

Accelerare globală, rebalansare internă I 20 februarie 2018

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

Evoluții macroeconomice recente

- Climatul macroeconomic mondial a continuat să se amelioreze în ianuarie, pe fondul contribuției sectorului de servicii, în contextul majorării veniturilor populației și intensificării Revoluției Digitale. Conform indicatorului PMI Compozit, calculat de JP Morgan, PIB-ul global a crescut în ianuarie cu cel mai bun ritm din martie 2015.
- Economia americană a accelerat la 2.3% an/an în 2017, evidențiindu-se dinamizarea investițiilor productive, în contextul ameliorării climatului economic global și perspectivelor de reducere a fiscalității.
- Totodată, PIB-ul Zonei Euro a crescut cu un ritm anual de 2.5% în 2017, cea mai bună evoluție din 2007, pe fondul contribuției cererii interne, susținută de politica monetară relaxată implementată de Banca Centrală Europeană.
- În România economia a accelerat de la 4.8% an/an în 2016 la 7% an/an în 2017, cel mai bun ritm din 2008, într-o evoluție puternic influențată de mix-ul relaxat (fără precedent) de politici economice.
- În sfera economiei financiare climatul pozitiv s-a consolidat în perioada recentă, notându-se rezistența la intensificarea percepției de risc pe finalul lunii ianuarie și începutul lunii februarie.

Scenariul macroeconomic central

- Evoluțiile macro-financiare (externe și interne) din ultimele săptămâni au confirmat în linii mari scenariul macroeconomic central BT. Prin urmare, menținem previziunile pe termen mediu pentru economia României. Vom actualiza acest scenariu după ce vom încorpora estimările provizorii privind dinamica PIB-ului și componentelor din 2017 (acestea vor fi comunicate de INS în luna martie).
- Previiziunile actuale indică perspectiva decelerării economiei interne pe termen mediu, în convergență spre ritmul potențial, dat fiind contextul caracterizat prin faza de maturitate a ciclului economic post-criză în plan global și acumularea de provocări în sfera internă, cu impact asupra costurilor de finanțare. Dinamica anuală a PIB s-ar putea tempera de la 7% în 2017 la 4.2% în 2018, 3.3% în 2019, respectiv 3.1% în 2020.
- În acest scenariu ne așteptăm la creșterea lentă a investițiilor și decelerarea consumului privat, pe fondul temperării dinamicii venitului real disponibil al populației și intrării în faza de maturitate a pieței creditului, pieței imobiliare și pieței de capital.
- La nivelul economiei financiare previzionăm continuarea ciclului monetar în trimestrele următoare. În acest scenariu rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) ar putea urca de la 3.9% în 2017 la 5.1% în 2018 și 5.4% în 2019. Totodată, ne așteptăm la continuarea tendinței de creștere a EUR/RON spre 4.70 (medie anuală) în perioada 2018-2020.
- Considerăm că factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile macro-financiare globale și europene; mix-ul de politici economice pe plan intern; tensiunile geo-politice și politice globale, regionale și interne.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2016	2017	2018	2019	2020
PIB nominal (miliarde EUR)	169.8	180.4	189.5	200.2	212.4
PIB real (% an/an)	4.8	7.0	4.2	3.3	3.1
Consum privat (% an/an)	7.6	8.4	5.3	4.1	4.1
Investiții productive (% an/an)	-2.0	3.5	3.7	3.2	1.9
Consum public (% an/an)	3.1	4.5	1.7	1.5	1.9
Exporturi (% an/an)	8.7	9.1	7.5	5.5	4.5
Importuri (% an/an)	9.8	9.9	7.9	5.8	4.9
Rata șomajului (%)	5.9	5.0	4.7	4.7	5.0
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-1.1	1.1	3.2	2.9	2.6
Rata de dobândă de referință (%)	1.75	1.75	3.50	3.75	3.25
Deficit bugetar (% PIB)	2.4	2.9	3.0	3.0	2.5
Datoria publică (% PIB)	37.6	36.3	36.5	36.9	36.6
Contul curent (% PIB)	-2.1	-3.6	-3.5	-3.7	-3.4
Rata de dobândă titluri 10 ani (medie anuală) (%)	3.3	3.9	5.1	5.4	4.5
EUR/RON (medie anuală)	4.49	4.57	4.68	4.70	4.69

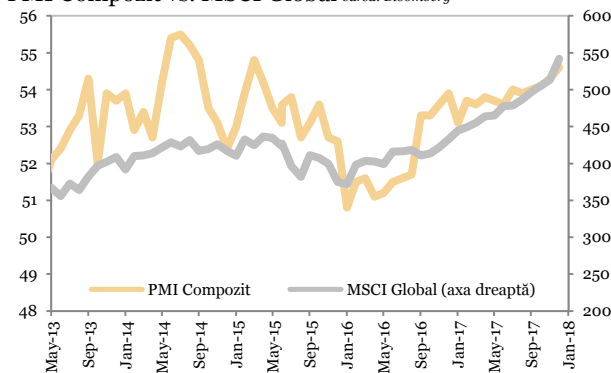
Sursa: INS, Eurostat, Comisia Europeană, AMECO, previziuni Banca Transilvania

structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.8	62.7
Consum public	14.1	13.6	14.2
Investiții productive	24.3	24.7	23.0
Exporturi	41.2	41.0	41.3
Importuri	41.6	41.6	42.2

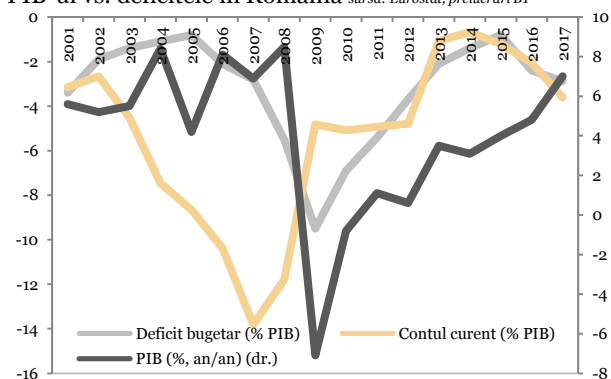
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T4-2017	6.90	-
rata inflației IPC	Ian-2018	4.32	-
rata șomajului	Dec-2017	-	4.60
rata dobânzii de politică monetară	din o8-Feb-2018	-	2.25

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

PMI Compozit vs. MSCI Global sursa: Bloomberg



PIB-ul vs. deficitele în România sursa: Eurostat, prelucrări BT



calendar macroeconomic februarie 2018

instituție	data	indicator
BNR	1 Feb	Rezervele internaționale (Ian)
INS	2 Feb	Turismul (Dec)
INS	5 Feb	Comerțul cu amănuntul (Dec)
BNR	7 Feb	Ședința de politică monetară
INS	9 Feb	Comenzile noi în industrie (Dec)
INS	9 Feb	Comerțul internațional cu bunuri (Dec)
INS	9 Feb	Salariul mediu net (Dec)
INS	10 Feb	Locurile de muncă vacante (T4 2017)
INS	12 Feb	Producția industrială (Dec)
BNR	13 Feb	Balanța de plăți (Dec)
INS	14 Feb	Dinamica PIB (T4 2017, P)
INS	14 Feb	Inflația (Ian)
INS	14 Feb	Sectorul de construcții (Dec)
BNR	23 Feb	Indicatorii monetari (Ian)
INS	28 Feb	Autorizații construcții rezidențiale (Ian)

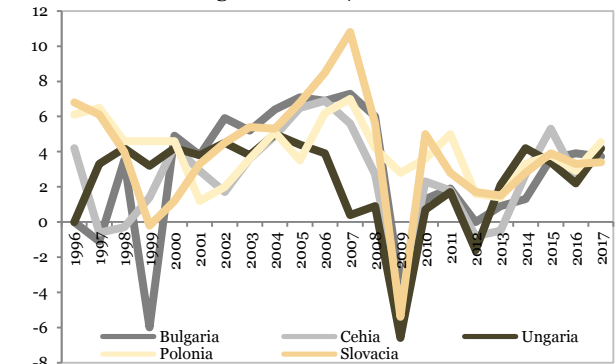
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

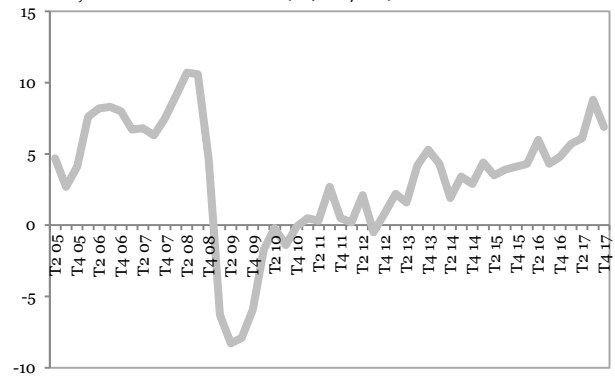
ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Estimările preliminare comunicate de Institutul Național de Statistică (INS) la jumătatea lunii februarie indică decelerarea economiei României în ultimul trimestru din 2017, pe fondul temperării cererii interne și deteriorării cererii externe nete.
- Astfel, PIB-ul a crescut cu un ritm trimestrial de 0.6% în T4 2017, în decelerare de la 2.4% în T3 și, totodată, cea mai slabă dinamică din T3 2016.
- Dinamica anuală a economiei s-a temperat de la 8.8% în T3 la 6.9% în T4 2017.
- În 2017 România a crescut cu 7% an/an, cel mai bun ritm din 2008, într-o evoluție influențată de climatul macroeconomic favorabil din Zona Euro (principalul partener economic) și de mix-ul relaxat (fără precedent) de politici economice pe plan intern.
- Din perspectiva ritmului de creștere economică, anul trecut România a fost lider în regiune (după cum se poate observa în graficele alăturate) și s-a situat pe primele poziții în plan european și în sfera globală.
- INS va comunica estimările provizorii (1) privind dinamica PIB-ului și componentelor la începutul lunii martie.
- Accelerarea economiei României anul trecut a fost determinată, în principal, de contribuția cererii interne. Se evidențiază creșterea consumului privat (principala componentă a PIB) cu cel mai bun ritm din 2008, date fiind: ameliorarea venitului real disponibil al populației, climatul pozitiv din piața creditului (susținut și de nivelul scăzut al ratelor reale de dobândă) și efectul de avuție (în contextul majorării prețurilor activelor imobiliare și financiare). Astfel, datele INS indică majorarea volumului vânzărilor din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat) cu 10.7% an/an în 2017.
- Totodată, investițiile productive s-au reluat anul trecut, pe fondul impulsului exporturilor (dată fiind ameliorarea climatului economic din Zona Euro – creștere în 2017 cu cel mai bun ritm din 2007) și accelerării consumului intern, într-un context caracterizat prin nivelul redus al costurilor reale de finanțare. Dinamizarea investițiilor productive este confirmată de accelerarea producției industriale la 8.2% an/an în 2017, cel mai bun ritm din 2007.
- De asemenea, consumul public a avut o contribuție pozitivă la dinamica anuală a economiei în 2017, pe fondul implementării de politici fiscal-bugetare și de venituri relaxate. Statisticile Ministerului de Finanțe indică majorarea cheltuielilor bugetare cu 14% an/an la 276.1 miliarde RON în 2017.
- Pe de altă parte, cererea externă netă s-a deteriorat în 2017, dat fiind că importurile au crescut cu un ritm mai puternic față de exporturi, în contextul accelerării cererii interne, pe fondul mix-ului relaxat de politici economice. Astfel, conform statisticilor Băncii Naționale a României (BNR) deficitul balanței comerciale cu bunuri și servicii s-a intensificat cu 165.6% an/an la 4.1 miliarde EUR anul trecut.
- Subliniem însă faptul că dinamica economiei interne din ultimele trimestre nu este sustenabilă, dată fiind deteriorarea echilibrelor macroeconomice (ponderea deficitelor gemene în PIB a revenit în 2017 spre nivelul maxim din 2012).
- Totodată, creșterea economică nu a fost uniform distribuită din perspectiva sectorială, notându-se divergențe dintre avansul sectorului primar cu un ritm de două cifre și declinul sectorului de construcții (pentru al doilea an consecutiv, cu 5.4% an/an) (după cum se poate observa în ultimul grafic din partea dreaptă).

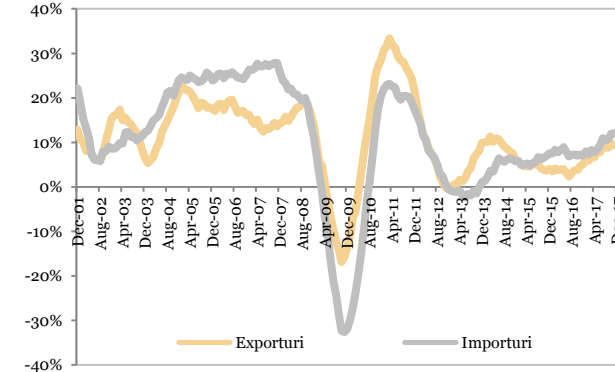
dinamica PIB în regiune (% an/an) sursa: Eurostat, prelucrări BT



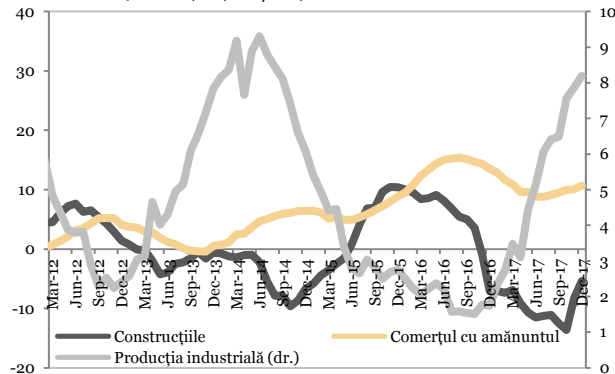
evoluția PIB în România (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



exporturile vs. importurile de bunuri în România (MA12, % an/an) sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT



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



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Conform datelor INS climatul pozitiv din piața forței de muncă s-a consolidat la finalul anului 2017, într-o evoluție influențată de ciclul investițional post-criză, migrația populației active și diminuarea economiei informale.
- Numărul de șomeri (15-74 ani) a scăzut cu 1.9% lună/lună și cu 11.9% an/an, la 434.6 mii în decembrie (cel mai mic nivel din ultimele decenii).
- Rata șomajului s-a redus de la 4.7% în noiembrie la 4.6% în decembrie (minimul din anii 1990). Rata șomajului la bărbați s-a diminuat cu 0.2 puncte procentuale lună/lună la 5.4% în decembrie. De asemenea, rata șomajului la femei a scăzut de la 3.7% în noiembrie la 3.6% în decembrie.
- Astfel, în 2017 numărul mediu de șomeri s-a diminuat cu 13.8% an/an.
- Rata medie anuală a șomajului s-a redus cu 0.9 puncte procentuale an/an la 5% (minimul din anii 1990), cu următoarea distribuție: 5.7% la bărbați (în atenuare cu 0.8 puncte procentuale an/an) și 4% la femei (în diminuare cu un punct procentual an/an).
- Conform estimările econometrice elaborate (și prezentate în al doilea grafic alăturat) rata șomajului a înregistrat un nivel inferior componentei structurale în ultimele luni, evoluție care confirmă climatul favorabil din sfera pieței forței de muncă, influențat de ciclul investițional post-criză, migrația populației active și reducerea ponderii economiei informale.
- Factorii de mai sus au contrabalansat majorările de costuri (salariale și de finanțare), dar și intensificarea provocărilor la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu.

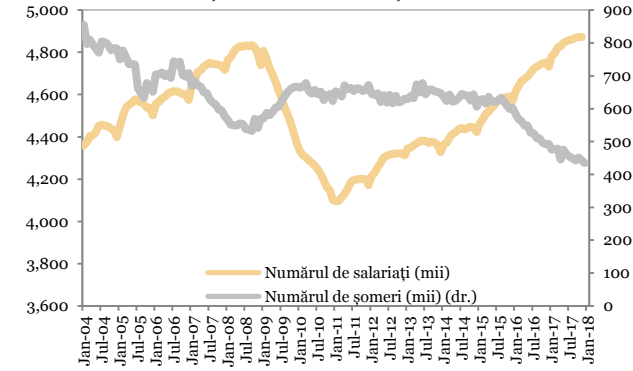
ECONOMIA FINANCIARĂ

- Evoluțiile din piețele financiare internaționale și știrile interne s-au resimțit pe piața financiară în prima lună a anului curent.

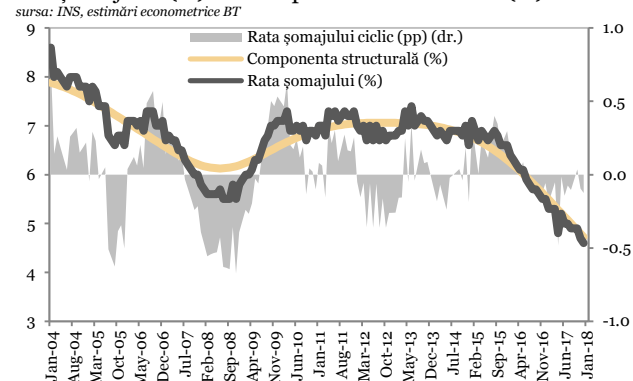
PREȚURILE DE CONSUM

- Conform INS prețurile de consum au crescut pentru a cincea lună consecutiv în ianuarie, cu o dinamică lunară în accelerare la 0.78%, în contextul majorării cotațiilor internaționale la țiței, deprecierea monedei naționale și liberalizării prețurilor la energie.
- Prețurile la bunuri alimentare (33.2% din coșul de consum) au urcat cu 0.64% lună/lună în ianuarie, notându-se majorările de prețuri la legume / conserve din legume și la fructe / conserve din fructe cu dinamici lunare de 2.58%, respectiv 2.78%.
- De asemenea, prețurile la mărfuri nealimentare (46% din coșul de consum) au consemnat o creștere lunară de 1.08% în ianuarie. Această evoluție a fost determinată de majorările de prețuri la combustibili (cu 2.42% lună/lună) și energie electrică, gaze și încălzire centrală (cu 2.77% lună/lună), pe fondul creșterii cotațiilor internaționale la țiței, deprecierea RON și liberalizării prețurilor la energie.
- Totodată, tarifele la servicii (20.9% din coșul de consum) s-au majorat cu 0.32% lună/lună în ianuarie, notându-se creșterile de prețuri la poșta și telecomunicații, îngrijire medicală, transport interurban și igienă / cosmetică cu ritmuri lunare de 0.27%, 0.51%, 0.55%, respectiv 0.58%, evoluții influențate și de deprecierea monedei naționale.
- În dinamică an/an inflația a accelerat de la 3.32% în decembrie la 4.32% în ianuarie (cel mai ridicat nivel din iulie 2013).
- Această evoluție a fost determinată de accelerarea dinamicii anuale a prețurilor la mărfuri nealimentare de la 4.11% în decembrie la 6.23% în ianuarie (cel mai ridicat nivel din iunie 2011).
- Totodată, tarifele la servicii au crescut cu 0.9% an/an în ianuarie, nivelul maxim din decembrie 2015.
- Pe de altă parte, dinamica anuală a prețurilor la produse alimentare s-a temperat de la 4.07% în decembrie la 3.79% în ianuarie.
- Considerăm că în ianuarie evoluția prețurilor de consum a fost influențată de o serie de factori: evoluția economiei la un ritm peste potențial, liberalizarea prețurilor la energie, majorarea cotațiilor internaționale la țiței și deprecierea monedei naționale.

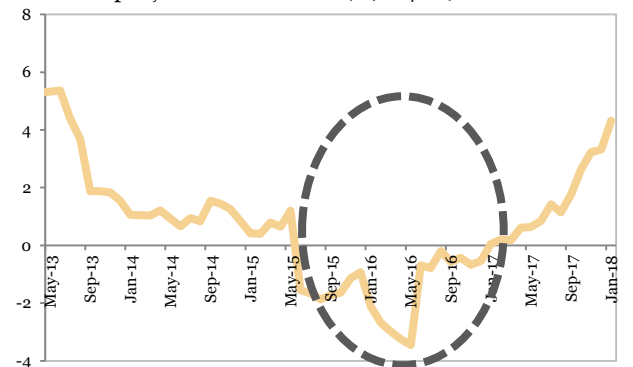
numărul de salariați vs. numărul de șomeri (mii) sursa: INS



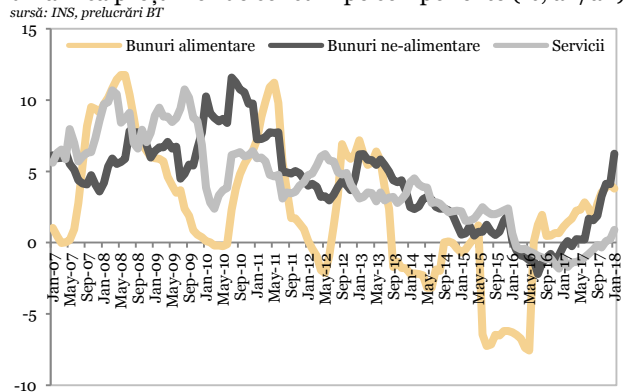
rata șomajului (%) vs. componenta structurală (%)



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



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



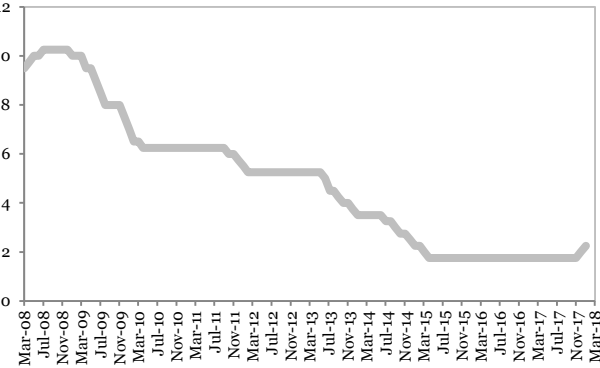
POLITICA MONETARĂ

- La prima ședință de politică monetară din acest an Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a României (BNR) a hotărât majorarea ratei de dobândă de politică monetară de la 1.75% la 2.00%, decizie în linie cu așteptările noastre.
- De asemenea, instituția a decis menținerea coridorului simetric (format din ratele de dobândă la facilitățile permanente în jurul ratei de dobândă de politică monetară) la un punct procentual, precum și a nivelului ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%.
- Decizia privind creșterea ratei de dobândă de politică monetară a fost determinată de necesitatea ancorării așteptărilor inflaționiste pe termen mediu, date fiind accelerarea inflației și poziționarea peste previziunile băncii centrale (după cum rezultă și din analiza economică sintetizată în cadrul comunicatului ședinței).
- Traectoria ascendentă a inflației din ultima perioadă a fost determinată, în principal, de factorii din sfera ofertei (creșterea tarifelor la energie electrică, reintroducerea accizei suplimentare la carburanți și majorarea cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime).
- În cadrul analizei economice BNR evidențiază și intensificarea inflației core (bază), evoluție influențată de dinamica economiei la un ritm peste potențial, majorarea costurilor salariale unitare și deprecierea cursului de schimb al RON.
- De asemenea, analiza economică a băncii centrale observă și accelerarea economiei (ritm peste potențial și peste previziunile BNR), într-o evoluție determinată de avântul consumului și de redinamizarea investițiilor productive.
- În ceea ce privește analiza monetară Comunicatul ședinței BNR evidențiază o atenuare a caracterului acomodativ în ultimul trimestru din 2017, dată fiind majorarea ratelor de dobândă pe piața interbancară.
- Nu în ultimul rând, BNR atrage atenția cu privire la riscurile la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu, determinate de: factorii din sfera ofertei, evoluția economiei la un ritm peste potențial, efectele de bază asociate reducerilor și eliminărilor de impozite indirecte și scăderilor de prețuri administrate; conduita politicii fiscal-bugetare și a politicii de venituri; volatilitatea cotațiilor internaționale la țiței.
- În acest context, BNR a semnalat continuarea ciclului monetar post-criză într-o manieră graduală pe termen mediu.
- De altfel, la a doua ședință de politică monetară din 2018 BNR a revizuit scenariul macroeconomic central pe termen mediu (majorând prognoza de inflație pe finalul acestui an, de la 3.2% la 3.5%) și a decis creșterea ratei de dobândă de referință de la 2.00% la 2.25%.

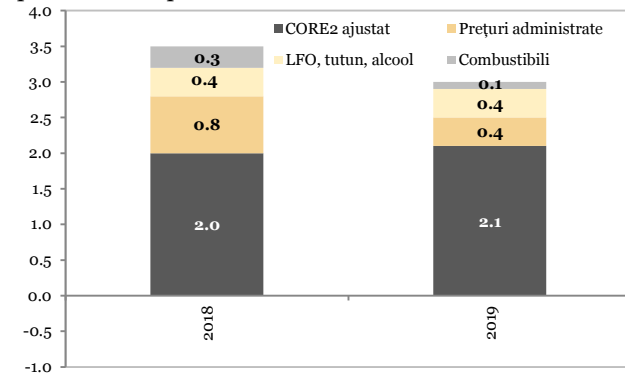
PIAȚA MONETARĂ

- În sfera pieței monetare ratele de dobândă au înregistrat evoluții divergente în luna ianuarie, semnalele de politică monetară fiind contrabalansate de excesul de lichiditate (în ianuarie BNR nu a mai derulat operațiuni REPO, după trei luni la rând, în care volumul cumulată al acestora s-a situat la 43.7 miliarde RON).
- Astfel, la final de ianuarie 2018 nivelurile ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, nouă luni și 12 luni s-au situat la 1.14%, 1.14%, 2.32%, respectiv 2.35%, în urcare cu 5%, 3%, 1%, respectiv 1% față de valorile de la sfârșit de decembrie. Pe de altă parte, nivelurile ROBOR la o săptămână, o lună, trei luni și șase luni la finalul lunii ianuarie au fost 1.21%, 1.50%, 1.97%, respectiv 2.25%, în atenuare cu 2%, 20%, 4%, respectiv 1% comparativ cu valorile de la finele anului 2017.
- Între final de ianuarie 2017 și sfârșit de ianuarie 2018 ROBOR a crescut în medie cu 96 puncte bază, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele trei-12 luni.
- Nu în ultimul rând, valorile medii lunare ROBOR au consemnat creșteri importante în ianuarie (în medie cu 129% an/an), mai pronunțate pe scadențele foarte scurte, pe fondul impulsului de politică monetară.

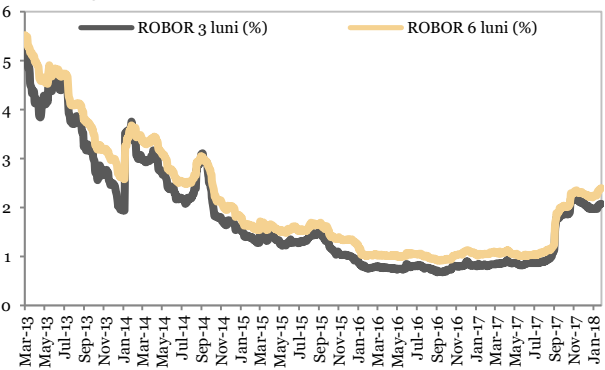
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



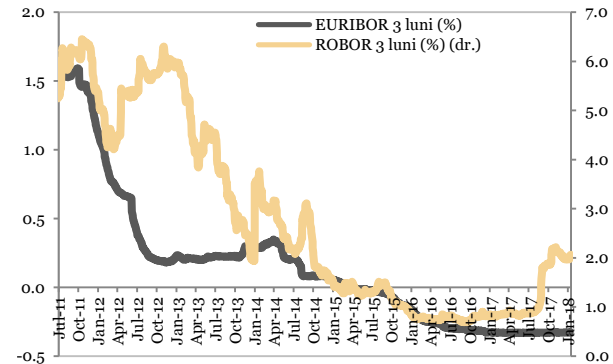
prețurile de consum an/an (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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



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



PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- **Curba randamentelor** din România s-a deplasat în sus pe scadențele medii și lungi în ianuarie, evoluție convergentă cu cele din piețele globale de titluri de stat, la care au contribuit și factorii interni (inclusiv intensificarea presiunilor inflaționiste).
- În SUA indicatorii economici avansați și comenzile de bunuri de folosință îndelungată au accelerat în decembrie. Totodată, primele estimări indică accelerarea ritmului de creștere economică la 2.3% în 2017, pe fondul dinamizării investițiilor productive (4% an/an). De asemenea, pe piața forței de muncă climatul pozitiv s-a consolidat recent, rata șomajului poziționându-se la minimul din 2000. Nu în ultimul rând, la prima ședință de politică monetară din 2018 FED a menținut rata de dobândă la (1.25%-1.50%), dar a semnalat noi majorări pe termen scurt. Perspectivele de continuare a ciclului economic post-criză și de accelerare a inflației pe termen scurt, coroborate cu intensificarea percepției de risc investițional pe final de lună au determinat majorarea ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani între final de decembrie și sfârșit de ianuarie cu 12.8% la 2.71%. În ianuarie indicatorul a înregistrat o medie de 2.59%, în urcare cu 7.9% față de cea din decembrie.
- La nivelul Zonei Euro evoluțiile macroeconomice recente exprimă premise de consolidare a climatului favorabil, după ce PIB-ul a crescut în 2017 cu 2.5% an/an, cel mai bun ritm din 2007. Indicatorul PMI Compozit a înregistrat în ianuarie maximumul din 2006, iar climatul din piața forței de muncă s-a consolidat în decembrie: numărul șomerilor în diminuare cu 0.9% lună/lună și cu 9.8% an/an, la 14.1 milioane. Pe de altă parte, persistența inflației la un nivel redus a determinat BCE să semnaleze (la prima ședință din 2018) o probabilitate scăzută ca ratele de dobândă să fie majorate în acest an. Aceste evoluții coroborate cu cele din piețele globale au condus la creșterea ratei de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani cu 63.2% între final de decembrie și sfârșit de ianuarie, la 0.70%. În ianuarie indicatorul a înregistrat un nivel mediu de 0.55%, în urcare cu 59.2% față de cel din decembrie.
- În România indicatorii avansați s-au deteriorat în ianuarie, exprimând premise de decelerare pe termen scurt și mediu, după accelerarea din 2017 (ritm de 7% an/an, cel mai ridicat din 2007). Se menționează în acest context acumularea de semnle de maturitate pe piața auto, piața imobiliară și piața forței de muncă. Pe de altă parte, BNR a început să majoreze rata de dobândă de politică monetară, pentru a contracara intensificarea presiunilor inflaționiste. Nu în ultimul rând, datele preliminare indică menținerea raportului deficit bugetar / PIB sub pragul de 3% în 2017, concomitent cu o reluare a investițiilor publice la finalul anului trecut. Aceste evoluții coroborate cu cele din piețele internaționale de titluri de stat au condus la majorarea ratei de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani cu 2.8% la 4.44% între final de decembrie și sfârșit de ianuarie. Ca medie lunară acest indicator s-a ajustat însă cu 1.9% față de decembrie, la 4.30% în ianuarie.
- În ianuarie 2018 Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 3.4 miliarde RON prin titluri pe piața internă, un volum cu 31% inferior celui programat. Statul a lansat și emisiuni de obligațiuni pe piețele externe, cu scadențe la 12 ani (750 milioane EUR) și 20 de ani (1.25 miliarde EUR), la costuri medii anuale de 2.585%, respectiv 3.45%.

PIAȚA VALUTARĂ

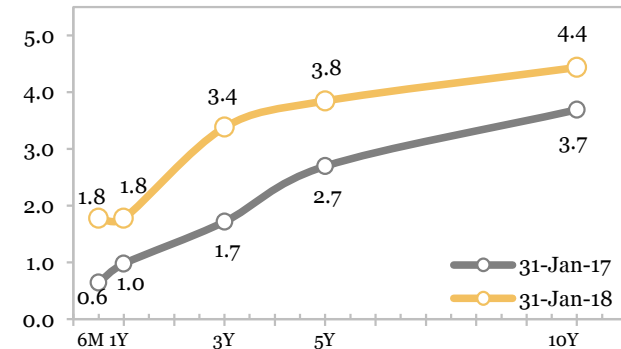
- La BNR EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.6256-4.6679) în ianuarie, continuând tendința ascendentă (spre noi maxime istorice), pe fondul climatului din piețele externe și factorilor interni (deteriorarea echilibrelor macroeconomice, acumularea de provocări la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu).
- La final de ianuarie EUR/RON s-a situat la 4.6582, în scădere cu 0.03% raportat la nivelul de final de decembrie, dar în urcare cu 3.43% an/an.
- În prima lună din 2018 cursul EUR/RON a înregistrat un nivel mediu de 4.65 (maxim istoric), în creștere cu un ritm lunar de 0.30% și cu 3.30% an/an.

PIAȚA BURSIERĂ

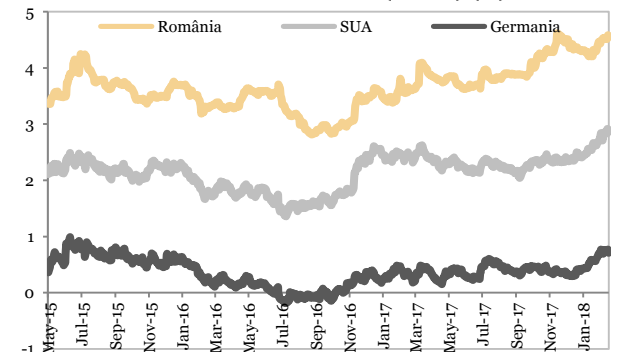
- Piața de acțiuni a revenit pe creștere în ianuarie, după corecțiile înregistrate pe parcursul a cinci luni consecutiv. Această evoluție a fost determinată, în principal, de unda de optimism din piețele financiare internaționale.
- Indicele BET s-a situat la 8,370.5 puncte la final de ianuarie, în creștere cu 8% ytd.
- În prima lună a anului indicele S&P 500 din SUA a urcat cu 5.6% la 2,823.8 puncte, iar indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 a crescut cu 1.6% la 395.5 puncte.
- Subliniem însă faptul că pe finalul lunii ianuarie s-a declanșat o undă de corecții pe piețele internaționale de acțiuni, pe fondul semnalelor de accelerare a inflației, cu impact asupra perspectivelor privind politica monetară pe termen scurt (probabilitatea ca FED să majoreze mai agresiv rata de dobândă de referință).

licitații M. Finanțe (ianuarie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1320DBN022	490	29-Apr-2020	3.11
RO1227DBN011	585	26-Iul-2027	4.25
RO1722DBN045	575	08-Mar-2022	3.80
RO1821DBN052	770	27-Oct-2021	3.63
RO1823DBN025	500	28-Iun-2023	4.00
RO1720DBN072	500	26-Oct-2020	3.40

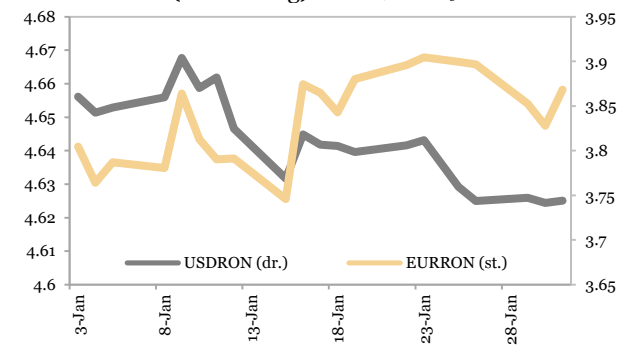
curba randamentelor (%) sursa: BNR



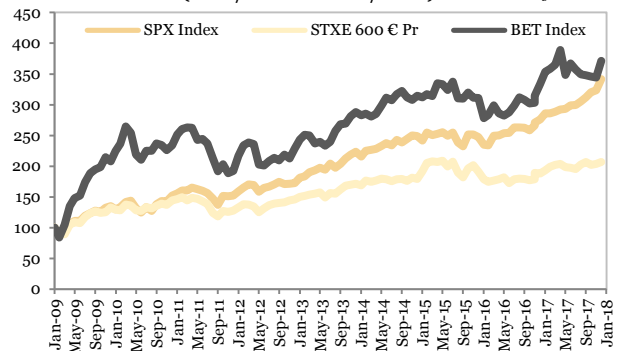
ratele de dobândă la titlurile de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: BNR, Bloomberg



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



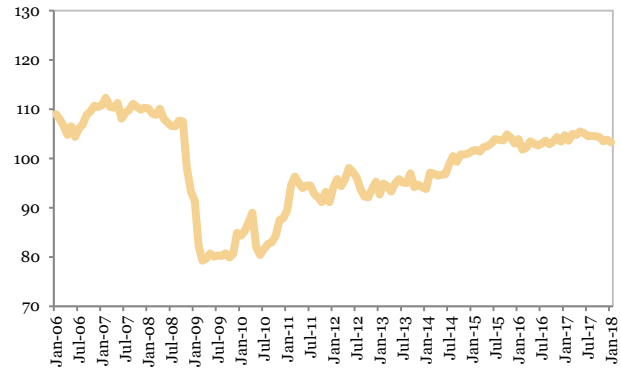
SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

ECONOMIA REALĂ

- Menținem previziunile pe termen mediu privind dinamica PIB-ului și componentelor, dat fiind că evoluțiile macro-financiare recente (globale, europene și interne) au confirmat, în linii mari, așteptările noastre.
- Vom revizui scenariul macroeconomic central pe termen mediu pentru economia României după încorporarea estimărilor provizorii privind dinamica PIB-ului și componentelor din 2017 (acestea vor fi comunicate de INS în luna martie).
- Conform previziunilor actuale dinamica anuală a PIB-ului României s-ar putea tempera pe termen mediu, după accelerarea la 7% an/an din 2017 (cea mai bună evoluție din 2007), la care a contribuit și mix-ul relaxat (fără precedent) de politici economice.
- Astfel, economia internă ar putea crește cu ritmuri anuale de 4.2% în 2018, 3.3% în 2019, respectiv 3.1% în 2020.
- Cu alte cuvinte, ne așteptăm la decelerarea economiei României în trimestrele următoare, în convergență spre ritmul potențial, aspect reflectat și de deteriorarea indicatorilor avansați (după cum se poate observa în primul grafic alăturat, indicatorul de încredere în economie a scăzut în ianuarie spre minimumul din toamna 2016).
- Acest scenariu este susținut de maturitatea ciclului economic post-criză (global și european) și de rebalansarea politicii economice pe plan intern, cu impact asupra costurilor de finanțare.
- Pentru consumul privat (principală componentă a PIB) previzionăm creștere cu ritmuri medii anuale de 5.3% în 2018 și 4.1% în 2019 și 2020 (cel mai redus din 2013), pe fondul decelerării dinamicii anuale a venitului real disponibil al populației, majorării graduale a costurilor de finanțare și perspectivelor de inflexiune pe piața imobiliară și pe piața financiară.
- Ne așteptăm și la creșterea lentă a investițiilor productive (ritmuri medii anuale de 3.7% în 2018, 3.2% în 2019, respectiv 1.9% în 2020), evoluție influențată de climatul pozitiv din Zona Euro (principalul partener economic), nivelul accesibil al costurilor reale de finanțare și perspectiva ameliorării investițiilor publice în contextul organizării Centenarului și Euro 2020.
- În ceea ce privește consumul public ne așteptăm la o decelerare a dinamicii anuale pe termen mediu (1.7% în 2018, 1.5% în 2019 și 1.9% în 2020), date fiind nivelul ridicat al deficitului bugetar (și perspectiva implementării de măsuri de consolidare) și majorarea costurilor de finanțare.
- Pe de altă parte, continuăm să previzionăm că importurile vor prezenta o performanță superioară exporturilor în intervalul 2018-2020 (ritmuri medii anuale de 6.2%, respectiv 5.8%). Altfel spus, nu ne așteptăm la o ameliorare a contribuției cererii externe nete la dinamica anuală a PIB pe termen mediu.
- La nivelul pieței forței de muncă previzionăm consolidarea climatului pozitiv pe termen scurt, cu perspectiva de inflexiune (schimbare de tendință, de la ameliorare la deteriorare) în 2019, pe fondul maturității ciclului economic post-criză și ajustărilor din sfera politicii economice. Astfel, componenta structurală a ratei șomajului ar putea înregistra un nivel mediu de 4.7% în 2018 și 2019, urmând să crească la 5% în 2020, aspect reflectat și în ultimul grafic din partea dreaptă.
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu macroeconomic central menționăm: climatul macro-financiar internațional (Statele Unite, Zona Euro, China); mix-ul intern de politici economice, acumularea de tensiuni și incertitudini privind stabilitatea macro-financiară pe termen mediu; tensiunile geo-politice.

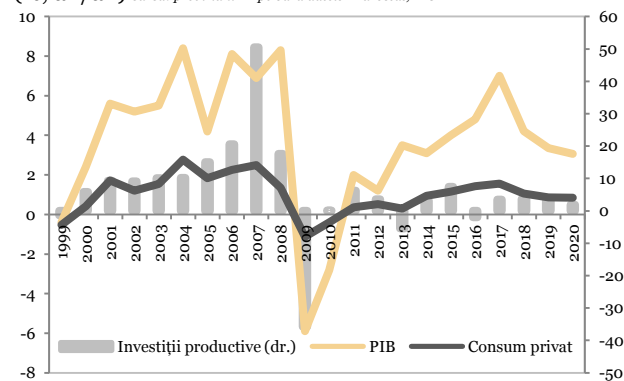
indicatorul de încredere în economie (puncte)

sursa: Comisia Europeană



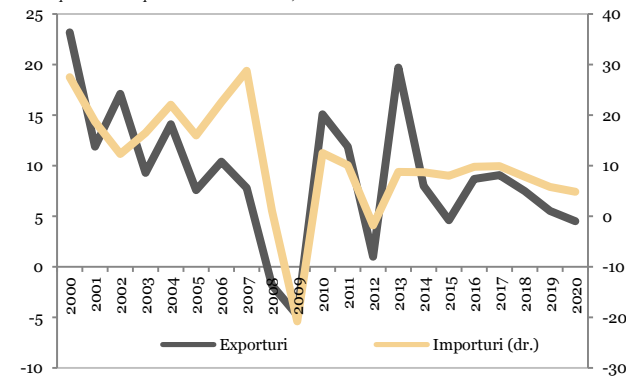
PIB-ul, consumul privat și investițiile productive

(%, an/an) sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS

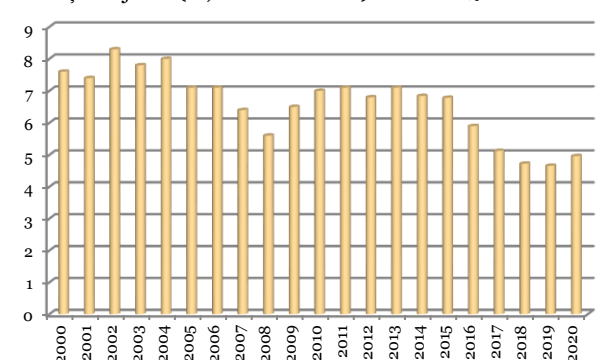


exporturile vs. importurile (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



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

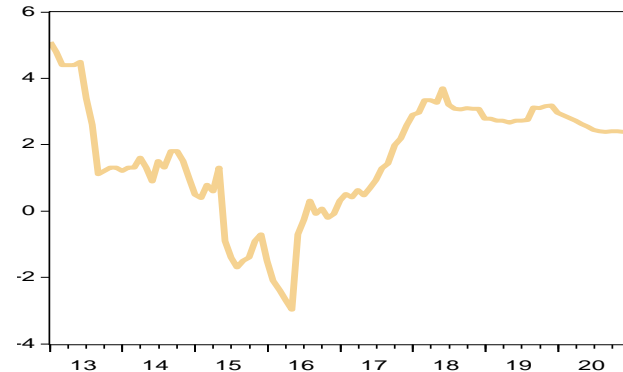


ECONOMIA FINANCIARĂ

- Am actualizat previziunile privind dinamica indicatorilor din economia financiară pe termen mediu, prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale, europene și interne).
- Astfel, am revizuit în sus prognoza pentru inflația medie anuală (pe indicele armonizat UE) pe 2018, de la 3.1% la 3.2%. Cu toate acestea, am menținut previziunile privind dinamica medie anuală a prețurilor de consum în 2019 (la 2.9% an/an) și 2020 (la 2.6% an/an).
- Perspectivile privind accelerarea inflației și acumularea de dezechilibre macroeconomice pe termen scurt exprimă premise de continuare a ciclului monetar post-criză de către Banca Națională a României.
- În scenariul central nu excludem posibilitatea ca BNR să majoreze rata de dobândă de referință până la 3.50% la final de 2018, respectiv 3.75% la finele anului 2019.
- Pe de altă parte, previzionăm că banca centrală ar putea reduce rata de dobândă de politică monetară în 2020, la 3.25%, pe fondul decelerării inflației și maturității ciclului economic post-criză.
- Impulsul monetar și deteriorarea echilibrului macroeconomic pe plan intern, aspecte coroborate cu perspectivele de consolidare a tendinței ascendente pentru costurile de finanțare în plan global (în SUA a crescut probabilitatea ca FED să intensifice ciclul monetar post-criză în trimestrele următoare) sunt factori care exprimă premise de continuare a procesului de majorare a ratelor de dobândă la titlurile de stat.
- Astfel, conform scenariului macroeconomic central revizuit rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani ar putea urca de la 3.9% în 2017 la 5.1% în 2018, 5.4% în 2019, evoluție urmată de o ajustare la 4.5% în 2020.
- În februarie Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă în volum de 3.5 miliarde RON (din care 500 milioane RON prin certificate pe 12 luni).
- În ceea ce privește piața valutară continuăm să ne așteptăm la o tendință de creștere a cursului EUR/RON în trimestrele următoare. Previziunile actualizate indică valori medii anuale pentru EUR/RON de 4.68 în 2018, 4.70 în 2019, respectiv 4.69 în 2020.
- Printre factorii de risc a căror intensificare ar putea determina abateri de la acest scenariu central menționăm: evoluția percepției de risc pe piețele financiare globale și europene, cu impact asupra direcției fluxurilor de capital adresate economiilor emergente; mix-ul de politici economice din Statele Unite, Zona Euro, China; evoluțiile din piețele internaționale de materii prime; climatul geo-politic global și regional; deciziile de politică economică, tensiunile din spațiul public, deteriorarea echilibrului macroeconomic și tergiversarea reformelor structurale pe plan intern.

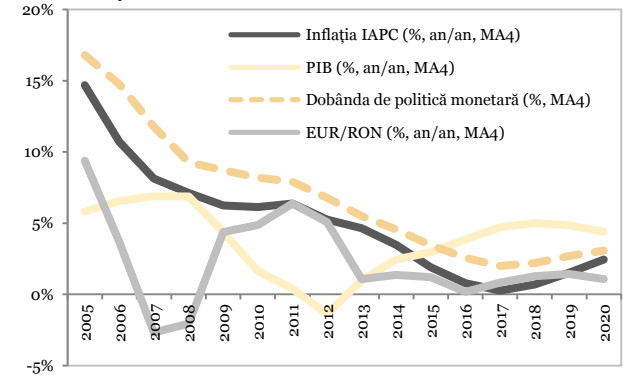
previziunile pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (februarie) sursa: M. Finanțe	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
01-Feb-2018	460	Titluri	27-Oct-2021
05-Feb-2018	460	Titluri	19-Dec-2022
08-Feb-2018	345	Titluri	29-Apr-2024
12-Feb-2018	500	Certificate	13-Feb-2019
12-Feb-2018	115	Titluri	24-Sep-2031
15-Feb-2018	460	Titluri	28-Iun-2023
19-Feb-2018	575	Titluri	26-Oct-2020
22-Feb-2018	345	Titluri	26-Apr-2023
26-Feb-2018	230	Titluri	26-Iul-2027

licitații M. Finanțe (februarie) sursa: M. Finanțe	Valoare (mil. EUR)	Instrument	Maturitate
14-Feb-2018	200	Titluri	26-Feb-2021

titluri de stat în circulație sursa: BNR	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1718CTNoD1	806.4		Aug-18
RO1718CTNo27	512.2		Feb-19
RO1720DBNo72	2,375.0	2.30	Oct-20
RO1722DBNo45	4,604.0	3.40	Mar-22
RO1227DBNo11	8,649.2	5.80	Iul-27

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania	Min	Medie	Max	Mediana
2017	4.4888	4.57	4.6597	4.57
2018	4.5692	4.68	4.7303	4.68
2019	4.5683	4.70	4.7388	4.71
2020	4.5427	4.69	4.7621	4.70

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)0371.525.065 | (+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 [accesează AICI](#)
- depozite – persoane juridice [accesează AICI](#)
- cursuri case de schimb [accesează AICI](#)
- titluri de stat și operațiuni REPO [accesează AICI](#)

- tranzacționare online pe bursele din București și Viena [accesează AICI](#)
- credite marjă [accesează AICI](#)
- administrare discreționară [accesează AICI](#)
- împrumuturi de acțiuni pentru vânzarea în lipsă [accesează AICI](#)

- fonduri de venit fix în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
- fonduri mixte (max. 20% acțiuni) [accesează AICI](#)
- fonduri de acțiuni (indice sau fără reper) în lei sau euro [LEI sau EUR](#)

- finanțări rapide către persoane fizice, credite de consum pentru nevoi personale sau pentru achiziții în rate în locațiile comercianților parteneri [accesează AICI](#)

- acces rapid și simplificat la suport financiar în vederea achiziției de bunuri de folosință îndelungată; se adresează persoanelor juridice, companii mici, mijlocii și corporate [accesează AICI](#)

- soluții de finanțare și management pentru folosința autovehiculelor, împreună cu administrarea externalizată a tuturor operațiunilor de care depinde funcționarea flotei auto [accesează AICI](#)

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

LIMITAREA RĂSPUNDERII

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

Rapoartele de analiză emise de Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale au un caracter pur informativ, nefiind concepute/prevăzute cu scopul utilizării ca instrumente auxiliare în procesul de luare a deciziilor de investiții și nici cu scopul utilizării acestora în orice etapă a prestării unor servicii sau activități de investiții. Orice persoană care înțelege să folosească aceste rapoarte de analiză în procesul de luare a deciziilor de investiții precum și utilizarea acestora în orice etapă a prestării unor servicii sau activități de investiții își asumă în mod expres toate riscurile aferente. Banca Transilvania neavând nici o obligație legală sau de orice altă natură față de persoana în discuție ce ar deriva din publicarea acestor rapoarte de analiză. Cu alte cuvinte, **analizele publicate de Banca Transilvania sau oricare dintre subsidiarele sale nu trebuie interpretate ca: a) Ofertă de vânzare/subscriere sau orice alt serviciu sau activitate de investiții cu privire la instrumente financiare menționate în rapoarte; b) Element de reclamă pentru instrumentele financiare menționate în rapoarte.** Pentru a evita orice confuzie, persoanele care se abonează prin introducerea e-mailului pe adresa web <https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/> în vederea abonării la aceste rapoarte nu sunt considerate ca fiind clienți ai Băncii Transilvania și/sau ai Subsidiarelor sale, iar abonarea nu reprezintă un contract de orice natură (inclusiv de prestare de servicii financiare). În acest sens subliniem că Banca Transilvania și/sau Subsidiarele sale nu solicită informații de natură datelor cu caracter personal de la persoanele menționate mai sus în afara e-mail-ului care va fi utilizat pentru comunicarea acestor rapoarte.

Informațiile care stau la baza acestor rapoarte au fost obținute din surse publice, considerate, în limita datelor disponibile publice, relevante și de încredere cum ar fi: Institute de Statistică, Bănci Centrale, Agenții Financiare & Organizații Interne și Internaționale, etc. Lista de mai sus nu este exhaustivă, Banca Transilvania având dreptul să modifice în orice moment și fără un preaviz prealabil sursele publice utilizate. Atragem însă atenția cu privire la faptul că acuratețea/corectitudinea acestor informații din surse publice nu poate fi verificată, atestată 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. Rapoartele emise pot să nu coincidă cu poziția tuturor societăților 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 naționale și internaționale. Rapoartele de analiză nu conțin și/sau nu sunt fundamentate pe date care pot să fie considerate informații privilegiate în sensul legii aplicabile, Banca Transilvania respectând în totalitate cerințele legale privind gestiunea informației privilegiate și cele privind prevenirea abuzului de piață.

Atragem atenția cu privire la faptul că rapoartele de analiză prezente nu sunt servicii sau activități de investiții în sensul pachetului legislativ european Mifid II/Mifir astfel încât subliniem că persoanele care folosesc informațiile din prezentele rapoarte nu beneficiază de protecția oferită de cadrul de reglementare menționat mai sus, fiind singurii răspunzători pentru orice potențial prejudiciu rezultat din utilizarea acestei informații. 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). Subliniem că rapoartele de analiză nu reprezintă recomandări individuale și/sau personalizate unei anumite persoane sau grup de persoane de orice natură. Aceste rapoarte nu au fost emise la solicitarea unei terțe părți față de Banca Transilvania și/sau în legătură cu realizarea unei sau mai multor tranzacții cu instrumente financiare. 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 investițiile în sunt asociate factori de risc, care nu sunt totalmente explicitați în rapoarte. Altfel spus, Banca Transilvania și/sau Subsidiarele sale sau orice colaborator nu sunt responsabili pentru niciun fel de pierdere directă și/sau potențială rezultată din utilizarea elementelor publicate în raport.

Rapoartele de analiză emise pot fi modificate ori când fără o notificare prealabilă, Banca Transilvania și/sau Subsidiarele sale rezervându-și dreptul de a întrerupe publicarea fără aviz prealabil.

Remunerarea autorilor rapoartelor de analiză nu este în niciun fel influențată de opiniile exprimate în cadrul Subsidiarelor.

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 <https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/>.