8.1% an/an în trimestrul I. De asemenea, producția în industria extractivă s-a majorat cu 9.7% an/an, după declinul cu 3.5% an/an din trimestrul I. Pe de altă parte, în ramura energie/utilități producția a stagnat an/an în trimestrul II, după avansul cu 4.9% an/an din primele trei luni ale anului.
- Subliniem însă faptul că majorarea costurilor de producție se resimte deja la nivel de competitivitate externă, ceea ce ar putea determina o decelerare a industriei pe termen scurt. Acest scenariu este susținut și de evoluția recentă a comenzilor noi în industria prelucrătoare (decelerare în iunie, spre ritmul minim din ultimele 11 luni).
- Pe de altă parte, **construcțiile** au continuat să scadă în iunie cu 7.4% an/an, accelerarea componentei clădiri rezidențiale (la 84.8% an/an), fiind contrabalansată de declinul segmentelor clădiri nerezidențiale (cu 13.5% an/an) și lucrări de inginerie civilă (cu 23.5% an/an). În prima jumătate a anului construcțiile au consemnat un ritm de declin de 7.2% an/an, evoluție determinată de climatul investițional dificil.
- Considerăm că dinamica PIB din semestrul I este nesustenabilă, date fiind declinul investițiilor (aspect reflectat în ultimul grafic din dreapta), tergiversarea reformelor și deteriorarea echilibrelor macroeconomice.

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



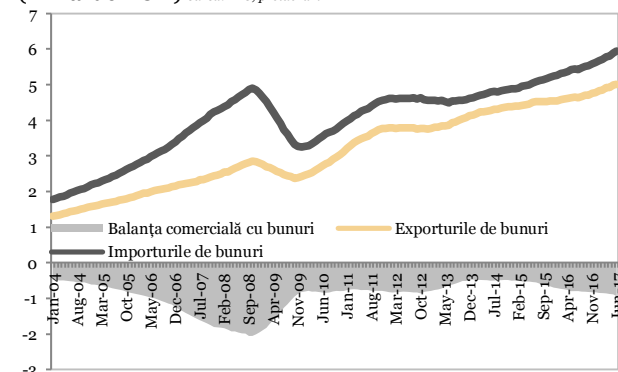
industria, construcțiile, comerțul cu amănuntul

(MA12, % an/an) sursa: INS, prelucrări BT

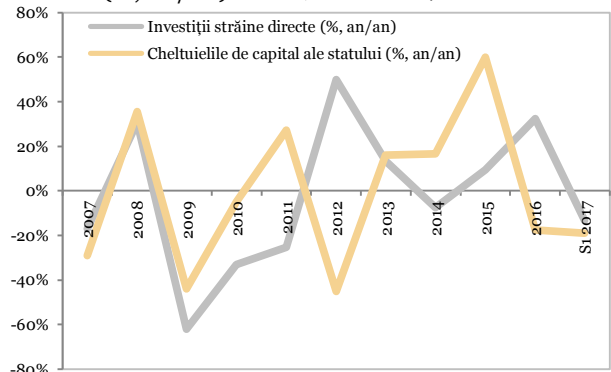


exporturile, importurile, balanța comercială cu bunuri

(miliarde EUR) sursa: INS, prelucrări BT



investițiile străine directe vs. cheltuielile de capital ale statului (% an/an) sursa: BNR, Ministerul de Finanțe



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

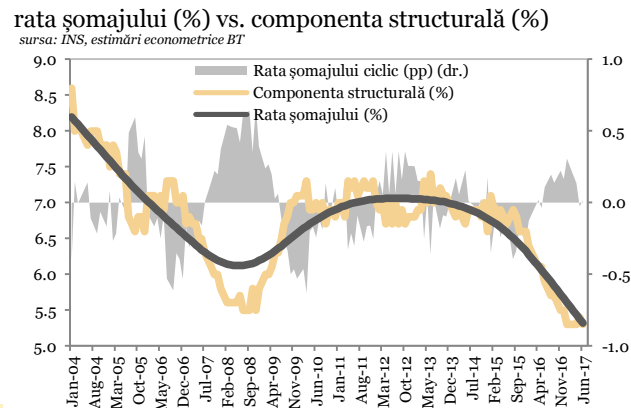
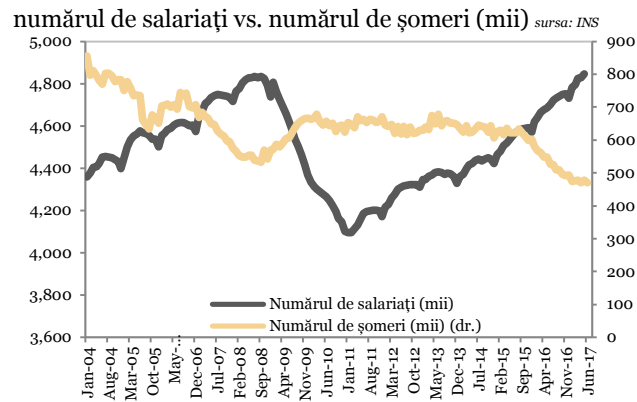
- Datele INS indică continuarea procesului de ameliorare a climatului din piața forței de muncă în iunie.
- Astfel, numărul de șomeri (15-74 ani) a scăzut cu 1.7% lună/lună, la 470.4 mii, cel mai mic nivel din anii 1990.
- În dinamică an/an numărul șomerilor s-a diminuat cu 10.7% în iunie și cu 14.6% în prima jumătate a anului curent, într-o evoluție influențată de: climatul pozitiv din sfera exporturilor și consumului privat, diminuarea economiei informale, migrația populației active și planurile companiilor de accelerare a angajărilor, înainte de majorarea costurilor de finanțare și de noi creșteri salariale.
- **Rata șomajului** a scăzut de la 5.4% în mai la 5.3% în iunie (nivelul minim din anii 1990). Evoluția a fost determinată de declinul ratei șomajului la femei, de la 4.7% în mai la 4.4% în iunie, minimum din decembrie 2008. Rata șomajului la bărbați a stagnat la 5.9% în a șasea lună a anului curent.
- În dinamică an/an rata șomajului s-a diminuat cu 0.6 puncte procentuale în iunie: componentele feminină și masculină au scăzut cu 0.5 puncte procentuale, respectiv cu 0.7 puncte procentuale.
- Prin urmare, în semestrul I rata medie a șomajului a înregistrat un nivel de 5.3%, în scădere cu 0.9 puncte procentuale an/an.
- Se evidențiază scăderea ratei șomajului la bărbați, cu un punct procentual an/an, la 5.9%. Totodată, rata șomajului în rândul femeilor s-a diminuat cu 0.6 puncte procentuale an/an, la 4.5% în perioada ianuarie-iunie anul curent.
- Recent rata șomajului a evoluat la un ritm apropiat de componenta structurală, după cum rezultă din estimările macro-econometrice elaborate și prezentate în al doilea grafic alăturat. Această convergență a ratei șomajului spre nivelul structural constituie un semnal de intrare a pieței forței de muncă în faza de maturitate.

ECONOMIA FINANCIARĂ

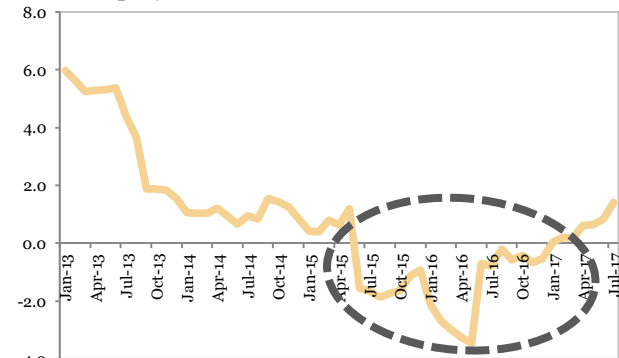
- Evoluțiile macro-financiare externe și știrile din plan intern s-au resimțit în sfera economiei financiare în luna iulie.

PREȚURILE DE CONSUM

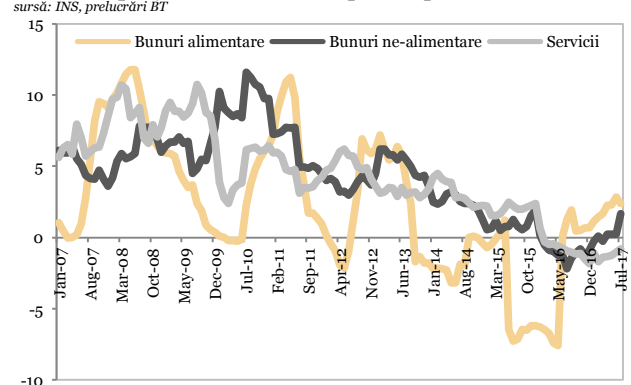
- Conform datelor INS prețurile de consum au urcat cu un ritm lunar de 0.32% în iulie, evoluție determinată, în principal de majorarea prețurilor la bunuri ne-alimentare (45.45% din coșul total) cu 0.93%. Se evidențiază creșterea prețurilor la energie electrică cu 6.77% lună/lună. De asemenea, prețurile la combustibili și la tutun au consemnat ritmuri lunare de creștere de 0.06%, respectiv 0.58% în iulie.
- Totodată, tarifele la servicii (19.90% din coșul de consum) s-au majorat cu 0.14% lună/lună în iulie, notându-se majorările de prețuri la restaurante/cafenele/cantine și la apă/canal/salubritate cu ritmuri lunare de 0.32%, respectiv 0.65%.
- Pe de altă parte prețurile la bunuri alimentare (34.65% din coșul de consum) au scăzut cu 0.39% lună/lună în iulie. Această evoluție a fost determinată, în principal, de declinul prețurilor la legume / conserve din legume și fructe / conserve din fructe, cu ritmuri lunare de 3.88%, respectiv 2.06%.
- În dinamică an/an inflația a accelerat de la 0.85% în iunie la 1.42% în iulie, cel mai ridicat nivel din toamna anului 2014.
- Se evidențiază accelerarea prețurilor la bunuri ne-alimentare, de la 0.21% an/an în iunie la 1.67% an/an în iulie, cel mai ridicat nivel din decembrie 2015.
- De asemenea, tarifele la servicii s-au redus cu 0.78% an/an în iulie, cel mai redus ritm de declin din iunie 2016.
- Pe de altă parte, prețurile la mărfuri alimentare au decelerat de la 2.83% an/an în iunie la 2.39% an/an în iulie.
- Astfel, în perioada ianuarie – iulie 2017 prețurile de consum au crescut în medie cu 0.6% an/an, evoluție 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, conformarea la prevederile Directivei Europene a Tutunului.



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



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



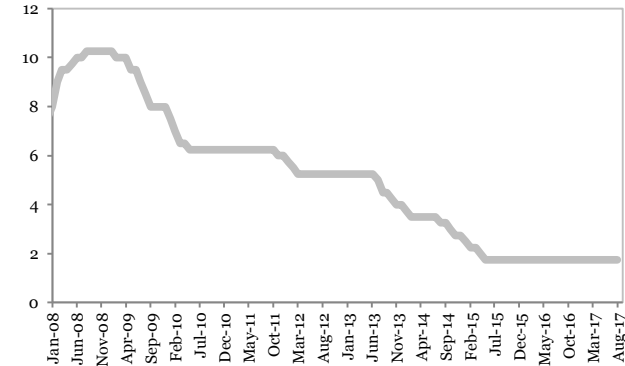
POLITICA MONETARĂ

- În cadrul ședinței de politică monetară din august (a șasea din 2017) Banca Națională a României (BNR) a actualizat scenariul macroeconomic central de previziune 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.
- Pe de o parte, banca centrală a majorat prognozele privind dinamica prețurilor de consum 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.
- Conform acestui scenariu actualizat componenta **core** ar putea accelera de la 1.4% an/an în decembrie 2017 la 2.3% an/an în decembrie 2018, iar 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.
- Analiza economică elaborată de BNR (și sintetizată în Comunicatul ședinței) scoate în evidență accelerarea inflației în perioada recentă, determinată atât de dinamica componentei core (bază) (pe fondul evoluției cererii interne la un ritm peste potențial), dar și a evoluției prețurilor la bunuri alimentare și tutun.
- În cadrul analizei monetare banca centrală observă accelerarea pieței creditului în moneda națională, determinată și de nivelul accesibil al costurilor de finanțare (**“condițiile monetare reale au un caracter stimulat accentuat”**).
- Nu în ultimul rând, banca centrală menționează și factorii de risc la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare pe termen scurt și mediu: măsurile din sfera politicii fiscal-bugetare și a politicii de venituri (inclusiv rectificarea bugetară din septembrie) pe plan intern; evoluțiile din sfera globală și din plan european, inclusiv deciziile de politică monetară ale principalelor bănci centrale (FED, BCE).
- În acest context, BNR a semnalat o atitudine mai activă în materie de politică monetară pe viitor, aspect confirmat și de Guvernator la Conferința de presă organizată după ședință. 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.

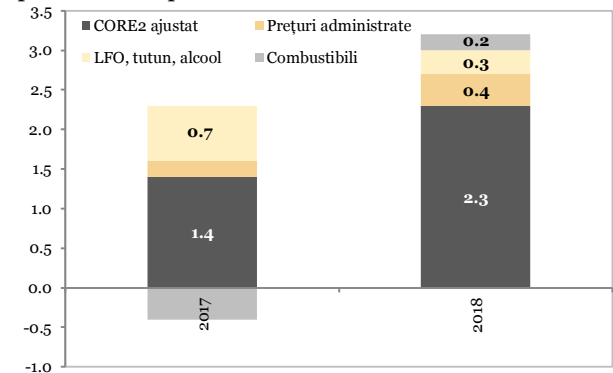
PIAȚA MONETARĂ

- În sfera pieței monetare ratele de dobândă au consemnat evoluții divergente în luna iulie, sub influența evoluției indicatorilor macroeconomici și a perspectivelor de politică monetară pe plan intern, într-un context caracterizat printr-un climat pozitiv pe piețele globale.
- Astfel, pe scadențele overnight, tomorrow next și o săptămână ROBOR a scăzut cu ritmuri lunare de 12% (la 0.60%), 6% (la 0.61%), respectiv 5% (la 0.62%) între final de iunie și sfârșitul lunii iulie.
- În acest interval ROBOR a crescut pe scadențele o lună (cu 6%, la 0.69%) și trei luni (cu 1% la 0.87%) și s-a consolidat pe celelalte scadențe: 1.04% la șase luni, 1.15% la nouă luni și 1.21% la 12 luni.
- În dinamică an/an ROBOR a stagnat pe scadențele overnight și șase luni și a crescut în rest, avansul fiind mai pronunțat la o lună și trei luni (câte șapte puncte bază).
- Analiza nivelului mediu lunar ROBOR indică creșteri pe scadențele până la șase luni (mai pronunțate pentru overnight, tomorrow next și o săptămână) și stagnare la nouă luni și 12 luni în iulie față de iunie.
- În dinamică an/an ROBOR mediu lunar a crescut pe scadențele overnight – trei luni (în medie cu 13%), a stagnat la nouă luni și a scăzut ușor la șase și 12 luni.

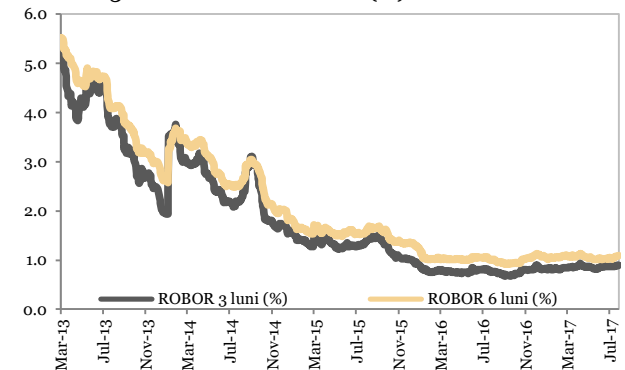
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



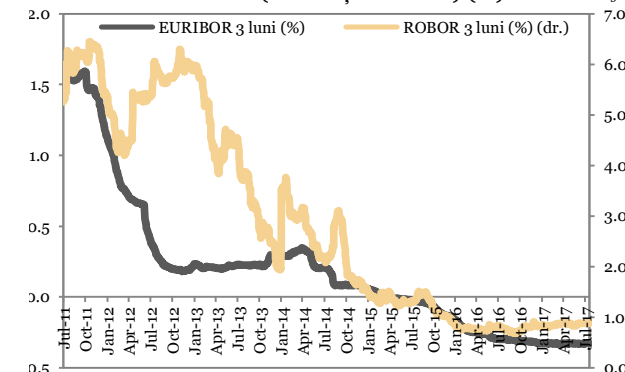
prețurile de consum an/an (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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 a resimțit în iulie climatul macro-financiar internațional și știrile economice și politice interne. Se observă creșterea generalizată a ratelor de dobândă, pe fondul semnalelor de politică monetară din SUA (proximitatea demarării procesului de vânzare de active), accelerării din Zona Euro și știrilor interne: avântul consumului și acumularea de riscuri la adresa stabilității financiare pe termen mediu, cu impact asupra climatului investițional.
- În SUA evoluțiile indicatorilor macroeconomici comunicați în iulie exprimă premise de continuare a ciclului economic post-criză pe termen scurt. Se evidențiază accelerarea indicatorilor economici avansați în iunie: ritm lunar de 0.6%. De asemenea, climatul pozitiv din piața forței de muncă s-a consolidat recent: numărul de noi locuri de muncă s-a menținut peste nivelul potențial, iar rata șomajului s-a redus spre minimele din perioada pre-criză (și foarte aproape de valorile din ultimele decenii). Pe de altă parte, pe piața imobiliară se acumulează semnale de maturitate, pe fondul scumpirii caselor și a majorării costurilor de finanțare. Evenimentul lunii a fost a cincea ședință de politică monetară la FED, în cadrul căreia banca centrală a semnalat apropierea momentului demarării procesului de vânzare de active. Cu toate acestea, FED a subliniat că va recurge la o abordare flexibilă în materie de politică monetară pe viitor. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a situat la 2.3% la final de iulie, nivel similar cu cel de la finele lunii iunie. Ca medie lunară indicatorul a crescut în iulie cu 5.9% față de iunie, la 2.32%.
- În Zona Euro cererea internă continuă să contribuie la procesul de accelerare economică (susținută fiind de nivelul minim istoric al costurilor de finanțare), propulsată de motorul german. Pe de altă parte, cererea externă netă pare să resimțască aprecierea monedei unice europene din ultimele luni (în raport cu dolarul s-a atins maximum din ianuarie 2015). Nu în ultimul rând, BCE a semnalat că va realiza o evaluare a politicii monetare până la finalul anului curent. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat germane la 10 ani a crescut cu 14.6%, la 0.533% între final de iunie și sfârșit de iulie (indicatorul a înregistrat un nivel mediu lunar de 0.54%, în urcare cu 85.1% față de iunie).
- În România cererea internă a continuat să accelereze în ultimele luni, susținută de mix-ul relaxat de politici economice și de dinamica pieței creditului. Pe de altă parte, cererea externă netă s-a deteriorat, pe fondul pierderii de competitivitate internațională. De asemenea, climatul investițional se menține dificil, sub influența declinului investițiilor publice. Nu în ultimul rând, intensificarea deficitelor gemene are impact nefavorabil asupra stabilității macro-financiare pe termen mediu. Cu toate acestea, percepția de risc politic s-a redus în intensitate după instalarea Noului Cabinet. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a scăzut cu 1.7% între final de iunie și sfârșit de iulie la 3.825% (avans cu 10% de la începutul anului). Ca medie lunară indicatorul a urcat însă cu 4.4% în iulie față de iunie, la 3.85% (cel mai ridicat nivel din martie).
- În luna iulie Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 5.6 miliarde RON pe piața internă (din care 1.7 miliarde RON prin certificate), nivel cu 0.8% sub cel programat și cu 12.8% mai redus față de cel realizat în iunie.

PIAȚA VALUTARĂ

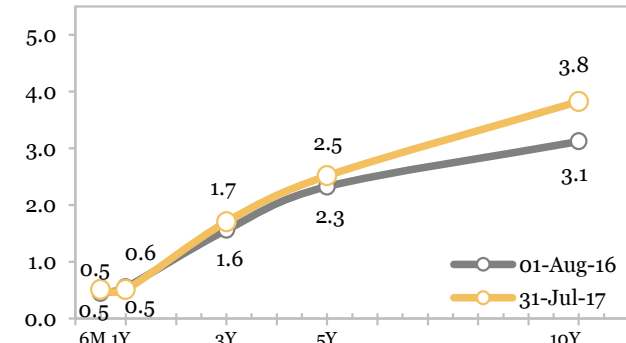
- La BNR EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.5558-4.5870) în luna iulie, creșterea din prima săptămână (determinată de acumularea de riscuri la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu) fiind contrabalansată ulterior, în contextul evenimentelor din plan extern: semnalele FED (o abordare flexibilă în materie de politică monetară pe viitor), stand-by-ul BCE și unda de optimism indusă de evoluțiile din economia Chinei.
- La final de iulie cursul s-a situat la 4.5881, în urcare cu 0.13% lună/lună, cu 0.41% ytd și cu 2.11% an/an.
- EUR/RON a consemnat un nivel mediu de 4.5681 în iulie, în ajustare cu 0.07% lună/lună (în iunie s-a atins un nivel record, de 4.5714), dar în urcare cu 1.83% an/an.

PIAȚA BURSIERĂ

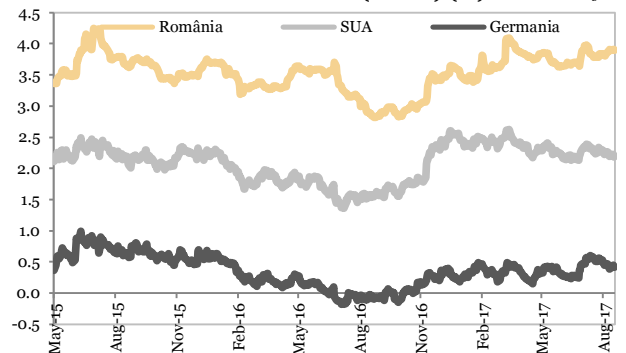
- Bursa a revenit pe creștere în iulie, după declinul semnificativ din iunie, determinat de intensificarea percepției de risc, în contextul evenimentelor din sfera politică.
- Indicele BET a încheiat iulie la 8,276.6 puncte, în creștere cu 5.4% față de nivelul de la final de iunie și cu 16.8% raportat la valoarea de la final de 2016. Luna trecută indicele american S&P 500 a urcat cu 1.9%, până la 2,470.3 puncte (avans cu 10.3% de la începutul anului), iar indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 s-a ajustat cu 0.4%, până la 377.9 puncte (plus 4.5% în acest an).

licitații M. Finanțe (iulie)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1522DBN056	496.0	Dec-2022	2.93
RO1227DBN011	300.0	Iul-2027	3.97
RO1624DBN027	575.0	Apr-2024	3.37
RO1619DBN035	805.0	Feb-2019	1.21
RO1425DBN029	539.6	Feb-2025	3.46
RO1718CTN0B5	700.0	Feb-2018	0.55
RO1718CTN0C3	1,000.0	Iul-2018	0.79
RO1323DBN018	805.0	Apr-2023	2.99
RO1722DBN045	345.0	Mar-2022	2.54

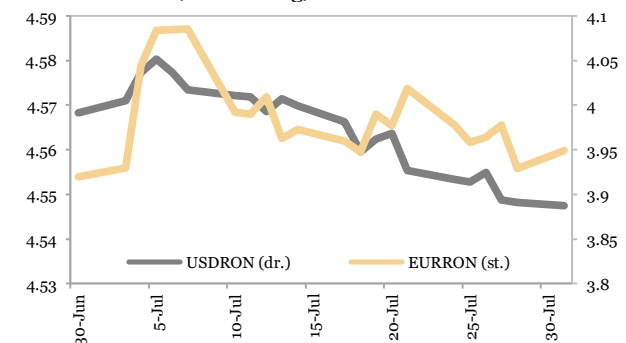
curba randamentelor (%) sursa: BNR



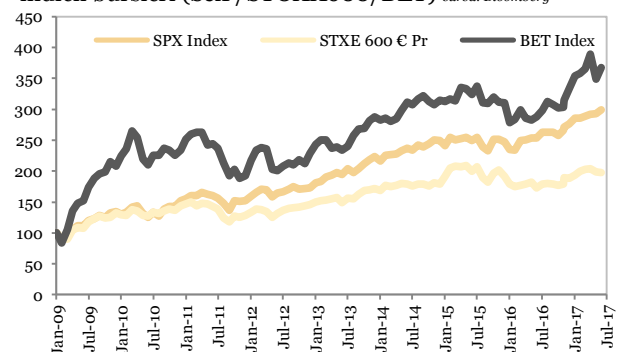
ratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: BNR, Bloomberg



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



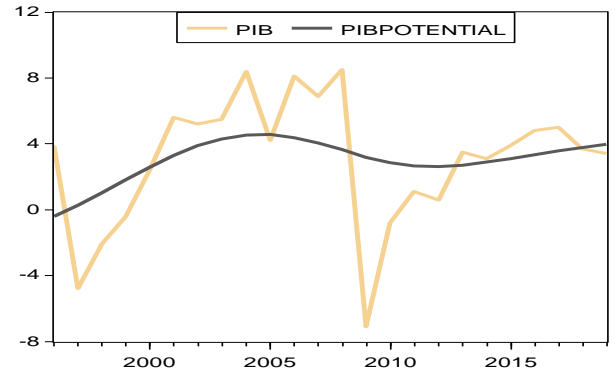
SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

ECONOMIA REALĂ

- Prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare globale, europene și interne din ultimele săptămâni am revizuit marginal scenariul central de previziune pe economia României pe anul 2017. În ceea ce privește orizontul 2018-2019 am menținut prognozele, o revizuire fiind posibilă în toamnă, după ce Institutul Național de Statistică (INS) va comunica estimările finale privind dinamica componentelor PIB-ului din semestrul I al anului curent.
- Conform scenariului central actualizat economia internă ar putea crește cu 5% an/an în 2017, în accelerare de la 4.8% an/an în 2016, într-o evoluție determinată de contribuția cererii interne, susținută de mix-ul relaxat de politici economice.
- Pentru consumul privat (principală componentă a PIB) ne așteptăm la o creștere cu un ritm anual de 7.1%, evoluție susținută de majorarea venitului real disponibil al populației, dinamica creditării în RON și efectul de avuție (determinat de creșterea prețurilor la activele imobiliare și financiare).
- De asemenea, previzionăm o redinamizare a investițiilor productive: avans cu 3.2% an/an (după declinul cu 3.3% an/an din 2016), pe fondul impulsului exporturilor, climatului favorabil din sfera consumului intern și nivelului redus al costurilor reale de finanțare.
- Cu toate acestea, subliniem faptul că majorarea costurilor cu forța de muncă, incertitudinile din sfera politicilor economice și perspectiva creșterii costurilor de finanțare sunt factori de risc la adresa climatului investițional pe termen scurt și mediu.
- Nu în ultimul rând prognozăm o creștere a consumului public cu 2.1% an/an în 2017, evoluție determinată de politicile fiscal-bugetare și de venituri (pro-ciclice).
- Pe de altă parte, ne așteptăm la o contribuție negativă a cererii externe nete la dinamica economiei în acest an, pe fondul creșterii importurilor cu un ritm superior exporturilor, în contextul euforiei din sfera consumului privat.
- Pentru perioada 2018-2019 previzionăm decelerarea dinamicii anuale a PIB și convergența spre ritmul potențial (3.7% în 2018, respectiv 3.4% în 2019).
- Acest scenariu este susținut de disiparea impactului măsurilor din Noul Cod Fiscal, deteriorarea echilibrului macroeconomic și intrarea Zonei Euro (principalul partener economic) în faza de maturitate a ciclului economic.
- Astfel, dinamica consumului privat ar putea decelera la 4.4% an/an în 2018 și 4.5% an/an în 2019.
- Totodată, pentru consumul public previzionăm o temperare a ritmului de creștere, la 1.8% an/an în 2018, respectiv 1.2% an/an în 2019, pe fondul marjei reduse de manevră (date fiind riscurile ca deficitul bugetar să depășească 3% din PIB).
- Nu în ultimul rând, ne așteptăm la decelerare și pentru dinamica exporturilor și importurilor pe termen mediu, ca urmare a pierderii de competitivitate a economiei interne, fazei de maturitate a ciclului economic global și rebalansării politicii economice pe plan intern.
- Pentru piața forței de muncă previzionăm consolidarea climatului pozitiv: rata medie anuală a șomajului (componenta structurală) ar putea să scadă (dar cu un ritm mai temperat), spre valori medii anuale de 5.3% în 2017, 4.9% în 2018, respectiv 4.8% în 2019.
- Cu toate acestea, maturitatea ciclului economic, majorarea costurilor de finanțare și dinamica nesustenabilă a raportului salarii – productivitatea muncii sunt factori care pot determina schimbarea de tendință (de la ameliorare la deteriorare) pe piața forței de muncă începând cu 2019.
- Printre factorii de risc a căror intensificare ar putea determina abateri de la acest scenariu menționăm: deteriorarea climatului macro-financiar (global și european); tensiunile politice din SUA; agravarea tensiunilor geo-politice globale și regionale; creșterea volatilității pe piețele financiare și de materii prime; implementarea de politici economice nesustenabile și acumularea de tensiuni politice pe plan intern.

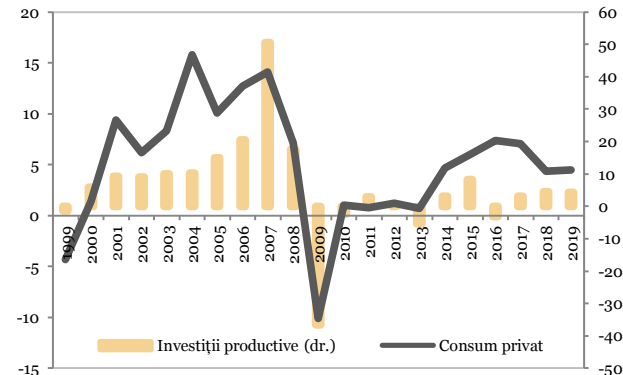
PIB vs. PIB potențial în România (% an/an)

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



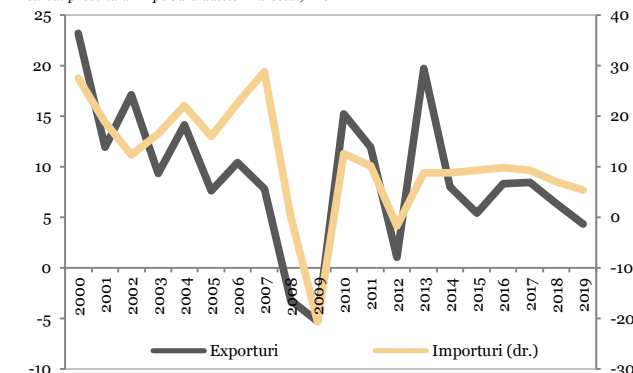
consumul privat vs. investițiile productive (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



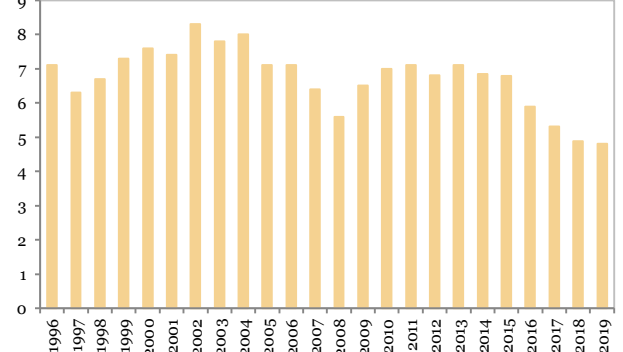
exporturile vs. importurile (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



rata șomajului (% medie anuală)

sursa: Eurostat, previziuni BT

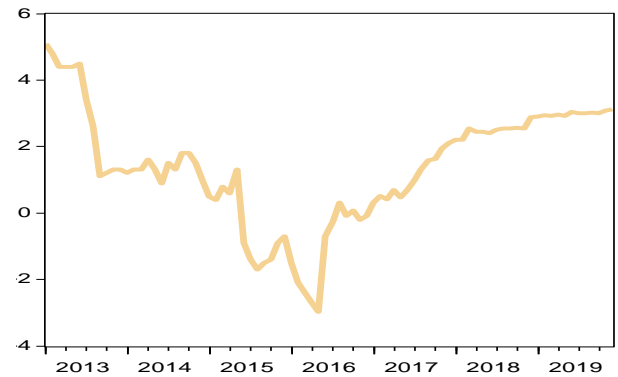


ECONOMIA FINANCIARĂ

- Am revizuit prognozele pe termen scurt și mediu pentru dinamica anuală a prețurilor de consum (pe indicele armonizat UE), incorporând evoluțiile recente din economia reală, din economia financiară, din piețele internaționale de materii prime și perspectiva de majorare a accizei la carburanți de la 1 septembrie (revenirea la nivelul de la finalul anului trecut).
- Noile previziuni indică un nivel mediu anual al inflației în accelerare de la 1.2% în 2017 la 2.8% în 2018, respectiv 3% în 2019.
- Acest scenariu este susținut de dinamica consumului intern la un ritm peste potențial, disiparea impactului Noului Cod Fiscal, majorările de preț la energie și finalizarea procesului de liberalizare până la finele anului curent, reintroducerea accizei suplimentare la carburanți, fluctuațiile din piața valutară și evoluția prețurilor în Zona Euro (principalul partener economic).
- Conform acestui scenariu inflația va reintra în intervalul țintit de BNR (1.5%-3.5%) în a doua jumătate a anului curent, cu perspectiva apropierei de limita superioară a intervalului în 2019.
- Perspectivele privind dinamica inflației și acumularea de tensiuni în economie (excedentul de cerere agregată, intensificarea deficitelor gemene, tergiversarea reformelor structurale) și riscuri la adresa stabilității financiare pe termen mediu sunt factori care exprimă creșterea probabilității ca banca centrală să demareze ciclul monetar post-criză în lunile următoare.
- Inițierea ciclului monetar post-criză ar contribui și la construirea de spațiu de manevră pentru perioada incidenței următoarei recesiuni.
- Pe de altă parte, subliniem faptul că gradul de libertate în ceea ce privește politica monetară internă este relativ redus, date fiind nivelul ridicat de integrare economică cu Zona Euro și relaxarea monetară fără precedent implementată de Banca Centrală Europeană.
- De asemenea, am ajustat previziunile pe termen mediu pentru evoluția ratelor de dobândă la titlurile de stat și pentru piața valutară, prin incorporarea evoluțiilor recente, dar și a prognozelor actualizate pentru dinamica economiei reale și a inflației.
- Astfel, ne așteptăm la continuarea tendinței de majorare a ratelor de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie): nivel mediu anual în urcare de la 3.3% în 2016 (minim istoric), la 4% în 2017, 4.8% în 2018, respectiv 4.9% în 2019.
- Această perspectivă este susținută de procesul de normalizare a politicii monetare în plan global și de accelerarea PIB-ului nominal și acumularea de riscuri la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu în sfera internă.
- Pentru luna august Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă în volum de 3.4 miliarde RON (din care 800 milioane RON prin certificate), în scădere cu 38.1% față de cel realizat în luna iulie.
- În ceea ce privește piața valutară previzionăm continuarea tendinței de creștere graduală a cursului EUR/RON pe termen scurt și mediu: valori medii anuale de 4.55 în 2017, 4.57 în 2018, respectiv 4.60 în 2019.
- Acest scenariu este susținut de pierderea de competitivitate a economiei interne, acumularea de dezechilibre macroeconomice, tergiversarea reformelor și intensificarea riscurilor la adresa stabilității financiare pe termen mediu.
- Pe termen lung considerăm că dinamica EUR/RON va depinde îndeosebi de poziția României vis-a-vis de aderarea la Zona Euro.
- Printre factorii de incertitudine pentru acest scenariu central menționăm: sentimentul din piețele financiare globale și europene (perspectiva unor ajustări de amploare pe piețele de titluri de stat și de acțiuni) cu impact asupra fluxurilor de capital adresate economiilor emergente; deciziile de politică economică și climatul politic pe plan intern.

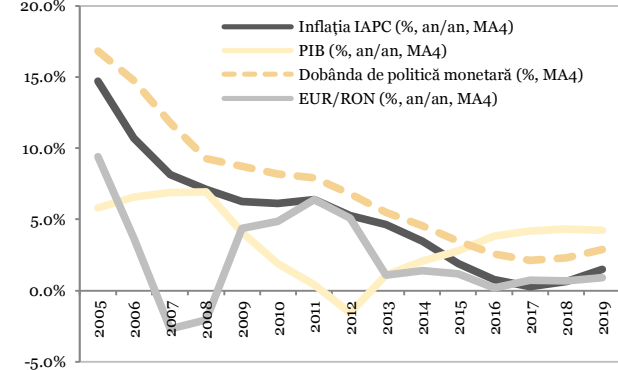
previziunile pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (august)

sursa: M. Finanțe

	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Aug-2017	575	Titluri	26-10-2020
07-Aug-2017	230	Titluri	26-Iul-2027
10-Aug-2017	800	Certificate	15-Aug-2018
17-Aug-2017	345	Titluri	19-Dec-2022
21-Aug-2017	345	Titluri	24-Feb-2025
24-Aug-2017	575	Titluri	08-Mar-2022
28-Aug-2017	575	Titluri	25-Feb-2019

titluri de stat în circulație sursa: BNR

	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1718CTNoB5	702.1		Feb-18
RO1718CTNoD1	806.4		Aug-18
RO1720DBNo72	575.0	2.30	Oct-20
RO1722DBNo45	3,105.0	3.40	Mar-22
RO1227DBNo11	7,152.7	5.80	Iul-27

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.4787	4.55	4.6049	4.55
2018	4.4079	4.57	4.6149	4.56
2019	4.4077	4.60	4.6131	4.60

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.