

## Tensiuni comerciale globale vs. provocări interne | 02 iulie 2018

dr. Andrei RĂDULESCU Director Analiză Macroeconomică, Banca Transilvania | andrei.radulescu@btr.ro | (+4)0374.697.575

### Evoluții macroeconomice recente

- Tensiunile comerciale dintre principalele blocuri economice ale lumii s-au intensificat în ultimele săptămâni, cu impact asupra climatului investițional global. Măsurile protecționiste implementate de Administrația Trump au contribuit recent la deprecierea dolarului și la ieșiri de fluxuri de capital din piețele emergente.
- În SUA economia evoluează la un ritm peste potențial, în contextul resimțirii reformei fiscale. Cu toate acestea, se acumulează semnale de maturitate pentru acest ciclu economic, într-o evoluție influențată și de majorarea graduală a costurilor de finanțare.
- În Zona Euro indicatorii macroeconomici avansați au continuat să se deterioreze, iar inflația a accelerat în perioada recentă, evoluții care exprimă premise de decelerare pe termen scurt.
- Pe plan intern ritmul de creștere economică converge spre potențial, dinamică influențată și de rebalansarea politicii economice. Redinamizarea investițiilor publice și nivelul redus al costurilor reale de finanțare sunt factori care contribuie la continuarea ciclului investițional.
- Climatul din piețele financiare globale a fost influențat recent de tensiunile comerciale, știrile macroeconomice, provocările cu care se confruntă integrarea monetară europeană la aniversarea a două decenii și fluctuațiile din piețele internaționale de materii prime. Se observă persistența volatilității, orientarea fluxurilor de capital spre instrumente cu risc redus și o tendință de depreciere a dolarului.

### Scenariul macroeconomic central

- Evoluțiile macro-financiare recente (globale, europene și interne) au confirmat în linia mari scenariul macroeconomic central BT. În acest context menținem previziunile pentru economia reală, o actualizare fiind posibilă după încorporarea estimărilor provizorii (2) privind dinamica PIB-ului și componentelor pe T1 2018 (acestea vor fi comunicate în iulie). Astfel, ne așteptăm la decelerarea ritmului anual de creștere economică de la 6.9% în 2017 la 4.5% în 2018, 3.3% în 2019, respectiv 2.9% în 2020.
- În acest scenariu ciclul investițional va continua, însă cu ritmuri lente: 4.6% în 2018, 3.4% în 2019 și 1.7% în 2020. Totodată, previzionăm normalizarea consumului privat: dinamici anuale de 6.4% în 2018, 5.1% în 2019, respectiv 4.7% în 2020.
- La nivelul economiei financiare continuăm să prognozăm majorarea costurilor de finanțare și deprecierea graduală a RON. Rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat la 10 ani ar putea să crească spre 4.8% în 2018 și 5.3% în 2019, în timp ce cursul mediu anual EUR/RON ar putea înregistra niveluri de 4.68 în 2018 și 4.72 în 2019.
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu menționăm: climatul macro-financiar global și european; mix-ul de politici economice (inclusiv tergiversarea reformelor și asimilării Revoluției Digitale, cu impact pentru dezvoltare) și tensiunile publice interne.

### scenariul macroeconomic central

indicator / an	2016	2017	2018	2019	2020
PIB nominal (miliarde EUR)	169.8	187.9	198.5	209.2	221.0
PIB real (% an/an)	4.8	6.9	4.5	3.3	2.9
Consum privat (% an/an)	7.6	10.1	6.4	5.1	4.7
Investiții productive (% an/an)	-2.0	4.7	4.6	3.4	1.7
Consum public (% an/an)	3.1	0.7	0.5	0.4	0.4
Exporturi (% an/an)	8.7	9.7	7.3	5.1	4.9
Importuri (% an/an)	9.8	11.3	8.3	6.4	5.7
Rata șomajului (%)	5.9	4.9	4.5	4.8	5.4
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	-1.1	1.1	3.6	2.9	2.6
Rata de dobândă de referință (%)	1.75	1.75	3.25	3.25	2.75
Deficit bugetar (% PIB)	3.0	2.9	3.0	3.0	2.5
Datoria publică (% PIB)	37.4	35.0	34.9	35.4	35.5
Contul curent (% PIB)	-2.1	-3.4	-4.0	-4.4	-4.3
Rata de dobândă titluri 10 ani (medie anuală) (%)	3.3	3.9	4.8	5.3	4.8
EUR/RON (medie anuală)	4.49	4.57	4.68	4.72	4.73

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

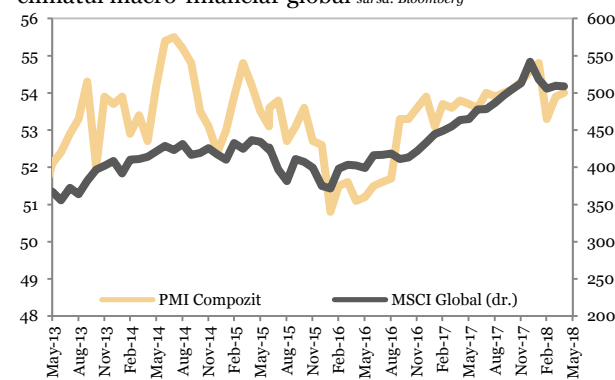
structura PIB	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)
Consum privat	61.8	62.7	62.6
Consum public	13.6	14.2	15.1
Investiții productive	24.7	23.0	22.6
Exporturi	41.0	41.3	41.4
Importuri	41.6	42.2	43.6

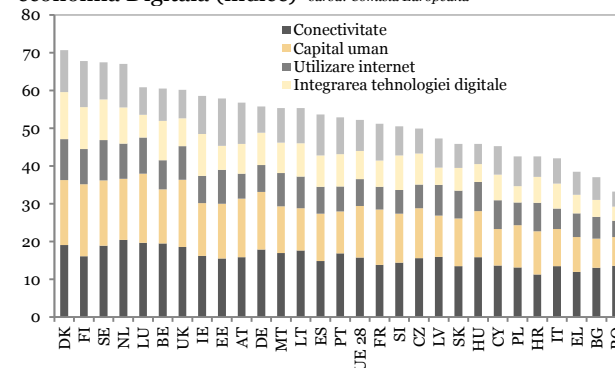
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T1-2018	4.00	-
rata inflației IPC	May-2018	5.41	-
rata șomajului	Apr-2018	-	4.60
rata dobânzii de politică monetară	din o8-May-2018	-	2.50

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

### climatul macro-financiar global sursa: Bloomberg



### economia Digitală (indice) sursa: Comisia Europeană



### calendar macroeconomic iunie 2018

instituție	data	indicator
BNR	4 iunie	Rezervele internaționale (Mai)
INS	5 iunie	Comerțul cu amănuntul (Apr)
INS	5 iunie	Turismul (Apr)
INS	6 iunie	Rata de economisire (2017)
INS	7 iunie	Dinamica PIB (T1 2018)
INS	7 iunie	Investițiile nete în economie (T1 2018)
INS	11 iunie	Salariul mediu net (Apr)
INS	11 iunie	Comerțul internațional cu bunuri (Apr)
INS	12 iunie	Inflația (Mai)
INS	12 iunie	Comenzile noi în industrie (Apr)
INS	12 iunie	Producția industrială (Apr)
BNR	13 iunie	Balanța de plăți (Apr)
INS	14 iunie	Sectorul de construcții (Apr)
BNR	25 iunie	Indicatorii monetari (Mai)
INS	27 iunie	Ocuparea și șomajul (T1 2018)
INS	28 iunie	Tendențele în economie (Iun-Aug)
INS	29 iunie	Autorizațiile de construire (Mai)

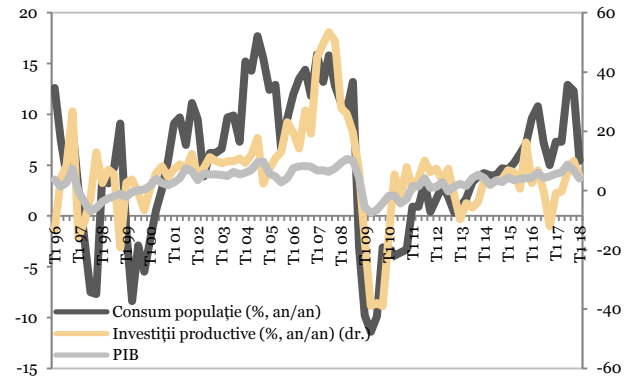
Sursa: INS, BNR

## EVOLUȚII RECENTE

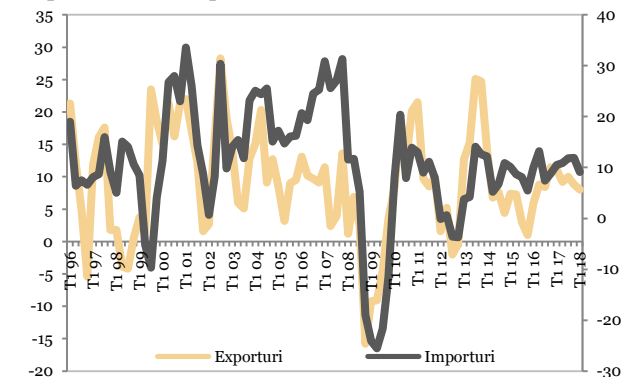
### ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Economia României a stagnat în primul trimestru din 2018 comparativ cu ultimul trimestru din 2017, după cum indică estimările provizorii (1) comunicate de Institutul Național de Statistică (INS) la începutul lunii iunie.
- Ritmul anual de creștere economică s-a temperat de la 6.7% în T4 2017 la 4% în T1 2018, cel mai redus din T3 2015.
- Se evidențiază contribuția cererii interne cu 4.6 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB din primul trimestru al anului curent.
- Consumul populației (principala componentă a PIB) a urcat cu 5.4% an/an, evoluție susținută de majorarea venitului real disponibil și nivelul redus/accesibil al ratelor reale de dobândă. Subliniem însă faptul că este cea mai slabă dinamică a consumului privat din T4 2016, în contextul dispărării impactului Noului Cod Fiscal și accelerării inflației.
- De asemenea, investițiile productive au consemnat un avans de 4.8% an/an, pe fondul redinamizării cheltuielilor de capital ale statului și costurilor reale de finanțare scăzute.
- Totodată, consumul public a crescut cu 2.4% an/an în trimestrul I, în contextul politicilor fiscal-bugetare și de venituri pro-ciclice: componentele individuală și colectivă s-au majorat cu 2.9% an/an, respectiv cu 1.9% an/an.
- Stocurile nu au influențat dinamica anuală a PIB din primele trei luni ale anului.
- Pe de altă parte, importurile au continuat să crească cu o dinamică superioară exporturilor (9.1% an/an vs. 8% an/an) în T1 2018, contribuția cererii externe nete la ritmul anual al economiei fiind nefavorabilă.
- Din perspectiva ofertei agregate, sectorul primar a crescut cu 6.8% an/an în T1.
- Totodată, industria internă a consemnat un avans de 4.4% an/an, pe fondul impulsului exporturilor și redinamizării investițiilor publice.
- Ramura ciclică comerț/reparare auto-moto/transport/depozitare/HORECA a urcat cu 4.1% an/an, evoluție susținută de mix-ul relaxat de politici economice.
- Nu în ultimul rând, componenta IT&C (cea mai dinamică din ciclul post-criză) a încheiat primul trimestru al anului curent cu o creștere de 5.3% an/an.
- Pe de altă parte, construcțiile (sector intensiv în capital și forță de muncă) au scăzut cu 2.2% an/an în T1 2018.
- Pe parcursul ultimelor săptămâni s-au înregistrat evoluții mixte ale indicatorilor macroeconomici pe plan intern. Se evidențiază rezistența investițiilor străine directe la acumularea de tensiuni și provocări: acest indicator a crescut cu aproximativ 25% an/an la 1.5 miliarde EUR în primele patru luni ale anului curent (1.9 miliarde EUR participă la capital și -452 milioane EUR credite intragrup).
- De asemenea, vânzările din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat) au accelerat în aprilie (6.7% an/an, cel mai bun ritm din ianuarie) (creștere cu 6.5% an/an în primele patru luni ale anului).
- Totodată, producția industrială s-a redinamizat în aprilie (3.6% an/an), pe fondul ameliorării componentei prelucrătoare (5.5% an/an). La patru luni din 2018 industria a urcat cu 4.6% an/an.
- Nu în ultimul rând, deficitul balanței comerciale cu bunuri s-a ajustat în aprilie (pentru prima oară din iulie 2016) cu 3.5% an/an la un miliard EUR, pe fondul accelerării exporturilor la 9.7% an/an (ritm superior dinamicii importurilor, de 7.3% an/an).
- Pe de altă parte, construcțiile (sector intensiv în capital și forță de muncă) au continuat să se ajusteze în aprilie, cu 4.1% an/an (declin cu 2.7% an/an în primele patru luni ale anului curent).

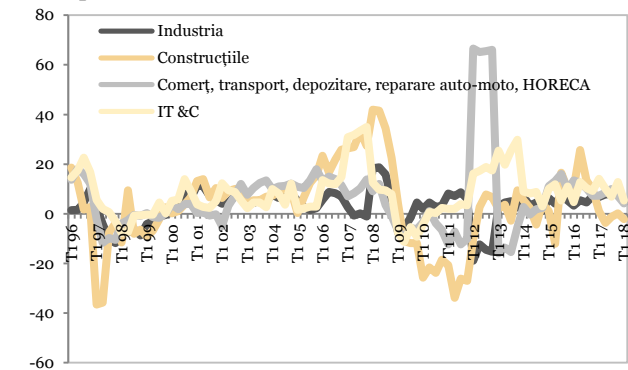
PIB-ul, consumul privat și investițiile productive (% an/an) sursa: Eurostat, INS, prelucrări BT



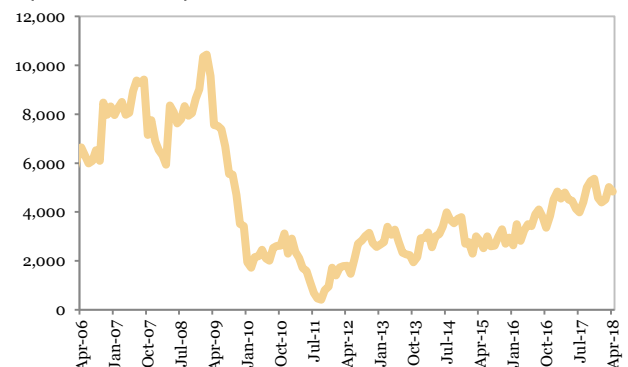
exporturile vs. importurile (% an/an) sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT



VAB pe sectoare (% an/an) sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT



investiții străine directe (suma ultimelor 12 luni) (milioane EUR) sursa: BNR, prelucrări BT



## PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Conform INS numărului de șomeri (15-74 ani) s-a majorat cu 1.9% lună/lună la 411.4 mii în aprilie (nivelul maxim al ultimelor trei luni).
- Considerăm că această evoluție a fost determinată de acumularea de tensiuni în economie, inclusiv presiuni din sfera costurilor (salariale și de finanțare), cu impact pentru planurile de investiții ale companiilor (de altfel, ritmul lunar de creștere pentru numărul de salariați s-a temperat în aprilie).
- În ceea ce privește dinamica an/an numărul șomerilor s-a diminuat cu 7.6% în aprilie și cu 11.6% în primele patru luni ale anului curent.
- Apreciem că evoluția a fost determinată de ciclul investițional (numărul de salariați a continuat să crească, la 4.9 milioane în aprilie, cel mai ridicat nivel din anii 1990), precum și de migrația populației și de fiscalizarea mai activă.
- Rata șomajului a urcat de la 4.4% în martie la 4.6% în aprilie, cel mai ridicat nivel din noiembrie 2017.
- La bărbați rata șomajului s-a majorat de la 4.8% în martie la 5.1% în aprilie, evoluție care confirmă faza de maturitate a ciclului investițional.
- Totodată, rata șomajului la femei a urcat de la 3.9% în martie la 4.0% în aprilie, cel mai ridicat nivel din august 2017.
- Astfel, în primele patru luni ale anului curent rata șomajului a înregistrat un nivel mediu de 4.5%, în atenuare cu 0.6 puncte procentuale an/an.
- La bărbați rata șomajului a scăzut cu 0.8 puncte procentuale an/an la 5%.
- Totodată, rata șomajului la femei s-a diminuat cu 0.3 puncte procentuale an/an la 3.9% în intervalul ianuarie-aprilie.
- Conform estimărilor econometrice elaborate (și prezentate în al doilea grafic din dreapta) în aprilie rata șomajului a depășit nivelul componentei structurale pentru prima oară din noiembrie 2017, aspect care confirmă faza de maturitate din piața forței de muncă.

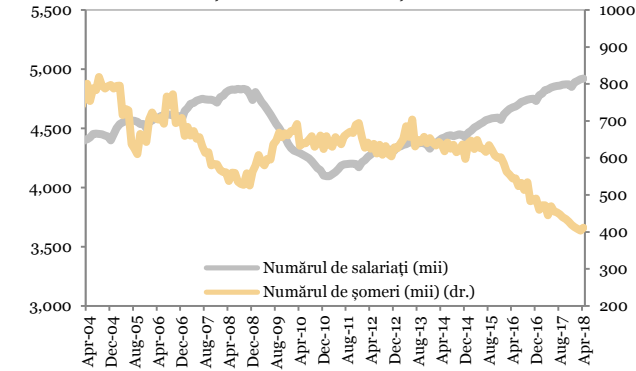
## ECONOMIA FINANCIARĂ

- Evoluțiile macro-financiare globale și europene (inclusiv tensiunile comerciale dintre principalele blocuri economice ale lumii) și știrile interne au avut impact în sfera economiei financiare în luna mai.

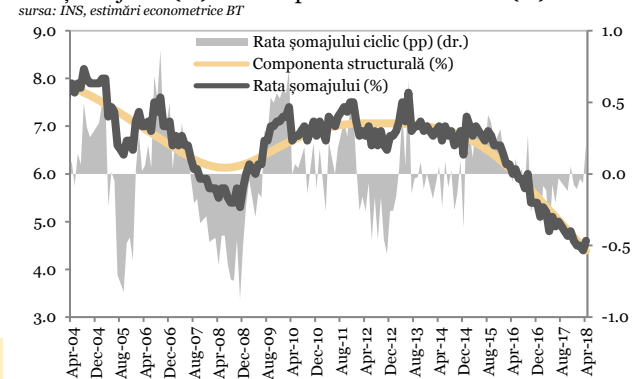
## PREȚURILE DE CONSUM

- Datele INS indică continuarea tendinței de creștere a prețurilor de consum în mai, cu 0.47% lună/lună.
- Prețurile la produse alimentare (33.2% din coșul de consum) au urcat cu un ritm lunar de 0.54% în mai, evidențiindu-se majorarea prețurilor la legume/conserve din legume cu 5.78% lună/lună.
- Totodată, prețurile la bunuri nealimentare (46% din coșul de consum) au consemnat un avans lunar de 0.58%, evoluție determinată de creșterea prețurilor la tutun/țigări și combustibili cu dinamici lună/lună de 1.25%, respectiv 1.72%.
- De asemenea, tarifele la servicii (20.9% din coșul de consum) au crescut cu 0.10% lună/lună în mai.
- Inflația an/an a accelerat de la 5.22% în aprilie la 5.41% în mai (maximul din februarie 2013).
- Prețurile la produse nealimentare au consemnat un avans de 7.75% an/an (cel mai ridicat nivel din decembrie 2010), date fiind: majorarea cotațiilor internaționale la țigări, liberalizarea pieței energiei, creșterea accizelor la tutun și fluctuațiile din sfera pieței valutare.
- Pe de altă parte, prețurile la bunuri alimentare și tarifele la servicii au decelerat la 3.93% an/an, respectiv 2.72% an/an în mai.
- Inflația pe indicele armonizat UE a accelerat de la 4.3% an/an în aprilie la 4.6% an/an în mai (maximul din februarie 2013).
- Astfel, în perioada ianuarie-mai prețurile de consum au crescut în medie cu 4.9% an/an (4% an/an pe indicele armonizat UE) (dinamică în linie cu scenariul central BT), evoluție influențată de: climatul favorabil din sfera consumului (susținut și de majorarea venitului real disponibil al populației), liberalizarea prețurilor la energie electrică și gaze naturale, creșterea accizei la tutun, majorarea cotațiilor internaționale la țigări (în medie cu 30.3% an/an) și fluctuațiile din piața valutară.

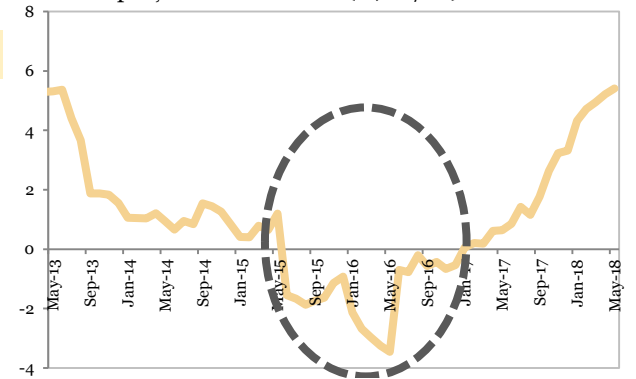
numărul de salariați vs. numărul de șomeri (mii) sursa: INS



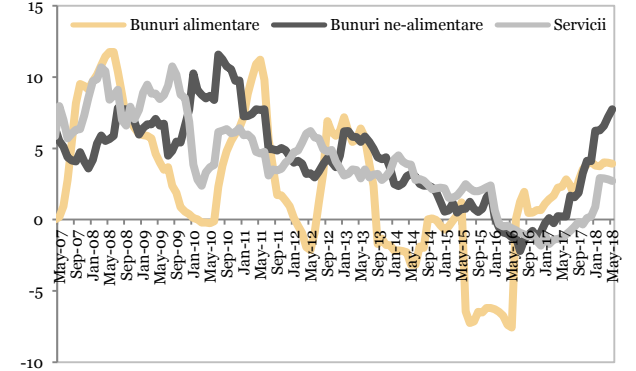
rata șomajului (%) vs. componenta structurală (%)



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



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



## POLITICA MONETARĂ

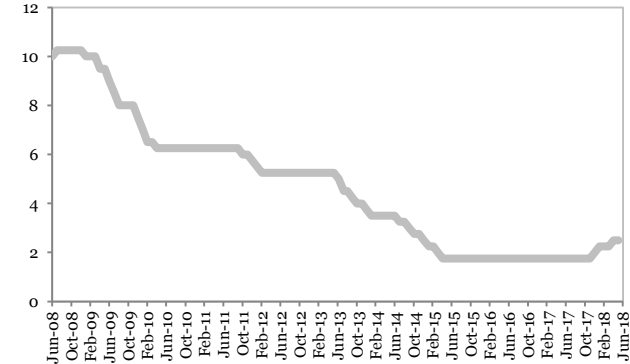
- La a patra ședință de politică monetară din 2018 (desfășurată pe 7 mai) Banca Națională a României a actualizat previziunile macroeconomice pe termen mediu prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (externe și interne) și a continuat ciclul monetar post-criză.
- Conform noilor prognoze dinamica anuală a prețurilor de consum se va situa la 3.6% la sfârșit de 2018 și la 3% la final de 2019, scenariu în care componenta **core** ar putea accelera de la 1.9% în acest an la 2.1% anul următor.
- Pe de altă parte, banca centrală a majorat rata de dobândă de politică monetară de la 2.25% la 2.50%, decizie în linie cu așteptările noastre și ale pieței financiare.
- BNR a menținut însă nivelul ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%.
- Continuarea ciclului monetar post-criză a fost determinată de o serie de factori:
  - Poziționarea inflației și așteptărilor inflaționiste pe termen scurt la un nivel superior intervalului țintit de banca centrală;
  - Acumularea de dezechilibre macroeconomice, cu impact asupra stabilității financiare pe termen mediu;
  - Importanța construirii de spațiu de manevră de intervenție la momentul incidenței viitoarelor șocuri economice adverse.
- De altfel, în cadrul analizei economice, sintetizată în comunicatul ședinței BNR, instituția atrage atenția cu privire la accelerarea inflației, proces la care au contribuit atât componenta **core**, cât și elementele volatile.
- Totodată, banca centrală și-a manifestat preocuparea cu privire la deteriorarea poziției externe a economiei (adâncirea deficitului de cont curent).
- În ceea ce privește analiza monetară BNR subliniază restrângerea caracterului acomodativ al condițiilor monetare și atrage atenția cu privire la accelerarea creditului de consum.

- Printre riscurile la adresa evoluției inflației pe termen scurt și mediu banca centrală menționează: dinamica prețurilor administrate, climatul din piața forței de muncă, deciziile de politică monetară din Zona Euro și regiune și volatilitatea cotațiilor internaționale la materii prime.

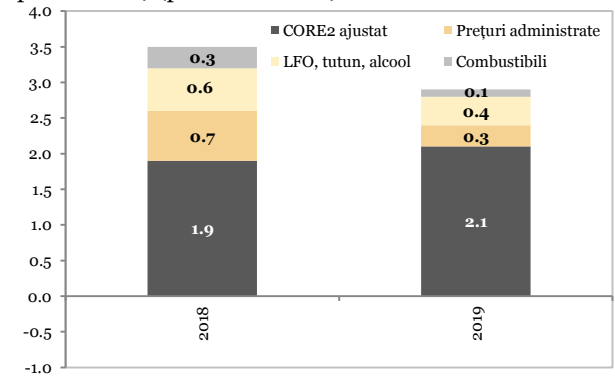
## PIAȚA MONETARĂ

- Ratele de dobândă din piața monetară au continuat să crească în luna mai, evoluție determinată de impulsul monetar, precum și de intensificarea percepției de risc în ceea ce privește echilibrul macroeconomic pe termen mediu.
- Pe de o parte, BNR a majorat rata de dobândă de referință de la 2.25% la 2.50% la ședința din luna mai.
- Pe de altă parte, banca centrală a continuat seria operațiunilor “**depo**” (reinițiată în aprilie) în mai, însă volumul total al acestora s-a redus cu 50.9% lună/lună la 21.9 miliarde RON.
- Astfel, la sfârșit de mai nivelurile ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și 12 luni s-au situat la 2.89%, 2.89%, 2.91%, 2.86%, 2.83%, 2.94%, 3.00%, respectiv 3.05%, în creștere cu 16%, 17%, 16%, 16%, 16%, 14%, 15%, respectiv 14% comparativ cu nivelurile de la final de aprilie.
- Totodată, între finele lunii mai 2017 și sfârșit de mai 2018 valorile ROBOR au crescut în medie cu 210 puncte procentuale, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele până la trei luni.
- Nivelurile medii lunare ROBOR s-au majorat în mai cu 29% lună/lună și cu 261% an/an, ritmurile de creștere fiind mai puternice pe scadențele scurte, pe fondul impulsului monetar și deteriorării echilibrului macroeconomic.

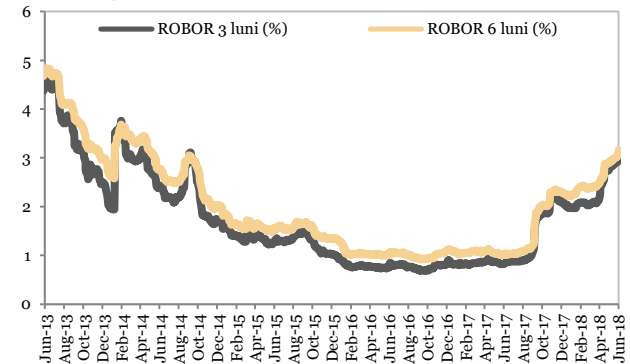
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



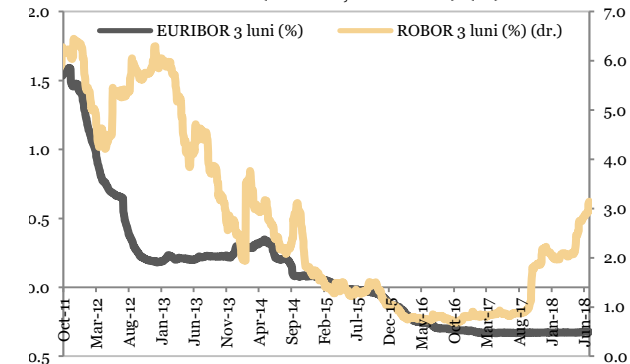
prețurile de consum an/an (contribuții, puncte procentuale) (previziuni BNR) sursa: BNR



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



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



## PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- **Piața titlurilor de stat** din România a resimțit climatul macro-financiar internațional și factorii interni (inclusiv provocările din sfera echilibrului macroeconomic) în luna mai. Se observă o majorare generalizată a ratelor de dobândă, în divergență cu evoluțiile din Statele Unite și Germania.
- În SUA s-au înregistrat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macroeconomici comunicați în mai, care exprimă premise de continuare a unei dinamici peste potențial pe termen scurt. Astfel, indicatorii economici avansați au crescut cu 0.4% lună/lună în aprilie, perioadă în care comerțul cu amănuntul și producția industrială s-au majorat cu ritmuri lunare de 0.3%, respectiv 0.7%. De asemenea, climatul pozitiv din piața forței de muncă s-a consolidat, iar inflația s-a poziționat în apropiere de nivelul țintit de banca centrală, aspecte care au determinat creșterea probabilității ca FED să continue ciclul monetar post-criză pe termen scurt. Pe de altă parte, tensiunile comerciale globale au persistat, Administrația SUA luând decizia de a introduce noi bariere tarifare în relațiile cu țările din Europa și America de Nord. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani s-a redus cu 3.2% între final de aprilie și sfârșit de mai, până la 2.86% (plus 18.9% în 2018). Media lunară s-a situat la 2.98%, în urcare cu 3.8% comparativ cu aprilie.
- În Zona Euro indicatorii macroeconomici au continuat să se deterioreze în luna mai (încrederea în economie a atins nivelul minim din vara anului 2017), evoluție care exprimă perspective de decelerare pe termen scurt. De asemenea, s-au intensificat tensiunile politice în Italia, a treia economie a regiunii. Pe de altă parte, inflația a accelerat puternic în mai (la 1.9% an/an), evoluție influențată de majorarea cotațiilor internaționale la țiței. Perspectivele de decelerare economică și intensificarea percepției de risc investițional în contextul tensiunilor din Italia au condus la noi intrări de capitaluri pe titluri de stat germane. Astfel, rata de dobândă la obligațiunile suverane pe scadența 10 ani din Germania a scăzut cu 39.5% între final de aprilie și sfârșit de mai, până la 0.34% (declin cu 20.4% de la începutul anului). Acest indicator a înregistrat un nivel mediu de 0.51% în mai, în scădere cu 5.9% față de aprilie.
- În România ritmul de creștere economică s-a temperat la 4% an/an în T1, evidențiindu-se decelerarea consumului privat spre un ritm apropiat de potențial și continuarea ciclului investițional. Pe de altă parte, se observă intensificarea inflației și a deficitelor gemene, cu impact asupra echilibrului macroeconomic pe termen mediu. În acest context, banca centrală a continuat ciclul monetar post-criză majorând rata de dobândă de referință de la 2.25% la 2.50% la ședința din mai. Nu în ultimul rând, climatul investițional din economia financiară a fost influențat și de incertitudinile privind viitorul pilonului II al sistemului de pensii. Aceste evoluții au condus la majorarea ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani cu 6.5% între final de aprilie și sfârșit de mai, la 4.84% (avans cu 12.2% de la începutul anului). Media lunară pe acest indicator de referință pentru costul de finanțare în economie s-a situat la 4.74% în mai, în creștere cu 6.6% față de aprilie.
- În luna mai Ministerul de Finanțe a atras 1.9 miliarde RON pe piața internă (din care 185.2 milioane RON prin certificate pe șase luni), un volum cu 23% sub cel programat, pe fondul majorării costurilor de finanțare.

## PIAȚA VALUTARĂ

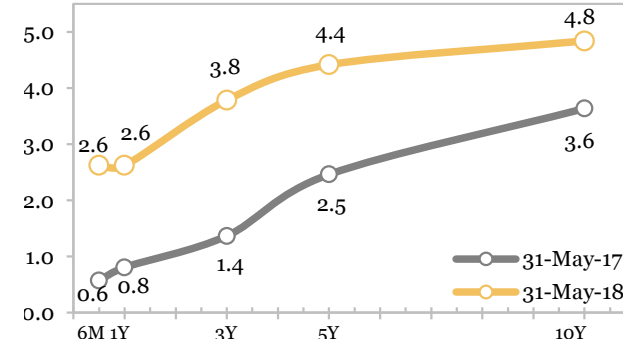
- În luna mai cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.6225 - 4.6630) la BNR, scăderea din prima jumătate influențată de perspectivele divergente de politică monetară (România vs. Zona Euro) fiind inversată ulterior, în contextul intensificării percepției de risc investițional.
- La final de mai EUR/RON s-a situat la 4.6485, în diminuare cu 0.22% lună/lună și cu 0.24% ytd, dar în urcare cu 1.71% an/an.
- EUR/RON a înregistrat un nivel mediu de 4.6387 în a cincea lună a anului curent (cel mai redus din decembrie 2017), în scădere cu 0.39% față de aprilie, dar în urcare cu 1.86% an/an.

## PIAȚA DE ACȚIUNI

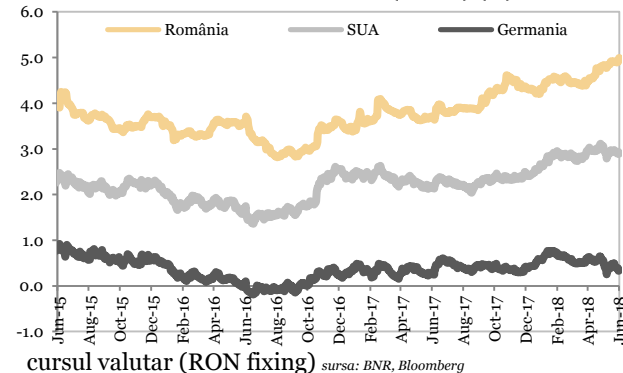
- Bursa românească a înregistrat o ajustare severă în luna mai, evoluție determinată de incertitudinile interne din sfera politicii economice (inclusiv cele privind viitorul pilonului II al sistemului de pensii).
- Indicele BET a scăzut cu 7.3% la 8,080.1 puncte în mai (avans cu 4.2% de la începutul anului), lună în care s-au înregistrat evoluții divergente ale indicilor S&P 500 din SUA (creștere cu 2.2% la 2,705.3 puncte) și EuroStoxx 600 din Europa (corecție cu 0.6%, până la 383.1 puncte).

licitații M. Finanțe (mai)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1722DBN045	324.3	08-Mar-2022	4.04
RO1819CTN050	185.2	13-May-2019	2.89
RO1821DBN052	583.3	27-Oct-2021	4.16
RO1823DBN025	575.0	28-Iun-2023	4.59
RO1631DBN055	230.0	24-Sep-2031	5.15

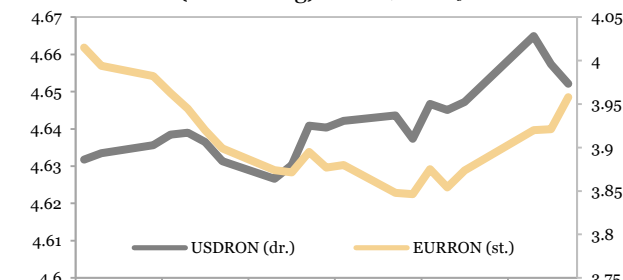
curba randamentelor (%) sursa: BNR



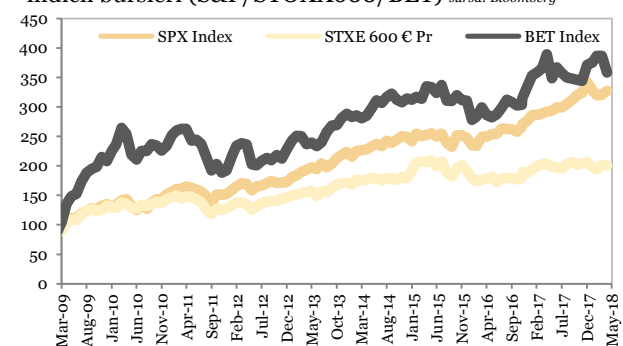
ratele de dobândă la titlurile de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



cursul valutar (RON fixing) sursa: BNR, Bloomberg



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

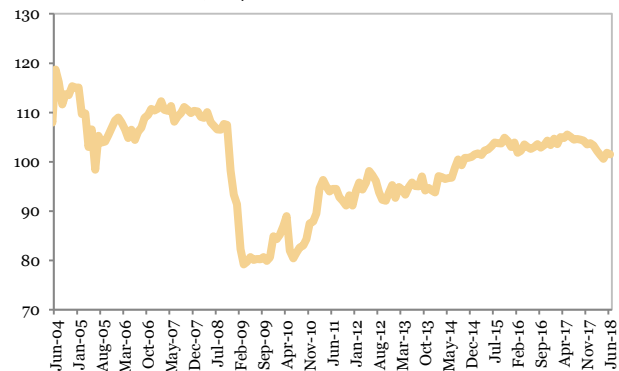


## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

### ECONOMIA REALĂ

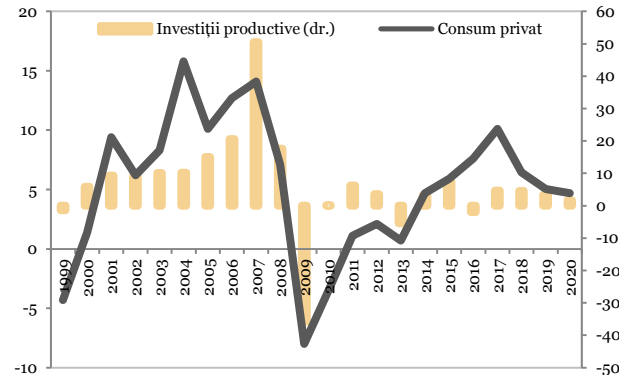
- Evoluțiile macro-financiare (externe și interne) din perioada recentă au confirmat în linii mari scenariul central de previziune macroeconomică pe termen mediu.
- Din perspectiva internațională, PIB-ul SUA (prima economie a lumii cu o dimensiune de 20 trilioane de dolari) traversează un proces de accelerare, evoluție determinată de impulsul fiscal. Cu toate acestea, ne așteptăm la o schimbare de tendință pe final de an (din accelerare în decelerare, în convergență spre ritmul potențial), pe fondul tensiunilor comerciale globale (declanșate de SUA), dar și a majorării costurilor de finanțare.
- De asemenea, în Zona Euro (principalul partener economic al României) economia continuă să evolueze la un ritm peste potențial. Previzionăm însă o decelerare a dinamicii anuale a PIB, pe fondul disipării impactului politicii monetare relaxate fără precedent și a acumulării de provocări pentru ciclul economic global, cu impact asupra exporturilor regiunii.
- Pe de altă parte, în România indicatorii avansați au înregistrat evoluții mixte recent, care confirmă decelerarea consumului privat și continuarea ciclului investițional pe termen scurt. Subliniem faptul că se intensifică provocările la adresa echilibrului macroeconomic intern (situația finanțelor publice), ceea ce a determinat Comisia Europeană să recomande din nou implementarea de măsuri de consolidare pentru respectarea limitelor Pactului de Stabilitate și Creștere și Compactului Fiscal.
- În acest context menținem pentru moment previziunile pentru evoluția economiei reale pe termen scurt și mediu, o actualizare a scenariului central fiind posibilă în iulie, după ce INS va publica estimările provizorii (2) privind dinamica PIB-ului și componentelor din trimestrul I.
- În acest scenariu ne așteptăm la decelerarea ritmului anual de creștere economică de la 6.9% în 2017 la 4.5% în 2018, 3.3% în 2019, respectiv 2.9% în 2020. Altfel spus, dinamica anuală a PIB va converge spre ritmul potențial, cu perspectiva poziționării sub acest nivel pe final de deceniu, mai ales în absența implementării de noi reforme structurale și de măsuri menite să contribuie la întărirea indicatorilor din sfera stabilității macro-financiare.
- Privind din perspectiva cererii agregate, previzionăm continuarea ciclului investițional post-criză pe termen scurt, însă cu dinamici sub potențial. Conform acestui scenariu, investițiile productive s-ar putea majora an/an cu 4.6% în 2018, 3.4% în 2019, respectiv 1.7% în 2020, pe fondul nivelului redus al costurilor reale de finanțare și redinamizării investițiilor publice. Dinamica investițiilor ar putea fi mai puternică, condiționat de accelerarea reformelor (inclusiv a procesului de absorbție a fondurilor europene).
- În ceea ce privește principala componentă a PIB (consumul privat) previzionăm o decelerare (ritmuri anuale de 6.4% în 2018, 5.1% în 2019, respectiv 4.7% în 2020), în convergență spre ritmul potențial, pe fondul temperării dinamicii venitului real disponibil al populației, perspectivelor de inflexiune din piața creditului, piața imobiliară și rebalansării politicii economice pe plan intern.
- Pe de altă parte, subliniem faptul că marja de manevră a politicii fiscal-bugetare este limitată, date fiind presiunile din sfera finanțelor publice (inclusiv creșterea semnificativă a costurilor de finanțare într-o perioadă scurtă).
- Nu în ultimul rând, ne așteptăm la decelerarea ritmurilor de evoluție pentru exporturi și importuri, dinamică influențată inclusiv de tensiunile comerciale globale, maturitatea ciclului post-criză în Zona Euro și aprecierea cursului real efectiv al RON. Astfel, dinamica anuală a exporturilor s-ar putea tempera de la 9.7% în 2017 la 7.3% în 2018, 5.1% în 2019, respectiv 4.9% în 2020. Totodată, importurile ar putea decelera de la 11.3% în 2017 la 8.3% în 2018, 6.4% în 2019, respectiv 5.7% în 2020.
- În sfera pieței forței de muncă previzionăm schimbarea de tendință (din ameliorare în deteriorare) pe termen scurt, pe fondul decelerării investițiilor. În acest scenariu componenta structurală a ratei șomajului (medie anuală) s-ar putea reduce la 4.5% în 2018, după care va crește la 4.8% în 2019 și 5.4% în 2020.
- Printre factorii de incertitudine pentru acest scenariu central se menționează: evoluțiile indicatorilor macro-financiar și deciziile de politică economică din principalele blocuri economice ale lumii, cu impact asupra direcției fluxurilor de capital adresate economiilor emergente; tensiunile comerciale globale; provocările din sfera procesului de integrare economică europeană; mix-ul de politici economice, tensiunile publice, deteriorarea echilibrului macroeconomic și tergiversarea reformelor structurale pe plan intern.

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



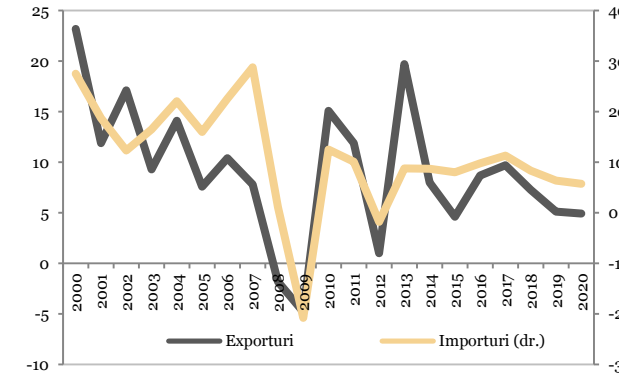
consumul privat și investițiile productive (% , an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS

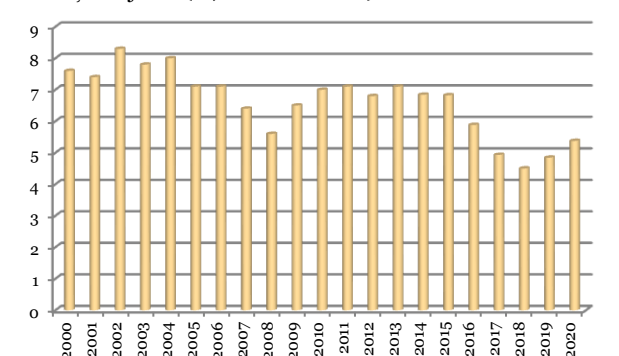


exporturile vs. importurile (% , an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat, INS



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

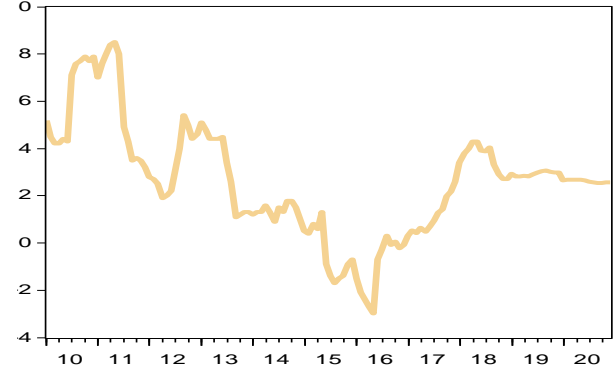


## ECONOMIA FINANCIARĂ

- Am încorporat evoluțiile recente din sfera economiei financiare (globale, europene și interne) și am ajustat marginal prognozele pe termen scurt și mediu pentru România.
- Pe de o parte, am menținut prognozele privind inflația medie anuală (pe indicele armonizat UE): accelerare de la 1.1% în 2017 la 3.6% în 2018, urmată de decelerare spre 2.9% în 2019, respectiv 2.6% în 2020.
- Subliniem faptul că presiunile din sfera costurilor (cu materiile prime și cu forța de muncă) pe termen scurt ar putea determina persistența inflației la niveluri superioare intervalului țintit de banca centrală pe termen mediu.
- Totodată, indicatorii din sfera echilibrului macroeconomic se deteriorează, cu impact asupra stabilității financiare pe termen mediu.
- În acest context, ne așteptăm ca BNR să continue ciclul monetar post-criză, prin noi majorări ale ratei de dobândă de referință, pentru contracararea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare.
- În scenariul nostru central nu excludem posibilitatea ca rata de dobândă de referință să se situeze la 3.25% la final de 2018 și 2019 și la 2.75% la sfârșit de 2020.
- Pe de altă parte, am actualizat prognozele pentru rata medie anuală de dobândă la obligațiunile suverane pe scadența 10 ani, prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente și a perspectivelor (inclusiv de politică economică) din SUA, Zona Euro și România. Noile previziuni indică valori medii anuale de 4.8% în 2018, 5.3% în 2019, respectiv 4.8% în 2020.
- Pentru luna iunie Ministerul de Finanțe a programat licitații pe piața internă în volum de 3.6 miliarde RON (din care 300 milioane RON prin certificate).
- Pentru cursul EUR/RON prognozăm continuarea tendinței de apreciere, spre valori medii anuale de 4.68 în 2018, 4.72 în 2019, respectiv 4.73 în 2020.
- Considerăm ca factorii de incertitudine pentru acest scenariu central constau în: climatul macro-financiar din Statele Unite, Zona Euro și China (inclusiv deciziile de politică economică); confruntările comerciale și valutare dintre principalele blocuri economice ale lumii; factorii interni, printre care menționăm mix-ul de politici economice, tensiunile publice și deteriorarea echilibrului macroeconomic.

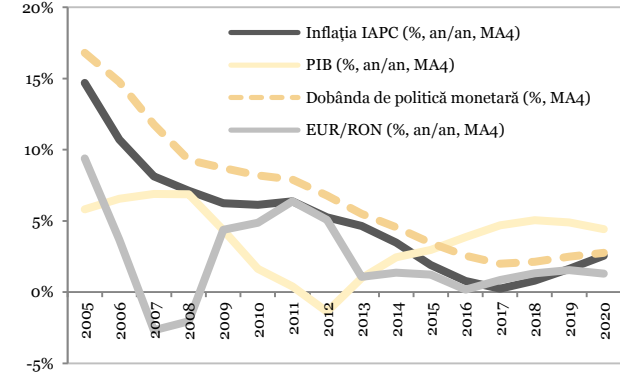
previziunile pentru prețurile de consum (IAPC) (% , an/an)

sursa: Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



licitații M. Finanțe (iunie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
04-Iun-2018	575	Titluri	29-Apr-2024
07-Iun-2018	300	Certificate	10-Dec-2018
07-Iun-2018	575	Titluri	08-Mar-2022
11-Iun-2018	575	Titluri	28-Iun-2023
14-Iun-2018	460	Titluri	29-Apr-2019
18-Iun-2018	345	Titluri	22-Mar-2021
21-Iun-2018	230	Titluri	24-Sep-2031

titluri de stat în circulație <small>sursa: BNR</small>	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1818CTN060	171.1		Dec-18
RO1819CTN050	190.7		May-19
RO1720DBN072	4,157.6	2.30	Oct-20
RO1522DBN056	9,103.4	3.50	Dec-22
RO1227DBN011	9,795.6	5.80	Iul-27

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2017	4.4888	4.57	4.6597	4.57
2018	4.6225	4.68	4.7145	4.68
2019	4.6517	4.72	4.7244	4.72
2020	4.6495	4.73	4.7344	4.73

## ANALIZĂ

### dr. Andrei Rădulescu

Director Analiză Macroeconomică | 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 instrumentele 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/>.