

Evoluții macroeconomice recente

- Climatul macroeconomic mondial pozitiv s-a consolidat în septembrie, indicatorul PMI Compozit stagnând în zona maximelor din primăvara 2015. În trimestrul III din 2017 economia mondială a consemnat cea mai bună evoluție din ultimii trei ani, conform acestui indicator.
- Economia SUA a accelerat la 2.3% an/an în T3 (cel mai bun ritm din 2015), pe fondul contribuției cererii interne: consumul privat și investițiile productive au crescut cu 2.6% an/an, respectiv cu 3.6% an/an.
- Se evidențiază creșterea economică din Zona Euro (2.5% an/an, cea mai bună dinamică din 2011), evoluție susținută de nivelul redus al ratelor reale de dobândă.
- Pe de altă parte, PIB-ul Chinei (a doua economie a lumii) a decelerat în T3 (6.8% an/an), evoluție influențată de majorarea costurilor de finanțare.
- În România PIB-ul a crescut cu 5.9% an/an în semestrul I (cel mai bun ritm din 2008), dar economia pare să fi inițiat o tendință de decelerare, pe fondul majorării costurilor de finanțare și acumulării de riscuri la adresa stabilității macro-financiare.
- La nivelul economiei financiare se evidențiază continuarea tendinței ascendente pe piețele de capital (indicele MSCI Global a atins noi valori record), într-un context caracterizat prin persistența costurilor reale de finanțare la niveluri reduse.

Scenariul macroeconomic central

- Prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale, europene și interne) am revizuit scenariul central de previziune pe termen scurt și mediu pentru economia reală și pentru economia financiară pentru Statele Unite, Zona Euro și România.
- Astfel, conform noilor previziuni economia va continua să evolueze peste potențial în SUA și Zona Euro pe termen scurt, cu perspectiva inițierii fazei de ajustare a ciclului economic post-criză (cea mai lungă perioadă de creștere în SUA de după Al Doilea Război Mondial) spre finalul anului viitor.
- În ceea ce privește economia României previzionăm că vârful ciclului economic a fost atins în 2017 (5.2% an/an) și ne așteptăm la decelerare pe termen scurt și mediu, în convergență spre ritmul potențial (dinamici anuale ale PIB de 4.1% în 2018, respectiv 3.4% în 2019), evoluție determinată de majorarea costurilor de finanțare, în contextul accelerării inflației și acumulării de riscuri la adresa stabilității macro-financiare.
- Conform scenariului nostru rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat la 10 ani ar putea urca de la 3.9% în 2017 la 4.8% în 2018, respectiv 5.1% în 2019. Totodată, cursul EUR/RON s-ar putea consolida la un nivel mediu anual de 4.65 în 2018 - 2019.
- Printre riscurile asociate acestui scenariu menționăm: climatul macro-financiar (SUA, China, Zona Euro); mix-ul de politici economice (inclusiv absența marjei de manevră), tensiunile publice și deteriorarea echilibrului macroeconomic în România.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.3	169.6	177.6	187.2	199.9
PIB real (% an/an)	4.0	4.6	5.2	4.1	3.4
Consum privat (% an/an)	5.9	7.4	7.4	5.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	7.4	-3.5	1.3	3.2	2.5
Consum public (% an/an)	0.2	4.7	3.5	2.0	1.1
Exporturi (% an/an)	4.6	8.3	8.8	6.7	4.3
Importuri (% an/an)	8.0	9.8	8.9	7.1	4.5
Rata șomajului (%)	6.8	5.9	5.1	4.9	5.1
Inflația (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.1	3.1	2.9
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	1.75	3.50	3.25
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	3.0	3.0	3.0	3.0
Datoria publică (% PIB)	38.0	37.6	38.2	38.0	37.9
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.3	-3.1	-3.4	-3.4
Rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani (%)	3.5	3.3	3.9	4.8	5.1
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.56	4.65	4.63

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

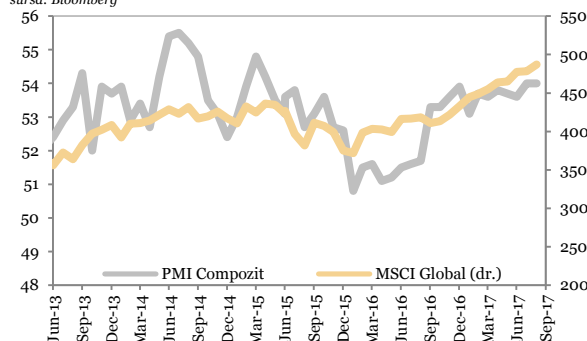
structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.8	61.8
Consum public	14.1	13.6	14.1
Investiții productive	24.3	24.7	22.7
Exporturi	41.2	41.0	41.4
Importuri	41.6	41.6	42.3

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T2 2017	6.10	-
rata inflației IPC	Sep-2017	1.77	-
rata șomajului	Sep-2017	-	5.0
rata de dobândă de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

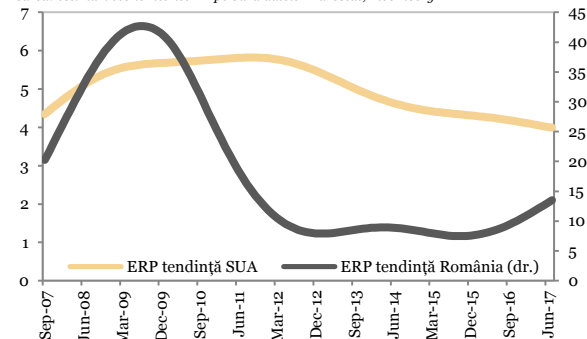
economia mondială – dimensiunile reală și financiară

sursa: Bloomberg



prima de risc pe piața de capital: România vs. SUA

sursa: estimări economice BT pe baza datelor Eurostat, Bloomberg



calendar macroeconomic octombrie 2017

instituție	data	indicator
BNR	2 Oct	Rezervele internaționale (Sep)
INS	2 Oct	Turismul (Aug)
INS	2 Oct	Rata șomajului (Aug)
BNR	3 Oct	Ședința de politică monetară
INS	4 Oct	Comerțul cu amănuntul (Aug)
INS	6 Oct	Rata de economisire (T2 2017)
INS	9 Oct	Salariul mediu net (Aug)
INS	10 Oct	Dinamica PIB (T2 2017, P2)
BNR	10 Oct	Stenograma ședinței BNR
INS	10 Oct	Balanța comercială cu bunuri (Aug)
INS	10 Oct	Comenzile noi în industrie (Aug)
INS	11 Oct	Dinamica prețurilor de consum (Sep)
INS	12 Oct	Producția industrială (Aug)
INS	13 Oct	Sectorul de construcții (Aug)
INS	13 Oct	Dinamica PIB (2015)
BNR	16 Oct	Balanța de plăți (Aug)
BNR	24 Oct	Indicatorii monetari (Sep)
INS	27 Oct	Tendințe în economie (Oct-Dec)
INS	30 Oct	Autorizațiile de clădiri rezidențiale (Sep)
INS	31 Oct	Rata șomajului (Sep)

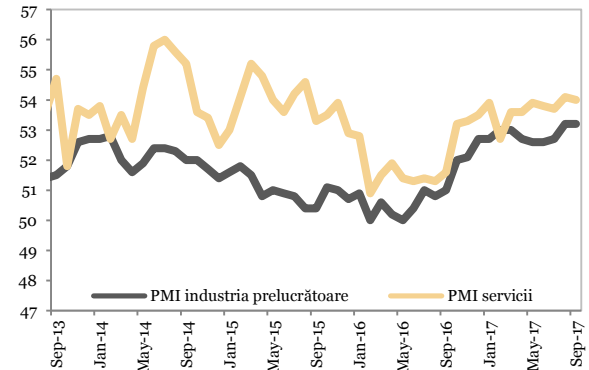
Sursa: Institutul Național de Statistică (INS), Banca Națională a României (BNR)

EVOLUȚII RECENTE

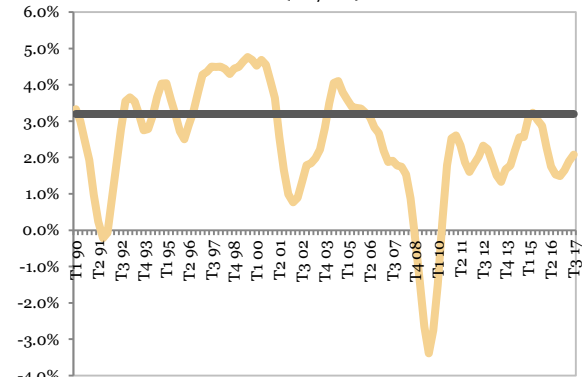
ACTIVITATEA ECONOMICĂ ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ SUA

- Economia mondială a crescut în T3 2017 cu cel mai bun ritm din ultimii trei ani, evoluție influențată și de unda de optimism din piețele financiare internaționale.
- Se evidențiază dinamica industriei prelucrătoare, susținută de accelerarea comerțului internațional.
- Totodată, climatul pozitiv din sfera serviciilor s-a consolidat în T3 (indicatorul PMI la maximum din ultimii doi ani), evoluție la care a contribuit semnificativ Revoluția Digitală.
- În Statele Unite PIB-ul a continuat să evolueze peste ritmul potențial în trimestrul III: 2.3% an/an, cea mai bună dinamică din T3 2015.
- Această evoluție a fost determinată de contribuția cererii interne, susținută de nivelul redus al costurilor reale de finanțare și efectul de avuție (generat de majorarea prețurilor activelor financiare și imobiliare).
- Astfel, investițiile productive au crescut cu 3.6% an/an trimestrul trecut (cea mai bună evoluție din T2 2015), notându-se majorarea investițiilor în echipamente cu 5.9% an/an (cel mai bun ritm din T1 2015). Considerăm că această evoluție a fost determinată de accelerarea economiei mondiale și de perspectiva implementării unor măsuri de reducere a fiscalității, într-un context caracterizat prin finalul perioadei costurilor de finanțare reduse.
- De asemenea, consumul privat (principala componentă a PIB) a consemnat un avans de 2.6% an/an (dinamică apropiată de potențial), evoluție susținută de majorarea venitului real disponibil al populației, climatul pozitiv din piața creditului și creșterile de prețuri pe piața imobiliară și pe piața financiară.
- Pe de altă parte, consumul public a scăzut cu 0.2% an/an în trimestrul III din 2017.
- Nu în ultimul rând, în sfera cererii externe nete importurile au continuat să crească cu un ritm superior exporturilor în T3 2017: 3.2% an/an vs. 2.3% an/an.
- Astfel, în perioada ianuarie-septembrie 2017 prima economie a lumii a crescut cu 2.2% an/an, evoluție determinată de contribuția cererii interne, susținută de politica monetară acomodativă și de perspectivele de reducere a fiscalității.
- Se remarcă redinamizarea investițiilor productive (plus 3.5% an/an), pe fondul accelerării economiei mondiale, așteptărilor privind reforma fiscalității, nivelului redus al costurilor reale de finanțare și optimismului din piețele financiare.
- Totodată, consumul privat (principala componentă a PIB) a consemnat un avans de 2.7% an/an, evoluție influențată de climatul pozitiv din piața forței de muncă și din piața creditului și de majorările de prețuri la activele imobiliare și financiare.
- Pe de altă parte, consumul public a scăzut cu 0.1% an/an în primele nouă luni ale anului curent, pe fondul marjei reduse de manevră a Noii Administrații, dat fiind că bugetul public este aprobat pentru perioada octombrie-septembrie.
- La nivelul cererii externe nete exporturile au consemnat un avans de 2.9% an/an, ritm inferior celui înregistrat de importuri (3.7% an/an).
- Indicatorii macroeconomici au consemnat evoluții predominant favorabile în perioada recentă, notându-se rezistența la fenomenele meteorologice adverse (incidența uraganelor Irma, Harvey și Maria), determinată de o serie de factori: unda de optimism din piețele financiare, nivelul redus al costurilor reale de finanțare și perspectivele de diminuare a fiscalității (probabilitate ridicată după aprobarea Bugetului pe 2017-2018).
- Se menționează în acest context nivelul ridicat al încrederii consumatorilor și redinamizarea comenzilor de bunuri de capital.
- De asemenea, industria prelucrătoare și sectorul de servicii au accelerat în luna septembrie (conform indicatorilor calculați de Institute for Supply Management), iar climatul pozitiv din piața creditului, piața imobiliară și piața forței de muncă s-a consolidat (rata șomajului la 4.2%, nivelul minim din 2001).

indicatorii PMI din economia mondială sursa: Markit Economics

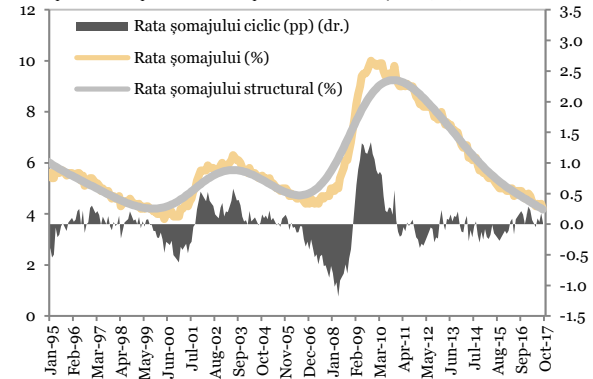


dinamica PIB-ului în SUA (an/an) sursa: FED

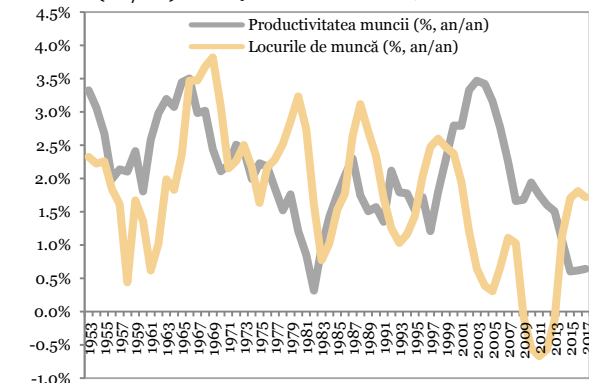


rata șomajului vs. componenta structurală în SUA

sursa: prelucrări BT pe baza datelor Departamentului Muncii și FED (SUA)



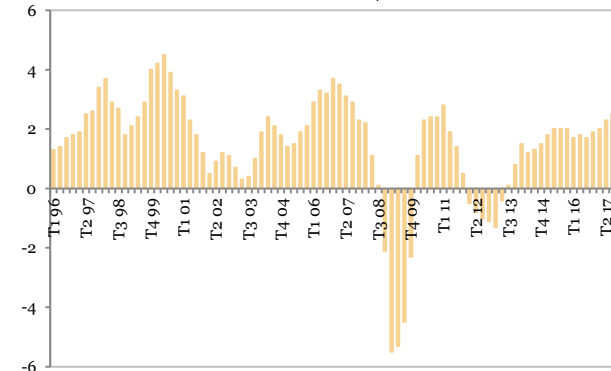
productivitatea muncii vs. dinamica locurilor de muncă în SUA (an/an) sursa: Departamentul Muncii din SUA, estimări BT



ZONA EURO

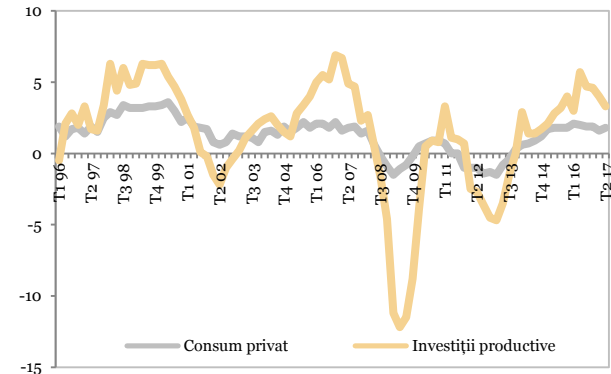
- Estimările preliminare ale Eurostat indică creșterea economiei regiunii cu un ritm trimestrial de 0.6% în T3 2017. În dinamică an/an PIB-ul Zonei Euro a accelerat de la 2.3% în T2 la 2.5% în T3, cea mai bună evoluție din T1 2011.
- Instituția va comunica estimările privind dinamica componentelor PIB din primele nouă luni ale anului curent în decembrie.
- Datele confirmă evoluția economiei la un ritm peste potențial în perioada recentă, dinamică susținută de nivelul redus al costurilor reale de finanțare (în contextul politicii monetare relaxate fără precedent implementată de Banca Centrală Europeană), precum și de climatul pozitiv din economia mondială și din piețele financiare internaționale.
- În prima jumătate a anului curent PIB-ul regiunii a crescut cu 2.2% an/an (cea mai bună dinamică din 2011), evoluție susținută de contribuția cererii interne.
- Se evidențiază majorarea investițiilor productive cu 3.7% an/an, pe fondul impulsului exporturilor, climatului pozitiv din sfera cererii interne și accelerării pieței creditului (la care a contribuit și nivelul minim istoric al costurilor de finanțare).
- De asemenea, consumul privat (principala componentă a PIB) a urcat cu 1.7% an/an în perioada ianuarie-iunie, dinamică susținută de ameliorarea venitului real disponibil al populației, accelerarea creditării și efectul de avuție (date fiind majorările de prețuri la activele imobiliare și financiare).
- Totodată, consumul public a consemnat un avans de 1.1% an/an la șase luni, pe fondul creșterii marjei de manevră a politicii fiscal-bugetare după ajustările din ultimii ani (deficitul bugetar s-a situat la 1.1% din PIB în semestrul I, minimul din 2007).
- În sfera cererii externe nete exporturile și importurile au prezentat ritmuri apropiate de creștere în prima jumătate a anului curent: 4.5% an/an vs. 4.6% an/an.
- Subliniem faptul că indicatorii macroeconomici comunicați în perioada recentă au continuat să prezinte evoluții favorabile, care exprimă continuarea ciclului investițional post-criză la nivel de regiune pe termen scurt.
- Din perspectiva ofertei agregate se menționează consolidarea indicatorilor PMI în zona maximelor din 2011: indicatorul PMI Compozit la 56.7 puncte în luna septembrie.
- Se evidențiază climatul pozitiv din sfera industriei (care confirmă momentul favorabil din sfera investițională – de altfel, rata de investire la nivelul companiilor a crescut la 23.2% în T2, cel mai ridicat nivel din 2008), susținut de accelerarea economiei mondiale și de consolidarea cererii interne. Astfel, producția industrială a accelerat la 3.8% an/an în august (cel mai bun ritm din luna mai), conform datelor Eurostat.
- La nivelul cererii agregate se observă accelerarea comerțului cu amănuntul (barometru pentru consumul privat) de la 2.3% an/an în august la 3.7% an/an în septembrie (cea mai bună evoluție din iulie 2015).
- Cu toate acestea, contribuția cererii externe nete la dinamica economiei se deteriorează, pe fondul creșterii importurilor cu un ritm mai puternic comparativ cu dinamica exporturilor. Astfel, la comerțul internațional cu bunuri exporturile au crescut cu 7.6% an/an, iar importurile s-au majorat cu 11.1% an/an în primele opt luni.
- Pe piața forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze în perioada recentă, pe fondul evoluției favorabile a investițiilor productive: numărul de șomeri a scăzut cu 96 mii lună/lună și cu 1.5 milioane an/an în septembrie. Rata șomajului a scăzut de la 9% în august la 8.9% în septembrie, cel mai mic nivel de la începutul anului 2009.

dinamica PIB în Zona Euro (% an/an) sursa: Eurostat, estimări BT

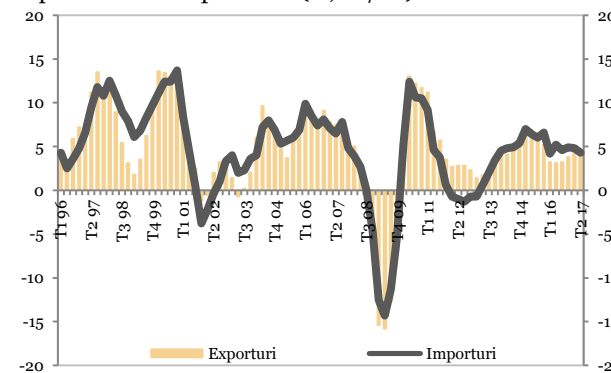


consumul privat vs. investițiile productive (% an/an)

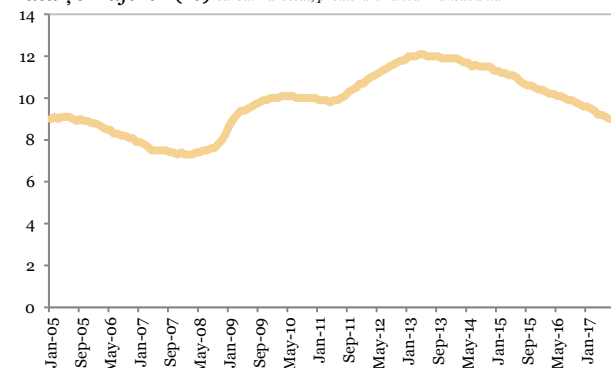
sursa: Eurostat



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



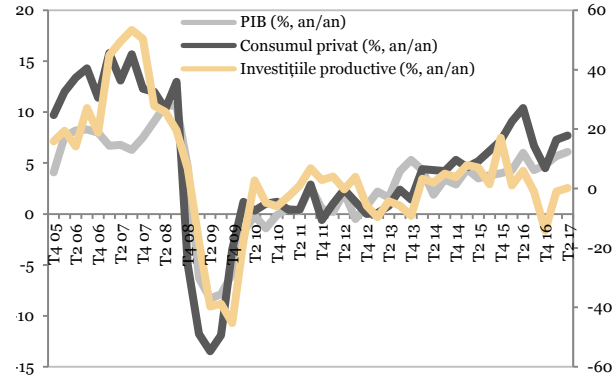
rata șomajului (%) sursa: Eurostat, prelucrări Banca Transilvania



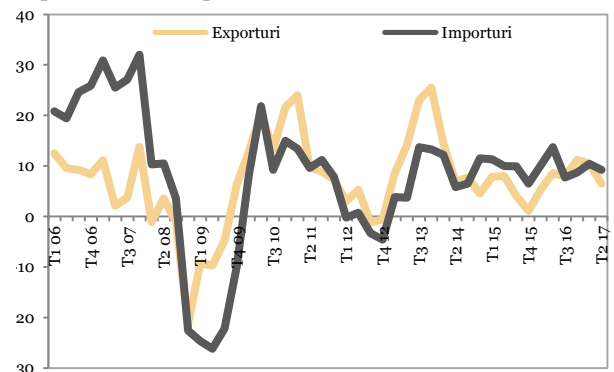
ROMÂNIA

- Conform estimărilor provizorii (2) ale Institutului Național de Statistică (INS) economia internă a crescut cu un ritm trimestrial de 1.7% în T2 2017.
- Dinamica anuală a PIB-ului a accelerat de la 5.7% în T1 la 6.1% în T2 (cel mai ridicat ritm din trimestrul III 2008), evoluție determinată de contribuția cererii interne (6.7 puncte procentuale), în contextul mix-ului relaxat și pro-ciclic de politici economice.
- Se evidențiază majorarea consumului populației cu 7.7% an/an în T2, pe fondul creșterii venitului real disponibil, accelerării pieței creditului și efectului de avuție (date fiind evoluțiile din piața imobiliară și din piața financiară).
- De asemenea, consumul public a contribuit cu 0.2 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei în al doilea trimestru al anului, pe fondul politicilor fiscal-bugetare și de venituri pro-ciclice.
- Cu toate acestea, climatul investițional s-a menținut dificil în T2 2017, aspect reflectat de cvasi-stagnarea investițiilor productive (0.2% an/an) și de contribuția semnificativă a stocurilor la dinamica economiei (1.5 puncte procentuale).
- Pe de altă parte, cererea externă netă a avut o contribuție negativă la ritmul anual al PIB în al doilea trimestru al anului curent (-0.6 puncte procentuale), dat fiind că importurile au consemnat un avans de 11% an/an, ritm superior celui înregistrat de exporturi (9.8% an/an).
- În semestrul I din 2017 PIB-ul României a crescut cu 5.9% an/an, evoluție determinată de momentul favorabil din sfera consumului și de acumularea de stocuri (proces care reflectă deteriorarea climatului investițional, în contextul incertitudinilor din sfera politicii economice, cu impact asupra stabilității financiare pe termen mediu).
- Astfel, consumul populației (principala componentă a PIB) a consemnat un avans de 7.6% an/an în primele șase luni din 2017, evoluție susținută de creșterea salariilor și a pensiilor, nivelul redus al costurilor de finanțare și redinimizarea ofertei de servicii bancare, precum și de majorarea prețurilor activelor (imobiliare și financiare).
- Totodată, consumul final individual al administrațiilor publice a urcat cu 6.8% an/an, pe fondul implementării de politici fiscal-bugetare și de venituri pro-ciclice.
- Pe de altă parte, investițiile productive au scăzut cu 0.3% an/an în semestrul I, evoluție care reflectă climatul investițional dificil, pe fondul acumulării de dezechilibre macroeconomice și de tensiuni în sfera publică.
- La nivelul cererii externe nete importurile au continuat să crească cu un ritm superior exporturilor în semestrul I: 10.8% an/an vs. 10.4% an/an.
- Din perspectiva ofertei agregate se evidențiază creșterea IT&C (cu 12.7% an/an), confirmându-se rolul de stea a economiei. De asemenea, industria s-a redinamizat în prima jumătate a anului curent (valoare adăugată brută în urcare cu 7.4% an/an), pe fondul impulsului exporturilor și climatului favorabil din sfera consumului intern.
- Totodată, un ritm ridicat de creștere a fost înregistrat și de ramurile ciclice – plus 8.1% an/an în comerț/reparare auto-moto/transport & depozitare/HORECA.
- Valoarea adăugată brută în activități profesionale, științifice și tehnice / activități de servicii administrație și servicii suport a consemnat un avans de 10.5% an/an.
- Evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici confirmă dinamica economiei interne la un ritm peste potențial. Cu toate acestea, se observă semnale de decelerare, pe fondul deteriorării încrederii în economie și majorării costurilor de finanțare.
- Astfel, producția industrială a accelerat la 10.3% an/an în august (avans cu 8.2% la opt luni), evoluție determinată de majorarea componentei prelucrătoare, influențată de impulsul exporturilor și de momentul favorabil din sfera consumului intern.
- Acest aspect este reflectat de accelerarea vânzărilor din comerțul cu amănuntul al 15.9% an/an în august (avans cu 9.3% în primele opt luni ale anului curent).
- Pe de altă parte, sectorul de construcții s-a redus cu 0.5% an/an în august, pe fondul scăderii componentei lucrări ingineresti cu 23.8% an/an, evoluție determinată de declinul investițiilor publice. În perioada ianuarie-august acest sector intensiv în capital și forță de muncă a consemnat un ritm de declin de 4.9% an/an.
- Pe piața forței de muncă climatul pozitiv s-a consolidat în perioada recentă, majorarea costurilor de finanțare și incertitudinile de politică economică fiind contrabalansate de climatul pozitiv din export și consum, migrația populației active și intensificarea măsurilor de reducere a economiei informale. Numărul de șomeri a scăzut cu 0.6% lună/lună și cu 9.3% an/an la 462.3 mii în septembrie. Rata șomajului s-a diminuat de la 5.1% în august la 5% în septembrie (nivelul minim din iunie). În primele nouă luni ale anului curent rata medie a șomajului a înregistrat un nivel mediu de 5.1%, în atenuare cu 0.9 puncte procentuale an/an.

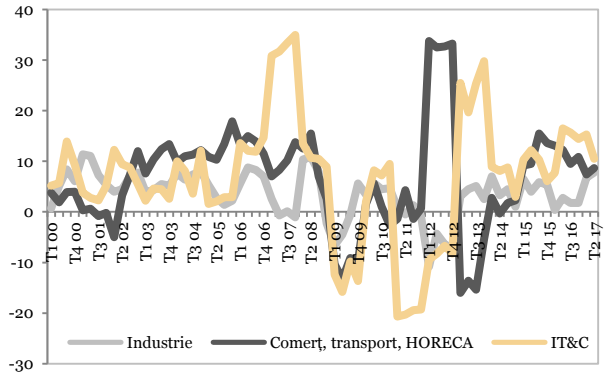
PIB-ul, investițiile productive, consumul privat
(%, an/an) sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT



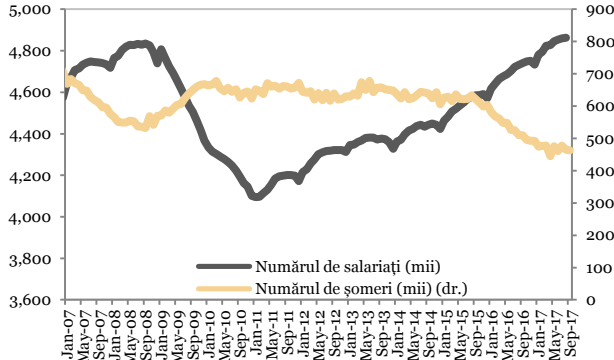
exporturile vs. importurile (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



industria, comerțul, IT&C-ul (% an/an, MA12)
sursa: INS, prelucrări Banca Transilvania



numărul de salariați vs. numărul de șomeri
sursa: INS, prelucrări Banca Transilvania



ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Inflația a decelerat în trimestrul III al anului curent, pe fondul temperării componentei de bază (core), conform indicatorului PCE (*Personal Consumption Expenditure*) agreat de Rezerva Federală.
- Inflația medie s-a situat la 1.49% an/an în T3, în atenuare de la 1.55% an/an în T2. Componenta *core* a inflației a decelerat de la 1.52% an/an în T2 la 1.35% an/an în T3.
- Cu toate acestea, în septembrie inflația a accelerat la 1.63% an/an (cel mai ridicat nivel din luna aprilie), evoluție determinată îndeosebi de dinamica elementelor volatile (componenta *core* a stagnat la 1.3% an/an).
- Per ansamblu, dinamica anuală a prețurilor de consum s-a menținut sub nivelul de 2% an/an țintit de FED în ultimele luni.
- În acest context, banca centrală a menținut rata de dobândă de politică monetară la (1.00% - 1.25%) la ședințele de politică monetară din această toamnă.
- Pe de altă parte, evoluția economiei la un ritm peste potențial (aspect reflectat de climatul pozitiv din piața forței de muncă) și perspectivele de convergență a inflației către nivelul țintit de FED au determinat banca centrală să inițieze procesul de vânzare de active în luna octombrie (cu un ritm lunar inițial de 10 miliarde dolari, din care 6 miliarde dolari titluri de stat și 4 miliarde dolari active ipotecare).

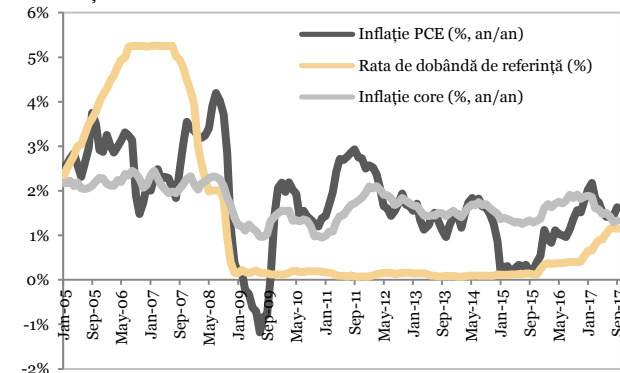
ZONA EURO

- În ultimele luni inflația a persistat la un nivel inferior țintei Băncii Centrale Europene (2% an/an), evoluție la care au contribuit atât componenta core (bază), cât și componenta volatilă.
- Astfel, în T3 inflația medie a înregistrat un nivel de 1.43% an/an, în atenuare de la 1.53% an/an în T2.
- Cu toate acestea, componenta core a accelerat marginal, de la 1.07% an/an în T2 la 1.17% an/an în T3, conform estimărilor Eurostat.
- În septembrie inflația s-a situat la 1.5% an/an, cel mai ridicat nivel din aprilie (componenta core la 1.1% an/an).
- Consolidarea inflației la un nivel redus a determinat Banca Centrală Europeană să continue politica monetară relaxată fără precedent.
- Pe de o parte, entitatea a menținut ratele de dobândă de politică monetară la minime istorice: -0.40% la depozite, 0% de referință și 0.25% la facilitatea de creditare.
- Pe de altă parte, BCE a continuat programul de cumpărare de active, în volum lunar de 60 miliarde EUR.
- Nu în ultimul rând, instituția a decis prelungirea acestui program până în septembrie 2018, însă volumul acestuia se va reduce la 30 miliarde EUR/lună din ianuarie anul viitor.

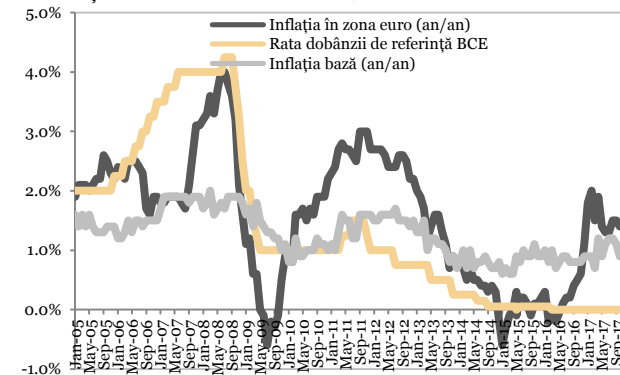
ROMÂNIA

- Datele Institutului Național de Statistică (INS) indică creșterea prețurilor de consum cu un ritm lunar de 0.50% în septembrie, într-o evoluție influențată de reintroducerea accizei suplimentare la carburanți și de fluctuațiile din piața valutară și din piețele internaționale de materii prime.
- Prețurile la bunuri alimentare și cele la produse nealimentare au urcat cu câte 0.54% lună/lună, iar tarifele la servicii s-au majorat cu un ritm lunar de 0.32% în septembrie.
- În dinamică an/an inflația a accelerat de la 1.15% în august la 1.77% în septembrie, cel mai ridicat nivel din noiembrie 2013.
- Această evoluție a fost determinată de accelerarea prețurilor la bunuri alimentare (de la 1.59% an/an în august la 2.74% an/an în septembrie) și la produse nealimentare (de la 1.56% an/an în august la 1.89% an/an în septembrie).
- De asemenea, ritmul de scădere pentru tarifele la servicii s-a atenuat la 0.16% an/an în septembrie (cel mai redus de la începutul anului 2016).
- Pe indicele armonizat UE inflația a accelerat la 1.40% în septembrie, maximul din noiembrie 2014. În T3 inflația s-a situat la 0.97% an/an, în accelerare de la 0.63% an/an în T2.
- Accelerarea inflației (și convergența rapidă spre nivelul țintă) și intensificarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare au determinat BNR să lanseze ciclul monetar post-criză prin îngustarea coridorului format din ratele de dobândă la facilitățile permanente în jurul ratei de dobândă de referință (de la 1.5 puncte procentuale la 1.25 puncte procentuale) în cadrul ședinței din octombrie.

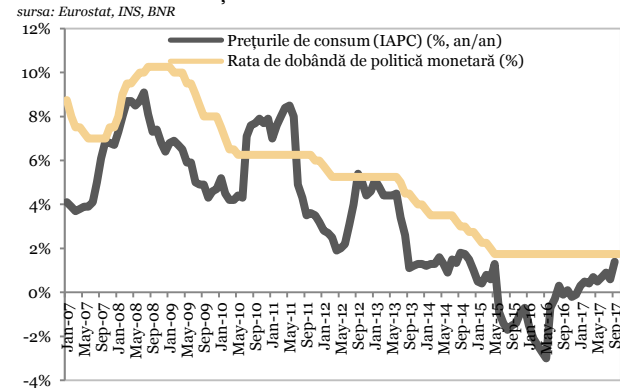
dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în SUA sursa: FED



dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în Zona Euro sursa: Eurostat, BCE



dinamica prețurilor de consum (IAPC) vs. rata de dobândă de referință în România sursa: Eurostat, INS, BNR



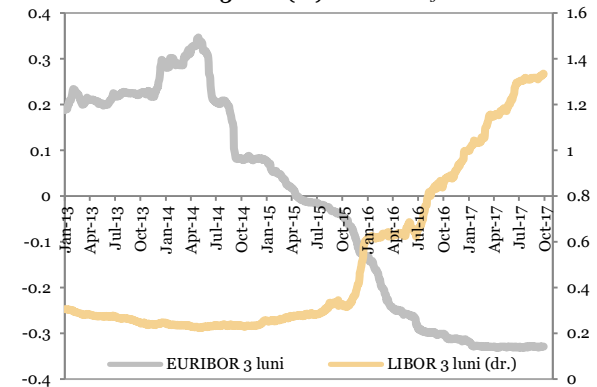
PIAȚA FINANCIARĂ SUA

- În trimestrul III climatul pozitiv din economia financiară s-a consolidat, evoluție susținută de accelerarea economiei mondiale, semnalele de politică monetară din principalele blocuri ale lumii, ameliorarea performanței financiare a companiilor și creșterea graduală a cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime.
- Se observă consolidarea ratelor reale de dobândă la niveluri reduse, continuarea tendinței ascendente pe burse și inflexiunea (cel puțin temporară) a EUR/USD.
- În SUA Rezerva Federală (FED) a menținut rata de dobândă de referință la nivelul (1.00%-1.25%) la cele mai recente ședințe de politică monetară. Cu toate acestea, instituția a demarat procesul de vânzare de active în luna octombrie și a semnalat continuarea ciclului monetar post-criză pe termen scurt, pe fondul climatului pozitiv din piața forței de muncă și perspectivelor de convergență a inflației spre nivelul țintă.
- În acest context, pe piața monetară LIBOR a continuat tendința ascendentă în trimestrul III, spre cele mai ridicate valori de la începutul anului 2009.
- LIBOR la trei luni s-a situat la 1.334% la final de septembrie, în urcare cu 1.2% față de nivelul de la finele lunii august, cu 33.7% ytd și cu 56.3% an/an.
- De asemenea, pe piața titlurilor de stat rata de dobândă la 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) a revenit pe creștere în trimestrul III, pe fondul accelerării economiei reale și a inflației. Acest indicator a încheiat luna septembrie la 2.339% (cel mai ridicat nivel de la jumătatea lunii iulie), în urcare cu 10.3% față de nivelul înregistrat la sfârșitul de august (dar în scădere cu 4.4% raportat la valoarea de final de 2016). În septembrie rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani a înregistrat un nivel mediu de 2.20%, în scădere cu 0.2% față de cel din august.
- Pe piața valutară dolarul a inversat tendința de depreciere față de moneda unică europeană în luna septembrie, pe fondul perspectivelor de intensificare a divergențelor de politică monetară (FED vs. BCE) pe termen scurt. Astfel, la final de septembrie USD/EUR s-a situat la 0.847, în urcare cu 0.16% comparativ cu nivelul de la sfârșitul de august, dar în scădere cu 5.5% an/an și cu 10.71% ytd.
- Nu în ultimul rând, bursa americană a continuat tendința ascendentă în trimestrul III, evoluție susținută de accelerarea economiei reale și a inflației, precum și de nivelul redus al percepției de risc (indicatorul de volatilitate a scăzut spre minime istorice). Astfel, indicele Dow Jones s-a situat la 22,405.1 puncte la final de septembrie, în urcare cu 2.1% față de august, cu 4.9% raportat la iunie și cu 13.4% ytd.

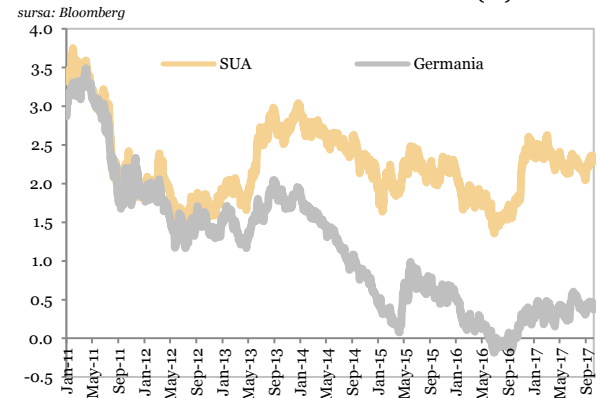
ZONA EURO

- Evoluțiile macroeconomice din regiune, climatul pozitiv din piețele financiare internaționale și inflexiunea cotațiilor internaționale la țiței s-au resimțit pe piața financiară din regiune în septembrie și trimestrul III.
- Pe piața monetară ratele de dobândă s-au consolidat în zona minimelor istorice (EURIBOR la trei luni la -0.33% la finele lunii septembrie), evoluție determinată de semnalele lansate de Banca Centrală Europeană – continuarea politicii relaxate fără precedent pe termen scurt.
- Pe de altă parte, rata de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani a continuat tendința ascendentă în trimestrul III, evoluție convergentă cu cea din Statele Unite, la care a contribuit și accelerarea PIB-ului nominal în prima economie a Europei. Astfel, indicatorul barometru pentru costul de finanțare în economie a crescut cu 29.2% între final de august și finele lunii septembrie la 0.464% (nivel apropiat de maximele din august) (avans cu 123% față de sfârșitul anului 2016). În septembrie indicatorul a înregistrat un nivel mediu de 0.40%, în scădere cu 2.3% față de august.
- În sfera pieței valutare tendința de apreciere a EUR/USD a fost inversată temporar în septembrie, pe fondul perspectivelor de intensificare a divergențelor de politică monetară. EUR/USD s-a situat la 1.1806 la final de septembrie, în scădere cu 0.16% față de nivelul de la finele lunii august (dar în urcare cu 5.8% an/an și cu 12% ytd).
- Piața de acțiuni a revenit pe creștere în septembrie, după corecțiile din august: indicele pan-european EuroStoxx 50 s-a situat la 3,594.9 puncte la final de septembrie, în urcare cu 5.1% față de august, cu 4.4% raportat la iunie și cu 9.2% de la începutul anului.

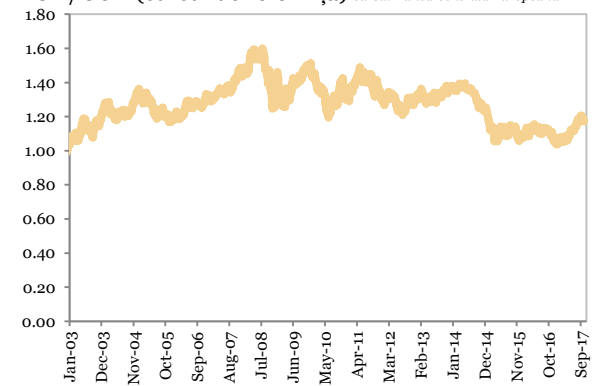
rata de dobândă la 3 luni (%) sursa: Bloomberg



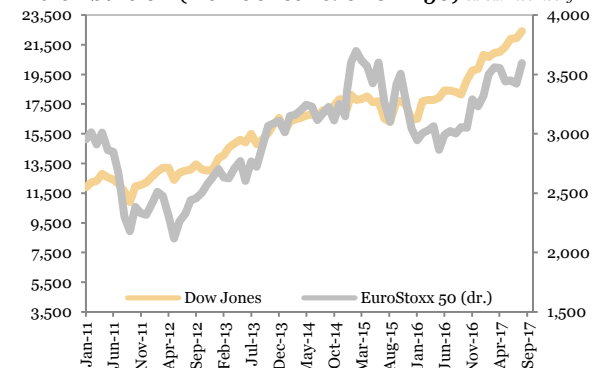
rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (%) sursa: Bloomberg



EUR/USD (cursul de referință) sursa: Banca Centrală Europeană



indicii bursieri (Dow Jones vs. STOXX50) sursa: Bloomberg



ROMÂNIA

• Piața financiară internă a fost influențată de climatul din piețele internaționale și de evoluțiile macroeconomice și politice interne în septembrie și trimestrul III din 2017. Semnalele privind intervenția mai agresivă a statului în economie, accelerarea inflației și acumularea de dezechilibre macroeconomice au contribuit la creșterea costurilor de finanțare, cu impact nefavorabil pentru climatul investițional.

PIAȚA MONETARĂ

• Pe piața monetară ratele de dobândă au consemnat creșteri importante în septembrie, evoluție la care au contribuit o serie de factori, inclusiv recalibrarea așteptărilor privind deciziile de politică monetară (în contextul accelerării inflației), precum și intensificarea percepției de risc, pe fondul acumulării de riscuri la adresa stabilității macro-financiare.

• Astfel, la final de septembrie ratele de dobândă pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și 12 luni au înregistrat valori de 1.73%, 1.71%, 1.69%, 1.57%, 1.58%, 1.69%, 1.70%, respectiv 1.73%, în creștere față de nivelurile de la final de august cu ritmuri de 175%, 171%, 164%, 124%, 74%, 52%, 42%, respectiv 35%.

• Între final de 2016 și sfârșitul lunii septembrie ROBOR a crescut în medie cu 80 puncte bază, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele foarte scurte: overnight (117 puncte bază), tomorrow next (114 puncte bază) și o săptămână (106 puncte bază).

• În ceea ce privește valorile medii lunare ROBOR s-au consemnat creșteri importante în septembrie, atât raportat la luna august, cât și comparativ cu septembrie 2016.

PIAȚA TITLURILOR DE STAT

• Totodată, între final de august și finele lunii septembrie curba randamentelor s-a deplasat în sus (în medie cu 33 puncte bază), avansul fiind mai pronunțat pe scadențele scurte și medii (47 puncte bază la șase luni, 38 puncte bază la 12 luni, respectiv 33 puncte bază la trei ani).

• Pe scadențele cinci ani și zece ani ratele de dobândă au crescut cu 27 puncte bază, respectiv cu 21 puncte bază între final de august și sfârșitul lunii septembrie.

• Această evoluție a fost determinată de repoziționarea așteptărilor privind dinamica PIB-ului nominal (prin încorporarea evoluțiilor recente) și intensificarea riscurilor la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu, într-un context caracterizat prin deteriorarea finanțelor publice și a poziției externe a economiei și lipsa marjei de manevră pentru politica economică.

• Spread-ul de dobândă (diferențialul dintre rata de dobândă la 10 ani și rata de dobândă pe scadența șase luni) s-a diminuat cu 25 puncte bază între final de august și sfârșit de septembrie, la 3.04 puncte procentuale (în apropiere de minimele din februarie).

• În septembrie rata medie de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani a înregistrat un nivel mediu de 3.91%, în creștere cu 0.9% față de august.

• Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 3.7 miliarde RON pe piața internă în septembrie (din care 800 milioane RON certificate pe șase luni), nivel cu 5.8% mai redus față de cel programat.

PIAȚA VALUTARĂ

• Cursul EUR/RON a continuat tendința de depreciere în luna septembrie, pe fondul intensificării dezechilibrelor macroeconomice și incertitudinilor din sfera politicii economice.

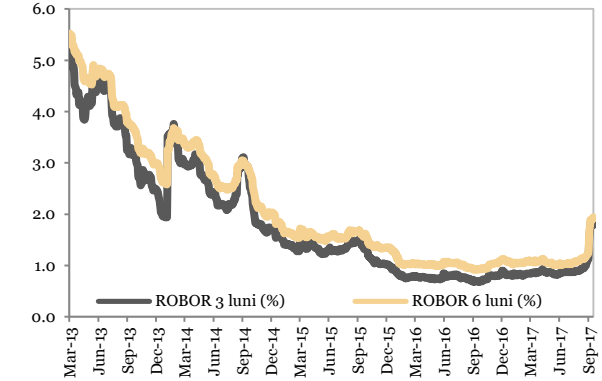
• La BNR EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.5945-4.5991), fiind înregistrat un nivel mediu lunar record: 4.5978.

• La final de septembrie EUR/RON s-a situat la 4.5991, în urcare cu 0.19% lună/lună, 1.28% ytd și 3.30% an/an.

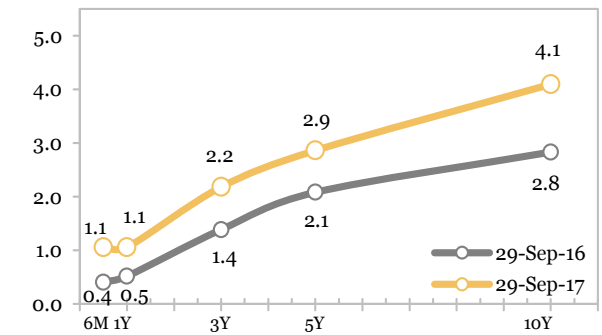
PIAȚA BURSIERĂ

• Piața de acțiuni a continuat să scadă în septembrie, evoluție divergentă față de cele înregistrate pe bursele lumii, determinată de creșterea primei de risc (pe fondul incertitudinilor din sfera politicii economice), după cum se poate observa în graficul de pe prima pagină. Indicele BET s-a situat la 7,877.9 puncte la final de septembrie, în scădere cu 2.2% față de nivelul de la sfârșit de august (avans cu 11.2% ytd).

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



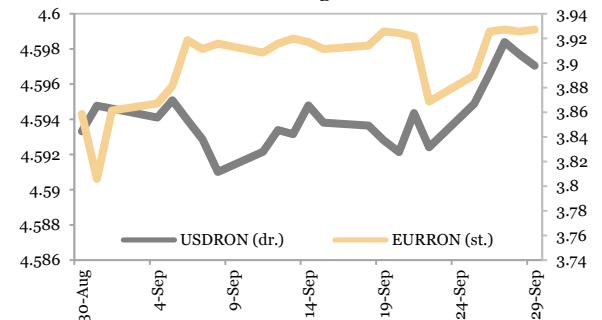
curba randamentelor în România sursa: Bloomberg



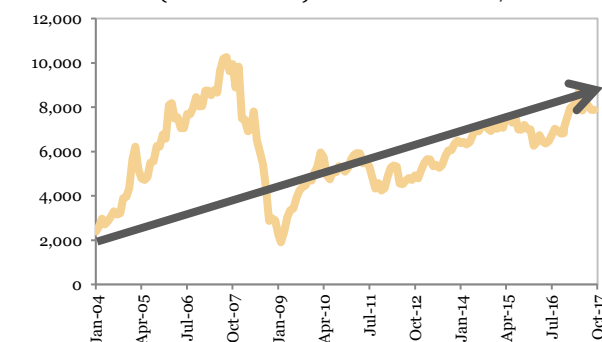
licitații M. Finanțe (septembrie) sursa: M. Finanțe

Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
800	07-Mar-2018	0.65
575	29-Apr-2020	1.85
230	26-Jul-2027	3.90
575	29-Apr-2024	3.36
575	24-Jun-2019	1.46
575	26-Oct-2020	1.91
349	08-Mar-2022	2.71

cursul de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



indicele BET (valori lunare) sursa: Bursa de Valori București



SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

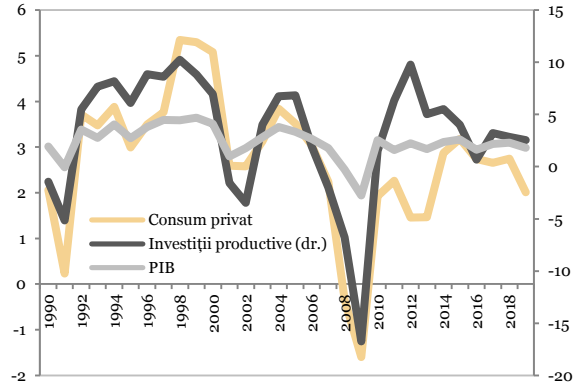
ECONOMIA REALĂ SUA

- În perioada recentă s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macroeconomici din Statele Unite, care exprimă premise de continuare a ciclului investițional post-criză pe termen scurt.
- Se evidențiază majorarea încrederii consumatorilor și dinamica comenzilor de bunuri de capital, evoluții susținute de nivelul redus al costurilor reale de finanțare și de perspectiva implementării de măsuri de reducere a fiscalității începând din 2018 (probabilitatea reformei fiscale a crescut după aprobarea Bugetului pe 2017-2018).
- Am revizuit scenariul macroeconomic central de previziune pe termen mediu pentru prima economie a lumii prin încorporarea evoluțiilor recente ale indicatorilor din economia reală și din economia financiară.
- În scenariul central actualizat previzionăm accelerarea dinamicii anuale a PIB-ului SUA de la 1.6% în 2016 la 2.2% în 2017 și 2.3% în 2018. Acest scenariu este susținut de redinamizarea investițiilor productive (ritmuri medii anuale de 3.2% în 2017 și 2.9% în 2018), cu impact pozitiv pentru consumul privat (avans cu 2.7% în 2017 și 2018).
- Pe de altă parte, ne așteptăm la o decelerare a economiei în 2019 (fiind în creștere probabilitatea incidentei ajustării ciclului economic post-criză), pe fondul temperării dinamicii investițiilor productive, cu efecte de propagare la nivelul consumului privat. Astfel, în 2019 PIB-ul SUA ar putea crește cu doar 1.8% an/an, pe fondul decelerării investițiilor (la 2.5% an/an) și consumului privat (la 2% an/an).
- Pentru piața forței de muncă previzionăm continuarea climatului pozitiv pe termen scurt și inflexiune (schimbare de tendință) începând cu toamna anului 2018. Conform scenariului nostru central rata medie anuală a șomajului ar putea să scadă de la 4.9% în 2016 la 4.4% în 2017, respectiv 4.3% în 2018, urmând să crească la 4.6% în 2019.
- Considerăm că factorii de risc pentru scenariul central constau în: mix-ul de politici economice cu impact asupra costului de finanțare; climatul politic din Statele Unite; evoluțiile macro-financiare externe (China, Europa); tensiunile geo-politice globale.

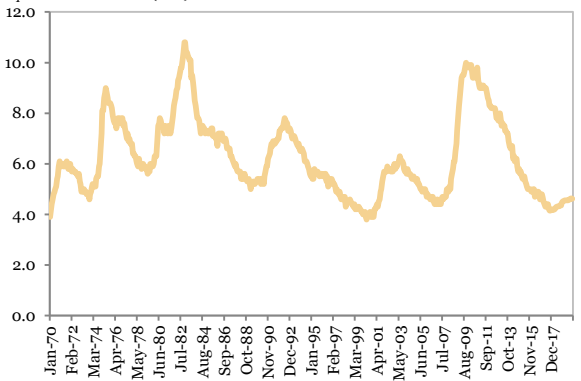
ZONA EURO

- Evoluțiile macro-financiare (globale și regionale) recente exprimă premise de accelerare și de evoluție la un ritm peste potențial pe termen scurt. Am ajustat marginal scenariul macroeconomic central pe termen mediu prin încorporarea dinamicii indicatorilor din economia reală și din economia financiară din ultimele săptămâni.
- Conform scenariului actualizat PIB-ul ar putea crește cu 2.1% an/an în 2017, cea mai bună dinamică din 2007, într-o evoluție determinată de contribuția cererii interne, susținută de politica monetară relaxată fără precedent implementată de BCE.
- Astfel, ne așteptăm la consolidarea dinamicii anuale a investițiilor productive la 3.6% în 2017, continuarea ciclului investițional fiind semnalată și de ameliorarea încrederii investitorilor.
- Totodată, consumul privat (principala componentă a PIB) ar putea crește cu cel puțin 1.7% an/an în 2017, evoluție la un ritm peste potențial susținută de climatul pozitiv din piața forței de muncă, piața creditului, piața financiară și piața imobiliară.
- De asemenea, pentru consumul public previzionăm un ritm de aproximativ 1.7% an/an în 2017, date fiind creșterea marjei de manevră de intervenție (după ajustările din ultimii ani) și nivelul redus al costurilor de finanțare.
- Pe de altă parte, ne așteptăm la decelerarea PIB-ului în 2018 și 2019, deși continuăm să previzionăm ritmuri de evoluție peste potențial (1.9% an/an, respectiv 1.8% an/an).
- În acest scenariu dinamica anuală a investițiilor productive ar putea decelera spre 3% în 2019 (cea mai slabă evoluție din 2014), pe fondul semnalelor de maturitate ale ciclului economic post-criză în plan global, dar și a perspectivelor de majorare graduală a costurilor de finanțare în economia regiunii în trimestrele următoare.
- Pentru piața forței de muncă ne așteptăm la continuarea tendinței de scădere a ratei șomajului pe termen mediu, pe fondul evoluției economiei la un ritm peste potențial. În scenariul nostru rata medie anuală a șomajului (componenta structurală) s-ar putea diminua de la 10.1% în 2016 la 9.2% în 2017, 8.3% în 2018, respectiv 7.8% în 2019.
- Printre factorii de risc pentru evoluția economiei Zonei Euro pe termen scurt și mediu menționăm: climatul macro-financiar global; mix-ul de politici economice la nivel de regiune; supra-evaluarea activelor în unele țări din regiune; riscurile din sfera securității (inclusiv terorismul).

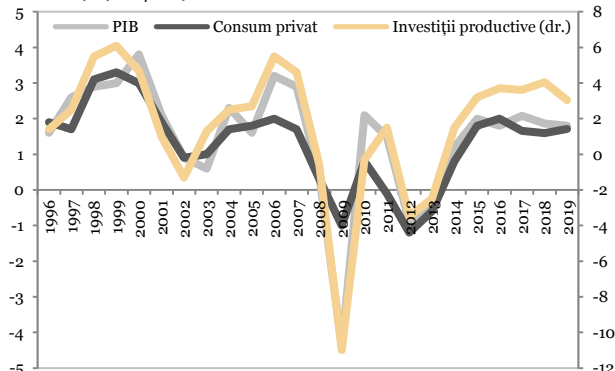
PIB-ul, consumul privat, investițiile productive în SUA (% an/an) sursa: Departamentul Comerțului din SUA, previziuni BT



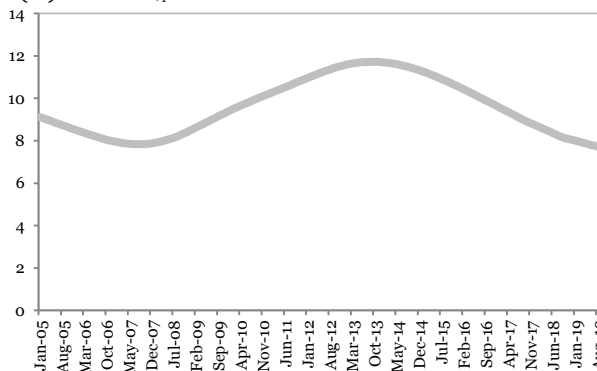
rata șomajului în SUA (%) sursa: previziuni BT pe baza datelor Departamentului Muncii (SUA)



PIB-ul, consumul privat, investițiile productive în Zona Euro (% an/an) sursa: Eurostat, previziuni BT



rata șomajului în Zona Euro – componenta structurală (%) sursa: Eurostat, previziuni BT



ROMÂNIA

• Prin încorporarea dinamicii recente a indicatorilor din economia reală și din economia financiară am actualizat scenariul macroeconomic central pe termen mediu pentru economia internă.

• Conform noilor prognoze dinamica anuală a PIB-ului României ar putea accelera de la 4.6% an/an în 2016 (după cum indică cele mai recente date Eurostat) la 5.2% an/an în 2017 (cea mai bună dinamică din 2008). Practic, ne așteptăm ca economia internă să evolueze la un ritm peste potențial în 2017, după cum se poate nota și în primul grafic din partea dreaptă.

• Această evoluție este susținută de mix-ul relaxat de politici economice, cu impact pozitiv pentru cererea internă. Astfel, consumul privat (principală componentă a PIB) ar putea crește cu 7.4% an/an în 2017 (ritm similar cu cel din 2016 și, totodată, cea mai bună evoluție din 2008), pe fondul ameliorării venitului real disponibil al populației, accelerării creditării și efectul de avuție.

• De asemenea, consumul public ar putea consemna un avans de 3.5% an/an în 2017, date fiind măsurile fiscal-bugetare și de venituri pro-ciclice.

• Pe de altă parte, ne așteptăm la continuarea unui climat investițional dificil, pe fondul acumulării de dezechilibre macroeconomice și în contextul incertitudinilor din sfera politicii economice. Cu toate acestea, considerăm că există spațiu pentru o creștere a investițiilor cu aproximativ 1.3% an/an, dat fiind climatul macroeconomic pozitiv (global și european), momentul favorabil din sfera consumului intern și nivelul redus al costurilor reale de finanțare.

• Pe de altă parte, ne așteptăm la o contribuție negativă a cererii externe nete la dinamica anuală a economiei în acest an, pe fondul creșterii exporturilor cu un ritm inferior celui consemnat de importuri.

• Pentru trimestrele următoare previzionăm decelerarea economiei României (în convergență către ritmul potențial, după cum rezultă din primul grafic alăturat), dat fiind că ne așteptăm la majorarea costurilor de finanțare, pe fondul evoluțiilor din plan global și a perspectivelor de rebalansare a mix-ului de politici economice pe plan intern.

• Astfel, dinamica anuală a PIB-ului s-ar putea tempera de la 5.2% în 2017 la 4.1% în 2018, respectiv 3.4% în 2019, într-o evoluție determinată de decelerarea cererii interne.

• În acest scenariu ritmul anual de evoluție a consumul privat (principală componentă a PIB) s-ar putea atenua de la 7.4% în 2017 la 5.4% în 2018, respectiv 4.5% în 2019.

• De asemenea, previzionăm decelerarea consumului public, pe fondul perspectivelor de implementare de măsuri pentru evitarea declanșării procedurii de deficit excesiv de către Comisia Europeană: dinamici medii anuale de 2% în 2018, respectiv 1.1% în 2019, după avansul cu 3.5% din 2017.

• Pe de altă parte, considerăm că investițiile productive ar putea accelera ușor în 2018 (la 3.2% an/an) și 2019 (2.5% an/an), însă aceste ritmuri sunt scăzute față de cele necesare pentru a consolida potențialul de creștere economică și de dezvoltare.

• În sfera cererii externe nete ne așteptăm la decelerarea exporturilor și importurilor, pe fondul maturității ciclului economic post-criză (global și european) și perspectivelor de rebalansare a politicii economice pe plan intern.

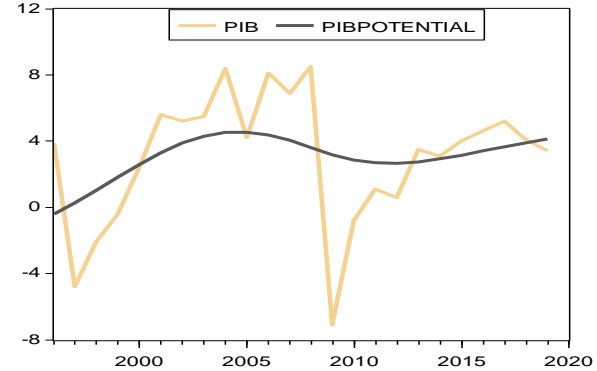
• Astfel, în scenariul central BT dinamica anuală a exporturilor se va tempera de la 8.8% în 2017 la 6.7% în 2018 și 4.3% în 2019. Ritmul anual al importurilor s-ar putea atenua de la 8.9% în 2017 la 7.1% în 2018, respectiv 4.5% în 2019.

• Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă ne așteptăm la o consolidare a climatului pozitiv pe termen scurt, cu perspective de inflexiune (schimbare de tendință) din a doua jumătate a anului viitor. Astfel, rata medie anuală a șomajului (componenta structurală) s-ar putea reduce de la 5.2% în 2017 la 4.9% în 2018 (nivelul minim din prima jumătate a anilor 1990), urmând să crească la 5.1% în 2019.

• Considerăm că factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile macro-financiare globale (SUA, China) și europene (inclusiv deciziile și semnalele de politică monetară); mix-ul intern de politici economice; tensiunile geo-politice globale și regionale; climatul politic intern; evoluțiile din piețele internaționale de materii prime.

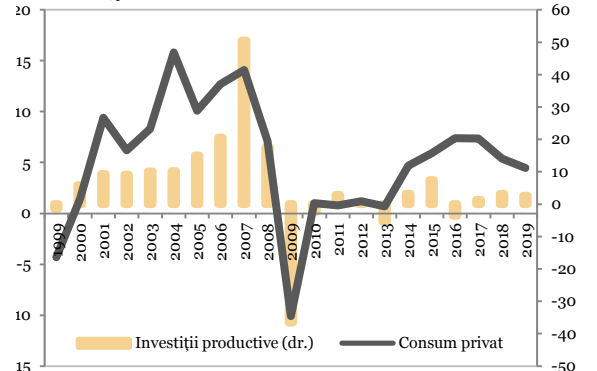
PIB-ul vs. PIB-ul potențial (% an/an)

sursa: Eurostat, INS, estimări și previziuni BT

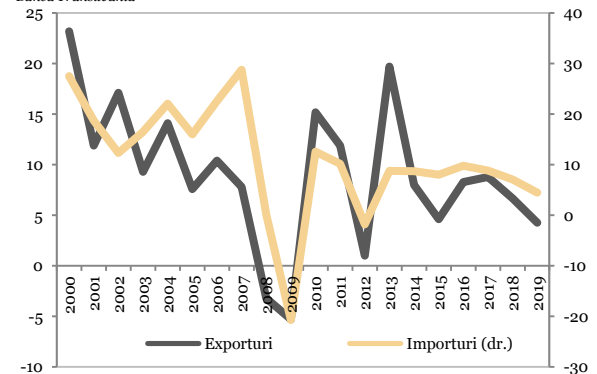


consumul privat și investițiile productive (% an/an)

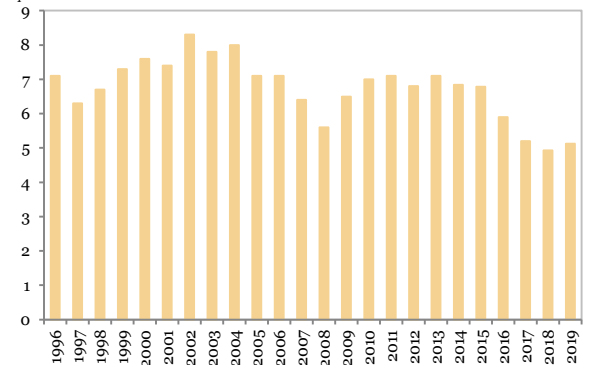
sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



exporturile vs. importurile (% an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



rata șomajului (componenta structurală) (%) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Am actualizat prognozele privind dinamica prețurilor de consum pe termen scurt și mediu prin încorporarea evoluțiilor recente din economia reală, din piețele financiare și de materii prime.
- Conform scenariului central revizuit dinamica medie anuală a prețurilor de consum (măsurată pe indicatorul agreat de FED, PCE – *Personal Consumption Expenditure*) ar putea accelera de la 1.2% în 2016 la 1.7% în 2017, 1.9% în 2018, respectiv 2.3% în 2019.
- Cu alte cuvinte, ne așteptăm la convergența inflației către nivelul țintit de FED (2% an/an) și perspectiva depășirii acestuia din toamna anului viitor.
- Aceste previziuni privind dinamica prețurilor de consum coroborate cu climatul pozitiv din economia reală (evoluția PIB la un ritm peste potențial, rata șomajului la minime istorice) exprimă premise de continuare a ciclului monetar post-criză pe termen scurt și mediu.
- Astfel, pe lângă majorarea previzionată pentru luna decembrie (deja inclusă în prețuri) FED ar putea decide creșterea ratei de dobândă de referință cu aproximativ 1 punct procentual în 2018, concomitent cu vânzarea de active.
- Totodată, subliniem faptul că implementarea unor măsuri de relaxare fiscală în 2018 ar putea conduce la o accelerare mai puternică a inflației, care să determine o reacție mai agresivă de politică monetară.
- Atragem însă atenția cu privire la faptul că schimbarea conducerii FED (la începutul anului viitor, prin preluarea mandatului de Președinte de către dl. Jerome Powell) ar putea fi testată de piețele financiare, după cum s-a întâmplat și în urmă cu trei decenii când Alan Greenspan a început primul mandat la cârma băncii centrale.

ZONA EURO

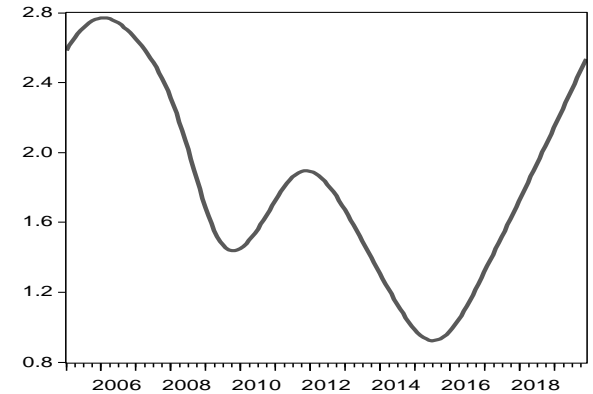
- Evoluțiile recente ale inflației din regiune s-au situat în linie cu scenariul nostru central în perioada recentă.
- Acest aspect ne determină să menținem prognozele pe termen scurt și mediu pentru dinamica medie anuală a prețurilor de consum: accelerare de la 0.2% în 2016 la 1.5% în 2017, respectiv 1.9% în 2018 și 2019.
- Persistența inflației la un nivel inferior țintei Băncii Centrale Europene (2% an/an) exprimă premise de continuare a politicii monetare relaxate în trimestrele următoare (cel puțin până în toamna anului 2018), aspect semnalat recent de instituție.
- Cu toate acestea, subliniem faptul că o creștere puternică a cotațiilor internaționale la materii prime coroborată cu o majorare mai agresivă a salariilor și cu supraevaluarea din piețele imobiliare și financiare ar putea determina instituția să iasă mai devreme din politica monetară relaxată fără precedent, aspect care este susținut și de caracterul nesustenabil al divergenței de politică monetară (FED vs. BCE).

ROMÂNIA

- În scenariul macroeconomic central actualizat ne așteptăm la accelerarea inflației în trimestrele următoare, pe fondul dinamicii consumului la un ritm peste potențial (cu impact asupra componentei core) și a redinamizării componentelor volatile, într-un context caracterizat prin disiparea impactului Noului Cod Fiscal și tendința de creștere a cotațiilor internaționale la țitei.
- Astfel, conform previziunilor noastre inflația medie anuală (măsurată pe indicele armonizat UE) ar putea accelera de la 1.1% în 2017 la 3.1% în 2018, respectiv 2.9% în 2019. Practic, ne așteptăm ca inflația să depășească limita superioară a intervalului țintit de banca centrală în a doua jumătate a anului viitor.
- Intensificarea presiunilor și așteptărilor inflaționiste coroborată cu acumularea de dezechilibre în economie exprimă o probabilitate ridicată ca banca centrală să majoreze rata de dobândă de politică monetară începând din trimestrul I 2018, nefiind exclus ca acest indicat să se situeze la 3.5% la finele anului viitor.
- În încheiere atragem atenția cu privire la faptul că marja de manevră de politică monetară este limitată de gradul ridicat de integrare macro-financiară a României cu Zona Euro și viteza de circulație a fluxurilor globale de capital, într-un context caracterizat prin politica monetară relaxată fără precedent la BCE.

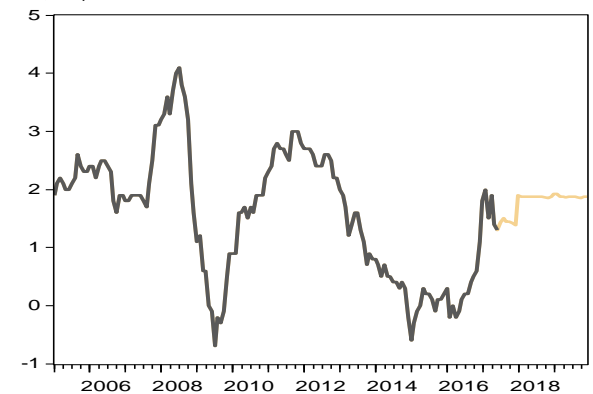
dinamica prețurilor de consum în SUA (% an/an)

sursa: FED, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în Zona Euro (% an/an)

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în România (IAPC)

(% an/an) sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



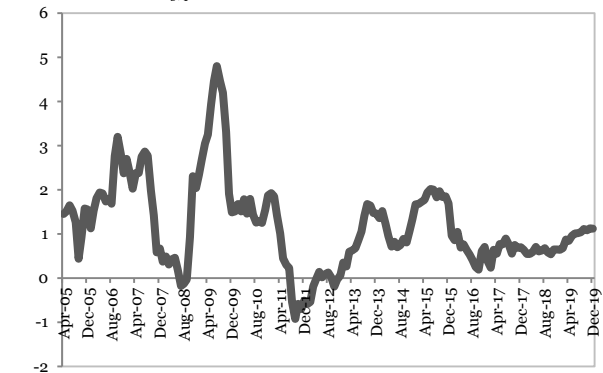
PIEȚELE FINANCIARE SUA

- În perioada recentă am asistat la consolidarea climatului pozitiv la nivelul economiei financiare în plan global, evoluție determinată de o serie de factori: accelerarea indicatorilor din economia reală, nivelul redus al costurilor reale de finanțare și excesul de lichiditate, în contextul continuării unei politici monetare acomodative.
- Se evidențiază creșterea indicelui bursier MSCI Global spre noi maxime istorice, dinamică la care a contribuit și ameliorarea rezultatelor financiare ale companiilor.
- În Statele Unite creșterea semnificativă a indicilor bursieri din ultimele luni a determinat atingerea unui grad ridicat de evaluare – după cum se poate nota în ultimul grafic din partea dreaptă în prezent indicatorul PER la nivel de S&P 500 se află la al treilea cel mai ridicat nivel din istorie.
- Acest aspect coroborat cu nivelul redus al ratelor de dobândă la titluri de stat și cu tendința ascendentă pe piața imobiliară indică faptul că în prezent ne aflăm în perioada în care toate activele sunt supra-evaluate (“**everything bubble**”).
- În acest context, atragem atenția cu privire la acumularea de semnale de maturitate ale ciclului economic global post-criză în prima economie a lumii, aspect reflectat și în al treilea grafic din partea dreaptă.
- De asemenea, subliniem incertitudinile cu privire la capacitatea Administrației Trump de a implementa reforma fiscalității (reducerea taxelor) semnalată pe parcursul ultimelor 12 luni. De altfel, unda de optimism din sfera bursei americane a fost influențată puternic de perspectiva reducerii taxelor după comunicarea rezultatelor alegerilor Prezidențiale din 2016.
- Nu în ultimul rând, Rezerva Federală a demarat în octombrie procesul de vânzare de active și a semnalat continuarea procesului de majorare a ratei de dobândă de referință în trimestrele următoare.
- Prin urmare, ne așteptăm la o creștere graduală a costurilor de finanțare în SUA, cu perspectiva ca rata reală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani să depășească pragul de 1% în 2018, aspect reflectat în primul grafic din partea dreaptă.
- Pe de altă parte, majorarea costurilor reale de finanțare, nivelul ridicat de îndatorare din sfera companiilor, creșterea cotațiilor internaționale la materii prime și semnalele de maturitate din economia reală exprimă perspective de schimbare de tendință la nivelul pieței de acțiuni în 2018. În acest context, atragem atenția cu privire la faptul că piața financiară ar putea testa capacitatea noului Guvernator al FED (dl. Jerome Powell) la începutul anului viitor.
- În ceea ce privește dolarul american estimăm că există spațiu de apreciere pe termen scurt, pe fondul perspectivelor de intensificare a divergențelor de politică monetară (dintre SUA și Zona Euro), dar și a percepției de risc pe piețele financiare.
- Factorii de risc pentru evoluția economiei financiare pe termen scurt sunt: mix-ul de politici economice din SUA cu impact asupra costurilor de finanțare; climatul macroeconomic din China și Zona Euro; evoluția cotațiilor internaționale la materii prime; tensiunile geo-politice globale.

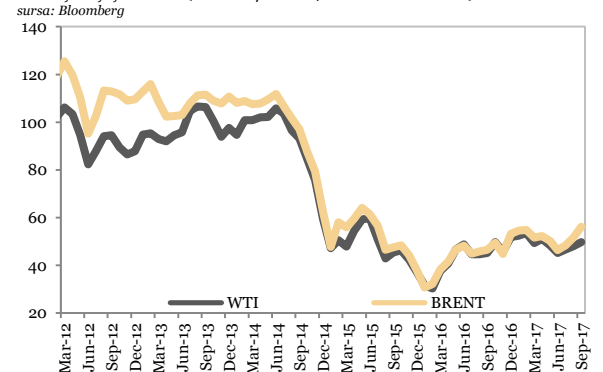
ZONA EURO

- În sfera pieței monetare previzionăm consolidarea ratelor de dobândă pe termen scurt (3-6 luni), pe fondul semnalelor emise recente de Banca Centrală Europeană. Costurile de finanțare la euro ar putea reveni în teritoriu pozitiv pe finalul anului 2018, în contextul perspectivelor de inflexiune a politicii monetare din regiune.
- La nivelul pieței titlurilor de stat ne așteptăm la continuarea tendinței de creștere a ratelor de dobândă, dat fiind gradul ridicat de integrare cu piața din Statele Unite și perspectivele de politică monetară. În scenariul central BT rata de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani ar putea depăși nivelul de 1% în prima jumătate a anului viitor, evoluție influențată și de continuarea tendinței de convergență a inflației spre nivelul țintit de BCE.
- În ceea ce privește piața de acțiuni subliniem gradul de atractivitate raportat la bursa americană, însă atragem atenția cu privire la faptul că o schimbare de tendință în SUA va fi resimțită și în Zona Euro.
- Considerăm că factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile macro-financiare din Statele Unite și China; mix-ul de politici economice în plan regional (modul în care BCE va ieși din politica relaxată fără precedent); dinamica cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime; tensiunile geo-politice globale.

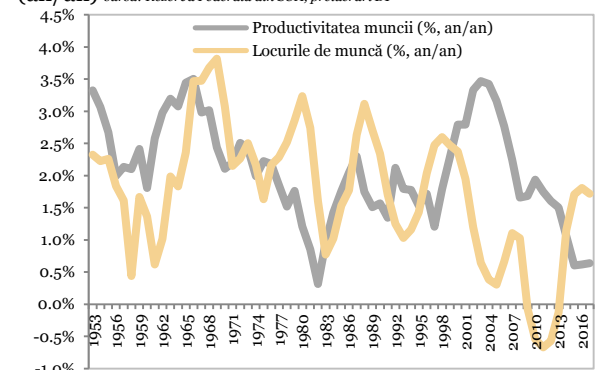
rata reală de dobândă la titlurile de stat la 10 ani în SUA sursa: Bloomberg, previziuni BT



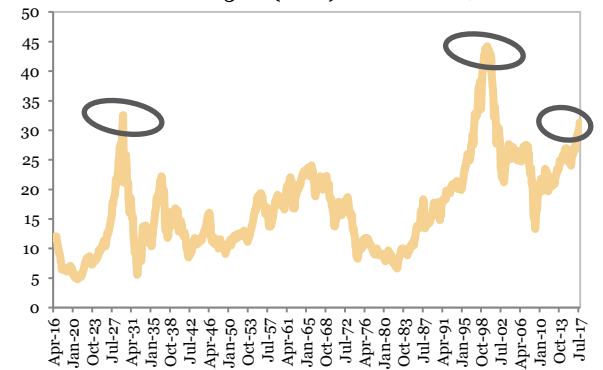
cotația țițeiului (dolari/baril, medie lunară) sursa: Bloomberg



productivitatea muncii vs. locurile de muncă în SUA (an/an) sursa: Rezerva Federală din SUA, prelucrări BT



PER la nivelul S&P 500 (SUA) sursa: Robert Shiller, Rezerva Federală



ROMÂNIA

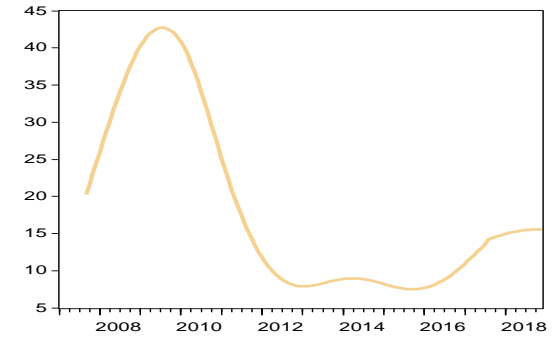
- Am încorporat evoluțiile recente ale indicatorilor din economia reală și din economia financiară din plan extern și din sfera internă și am ajustat scenariul de previziune pe termen mediu pentru economia financiară a României.
- Ne așteptăm la continuarea tendinței de majorare a primei de risc pe piața de capital (aspect reflectat în primul grafic din partea dreaptă), cu impact asupra deciziilor investiționale în economia financiară și în economia reală în trimestrele următoare.
- Această perspectivă este susținută de deteriorarea echilibrelor macroeconomice (intern și extern) și de riscurile din sfera mix-ului de politici economice.
- În acest context previzionăm continuarea tendinței de creștere a costurilor de finanțare pe termen scurt și mediu, evoluție determinată de:
 - a. Perspectiva ca BNR să majoreze rata de dobândă de politică monetară din 2018, pe fondul accelerării inflației (și depășirii temporare a nivelului superior al intervalului țintă) și acumulării de dezechilibre în economie;
 - b. Accelerarea PIB-ului nominal și intensificarea incertitudinilor din sfera politicii fiscal-bugetare (riscul ca raportul deficit bugetar/PIB să depășească pragul de 3%), care ar putea atrage declanșarea procedurii de deficit excesiv (conform previziunilor de toamnă ale Comisiei Europene ponderea deficitului bugetar structural în PIB ar putea depăși 4.5% în 2019);
 - c. Continuarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare în plan global, date fiind ciclul monetar post-criză din Statele Unite și perspectivele de inflexiune a politici monetare în Zona Euro în anul 2018.
- Astfel, noile previziuni indică un nivel mediu anual pentru rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani în creștere de la 3.3% în 2016 (minim istoric) la 3.9% în 2017, 4.8% în 2018, respectiv 5.1% în 2019.
- Persistența unui climat investițional dificil și acumularea de tensiuni macroeconomice și în spațiul public, coroborate cu semnalele emise recent de BNR (trinitatea imposibilă și prioritate acordată ratelor de dobândă) ne-au determinat să ajustăm prognozele privind evoluția cursului EUR/RON, după cum se poate observa și în al treilea tabel alăturat.
- Astfel, noile previziuni indică un nivel mediu anual pentru cursul de schimb EUR/RON în urcare de la 4.49 în 2016 la 4.56 în 2017, 4.65 în 2018, respectiv 4.63 în 2019.
- Pe de altă parte, considerăm că diferențialul de dobândă reală (favorabil RON pe termen mediu, conform previziunilor noastre) ar putea determina intrări de fluxuri speculative de capital în trimestrele următoare.
- Considerăm că factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: climatul macro-financiar global (SUA, China) și european (Zona Euro); deciziile de politică economică pe plan intern (inclusiv absența marjei de manevră într-un scenariu de incidență a unui șoc pe termen scurt); distorsiunile asociate unei intervenții mai agresive a statului în economie și acumularea de riscuri la adresa stabilității macro-financiare pe plan intern.

licitații M. Finanțe (octombrie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
05-Oct-2017	460	Titluri	25-Feb-2019
09-Oct-2017	345	Titluri	29-Apr-2024
12-Oct-2017	600	Certificate	15-Oct-2018
16-Oct-2017	345	Titluri	29-Apr-2019
19-Oct-2017	345	Titluri	08-Mar-2022
23-Oct-2017	345	Titluri	26-Oct-2020

titluri de stat în circulație <small>sursa: BNR</small>	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

prima de risc pe piața de capital din România

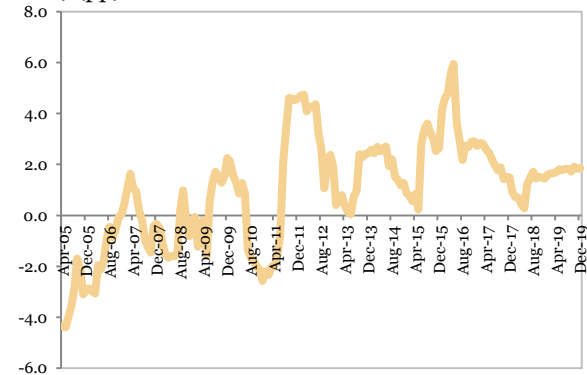
sursa: estimări și previziuni BT



previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.4888	4.56	4.6481	4.56
2018	4.5853	4.65	4.7006	4.65
2019	4.5073	4.63	4.7076	4.61

spread-ul pe rata reală de dobândă (România vs. SUA) (pp) sursa: estimări și previziuni BT pe baza datelor Bloomberg, BNR



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)0264.430.564 int225 | (+4)0264.407.150 | (+4)0757.080.536
dan.rusu@bancatransilvania.ro

Marius Tiberiu Mureșan

Analist Investiții | BT Asset Management
(+4)0264.301.920 | (+4)0741.200.052
mariustiberiu.muresan@btam.ro

VÂNZĂRI & TRANZACȚIONARE

Teo Birle

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

LIMITAREA RĂSPUNDERII

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

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

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

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

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