

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

### Evoluții macroeconomice recente

- Economia mondială a crescut în T2 2018 cu cel mai slab ritm din T3 2017, evoluție care confirmă faza de maturitate a ciclului post-criză, într-un context caracterizat prin diminuarea gradului de convergență între principalele blocuri economice ale lumii și acumularea de provocări în rândul țărilor emergente și în dezvoltare.
- Din perspectiva sectorială, această evoluție a fost determinată de decelerarea industriei prelucrătoare, în contextul resimțirii tensiunilor comerciale globale. Pe de altă parte, sectorul de servicii a accelerat în T2 2018 (cea mai bună dinamică din T3 2014), pe fondul asimilării Revoluției Digitale.
- În SUA economia a accelerat la 2.8% an/an în T2 (cea mai bună dinamică din ultimii trei ani), notându-se creșterea investițiilor productive (cu 5.5% an/an), influențată de implementarea reformei fiscale.
- Pe de altă parte, economia Zonei Euro a continuat să decelereze în T2 (avans cu 2.1% an/an, cel mai slab ritm din T4 2016), pe fondul resimțirii provocărilor globale.
- PIB-ul Chinei a crescut cu 6.7% an/an în T2 (cea mai slabă evoluție din T3 2016).
- Economia internă traversează un proces de decelerare în convergență spre ritmul potențial. PIB-ul a crescut cu 4% an/an în T1, perioadă în care investițiile productive au înregistrat o dinamică superioară consumului privat pentru prima oară din T4 2015.
- La nivelul economiei financiare se observă creșterea costurilor de finanțare și menținerea volatilității la un nivel ridicat în al doilea trimestru al anului curent.

### Scenariul macroeconomic central

- Am actualizat previziunile pe termen scurt și mediu pentru SUA, Zona Euro și România prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente.
- În scenariul actualizat PIB-ul SUA va accelera de la 2.2% an/an în 2017 la 2.8% an/an în 2018, după care va decelera la 2% an/an în 2019 și 1.8% an/an în 2020.
- Pentru economia Zonei Euro previzionăm temperarea dinamicii anuale de la 2.4% în 2017 la 2% în 2018, 1.9% în 2019, respectiv 1.8% în 2020.
- În România ne așteptăm la decelerarea ritmului anual de creștere economică de la 6.9% în 2017 la 4.3% în 2018, 3.5% în 2019, respectiv 3% în 2020, pe fondul normalizării consumului privat. Cu toate acestea, prognozăm continuarea ciclului investițional cu dinamici anuale de 4.9% în 2018, 3.4% în 2019, respectiv 3.5% în 2020.
- În economia financiară previzionăm majorarea costurilor de finanțare și creșterea cursului EUR/RON, perspective determinate atât de aspecte externe (inclusiv ciclul monetar din SUA) cât și interne (deteriorarea echilibrelor macroeconomice).
- Considerăm că factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile macro-financiare și deciziile de politică economică din SUA, China și Zona Euro; mix-ul de politici economice și tensiunile publice pe plan intern; climatul geo-politic regional.

#### scenariul macroeconomic central

indicator / an	2016	2017	2018	2019	2020
PIB nominal (miliarde EUR)	170.9	187.9	198.0	209.5	219.7
PIB real (% an/an)	4.8	6.9	4.3	3.5	3.0
Consum privat (% an/an)	7.7	10.1	6.0	5.8	5.2
Investiții productive (% an/an)	-2.1	4.7	4.9	3.4	3.5
Consum public (% an/an)	3.2	1.0	0.2	0.4	0.5
Exporturi (% an/an)	8.7	9.7	8.0	6.5	6.3
Importuri (% an/an)	9.8	11.3	9.1	8.3	8.4
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
Dobânda de politică monetară (%)	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)	37.1	35.0	35.1	35.4	35.8
Contul curent (% PIB)	-2.1	-3.4	-4.1	-4.7	-4.9
Rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani (%)	3.3	3.9	4.7	5.5	5.2
EUR/RON (medie anuală)	4.49	4.57	4.68	4.72	4.75

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

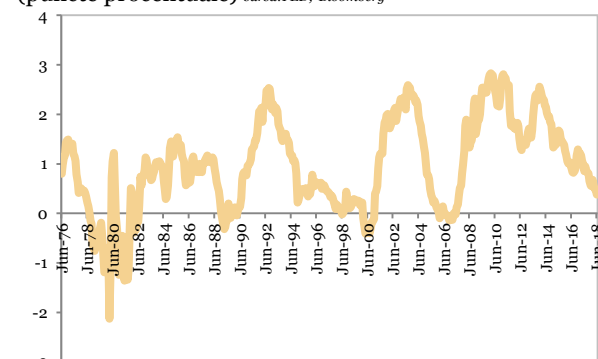
structura PIB	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)
Consum privat	61.8	62.3	62.5
Consum public	13.7	14.8	15.1
Investiții productive	24.8	22.8	22.6
Exporturi	41.0	41.1	41.4
Importuri	41.6	42.0	43.6

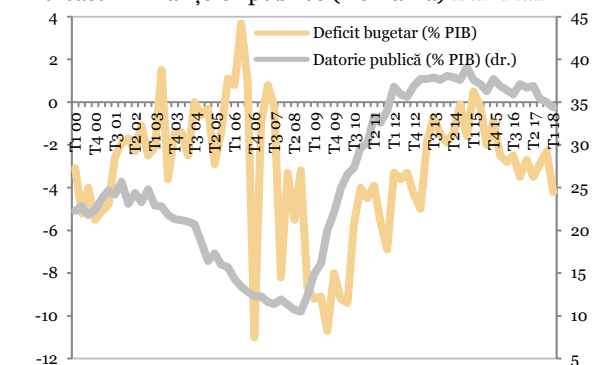
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T1 2018	4.00	-
rata inflației IPC	Iun-2018	5.40	-
rata șomajului	Iun-2018		4.50
rata de dobândă de politică monetară	din 08-Mai-2018	-	2.50

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

diferențialul de rată de dobândă (10 ani – 2 ani) în SUA (puncte procentuale) sursa: FED, Bloomberg



indicatorii finanțelor publice (România) sursa: Eurostat



#### calendar macroeconomic iulie 2018

instituție	data	indicator
INS	2 Iul	Rata șomajului (Mai)
BNR	2 Iul	Rezervele internaționale (Iun)
INS	3 Iul	Comerțul cu amănuntul (Mai)
INS	3 Iul	Turismul (Mai)
BNR	4 Iul	Ședința de politică monetară
INS	6 Iul	Dinamica PIB (T1 2018)
INS	6 Iul	Veniturile și cheltuielile populației (T1)
INS	9 Iul	Salariul mediu net (Mai)
INS	10 Iul	Comerțul internațional cu bunuri (Mai)
INS	11 Iul	Inflația (Iun)
INS	11 Iul	Comenzile noi în industrie (Mai)
INS	12 Iul	Producția industrială (Mai)
INS	13 Iul	Sectorul de construcții (Mai)
BNR	16 Iul	Balanța de plăți (Mai)
BNR	24 Iul	Indicatorii monetari (Iun)
INS	27 Iul	Tendențe în economie (Iul-Sep)
INS	31 Iul	Rata șomajului (Iun)
INS	31 Iul	Autorizațiile de construire clădiri (Iun)

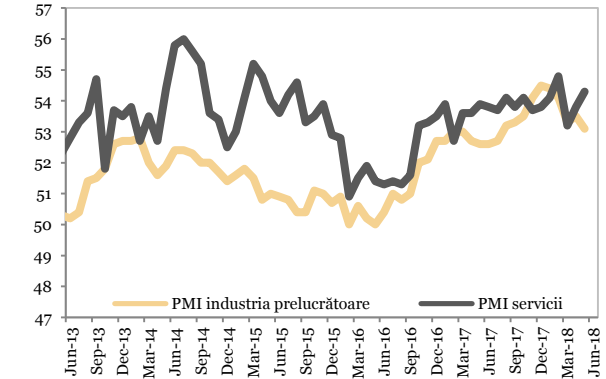
Sursa: Institutul Național de Statistică (INS), Banca Națională a României (BNR)

## EVOLUȚII RECENTE

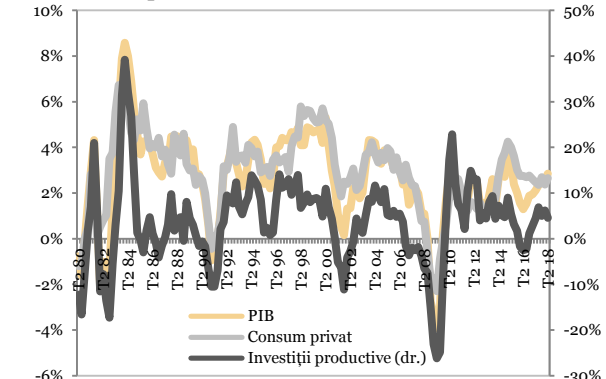
### ACTIVITATEA ECONOMICĂ ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ SUA

- Economia mondială a accelerat în iunie, înregistrând cel mai bun ritm din februarie, conform indicatorului PMI Compozit calculat de JPMorgan și Markit Economics.
- Această evoluție a fost determinată de dinamica sectorului de servicii, în contextul implementării Revoluției Digitale.
- Pe de altă parte, industria prelucrătoare a decelerat în iunie (indicatorul PMI la minimum din iulie 2017), pe fondul resimțirii tensiunilor comerciale globale.
- În T2 2018 economia mondială a crescut cu cel mai slab ritm din T3 2017, evoluție determinată de decelerarea industriei prelucrătoare, contrabalansată parțial de accelerarea sectorului de servicii (cea mai bună dinamică din T3 2014).
- Din perspectiva analizei pe regiuni se evidențiază reducerea gradului de sincronizare a ciclurilor economice și faza de maturitate din statele dezvoltate și acumularea de provocări în rândul țărilor emergente și în dezvoltare: creșterea cotațiilor internaționale la materii prime, majorarea costurilor de finanțare în dolari, intensificarea tensiunilor comerciale globale și incertitudinile din sfera mix-ului de politici economice.
- PIB-ul SUA (prima economie a lumii cu o pondere de 25% din economia mondială) a accelerat de la 2.6% an/an în T1 la 2.8% an/an în T2 2018 (cea mai bună evoluție din T2 2015), conform primelor estimări ale Departamentului Comerțului. La această accelerare au contribuit atât cererea internă, cât și cererea externă netă.
- În ceea ce privește cererea internă se evidențiază majorarea investițiilor productive cu 5.5% an/an în T2 2018 (ritm apropiat de maximum ultimilor trei ani), pe fondul redinamizării consumului intern și exporturilor, nivelului accesibil al costurilor reale de finanțare și implementării reformei fiscale.
- De asemenea, consumul privat (principala componentă a PIB) a consemnat un avans de 2.7% an/an în T2 2018, cea mai bună dinamică din T4 2016 fiind determinată de creșterea venitului real disponibil al populației și momentul favorabil din piața imobiliară, piața creditului și piața financiară.
- Totodată, consumul guvernamental a crescut cu 1.2% an/an în T2 2018 (cel mai bun ritm din ultimii doi ani).
- Nu în ultimul rând, cererea externă netă a contribuit la ameliorarea ritmului de creștere economică din T2 2018, date fiind accelerarea exporturilor (la 5.7% an/an) și decelerarea importurilor (la 4.4% an/an), evoluții influențate și de deprecierea cursului real efectiv al dolarului american din perioada ianuarie 2017 – februarie 2018.
- Astfel, în intervalul ianuarie – iunie 2018 economia SUA a crescut cu 2.7% an/an, evidențiindu-se majorarea investițiilor productive cu 5.4% an/an. Această evoluție (influențată de reforma fiscală și de politica monetară acomodativă) exprimă premise de continuare a dinamicii economiei la un ritm peste potențial pe termen scurt (cel puțin până la finele anului).
- Totodată, consumul privat a consemnat un avans de 2.6% an/an, pe fondul climatului pozitiv din piața forței de muncă și implementării reformei fiscale.
- Nu în ultimul rând, consumul public s-a majorat cu 1% an/an în primul semestru.
- La nivelul cererii externe nete se evidențiază creșterea exporturilor cu 5% an/an în perioada ianuarie – iunie, evoluție susținută de dinamica economiei mondiale și deprecierea cursului real efectiv al dolarului din perioada ianuarie 2017 – februarie 2018. Importurile au consemnat un ritm mai lent de evoluție (4.7% an/an).
- Dinamica recentă a indicatorilor macroeconomici confirmă evoluția peste potențial a economiei SUA. Subliniem însă faptul că se observă și acumularea de semnale de maturitate pentru ciclul economic post-criză, în contextul resimțirii tensiunilor comerciale globale, volatilității pe piețele financiare și majorării costurilor de finanțare.
- Astfel, încrederea consumatorilor s-a diminuat în iulie, iar indicatorul care comensurează climatul de afaceri din sfera companiilor mici a scăzut în iunie. Totodată, industria prelucrătoare și sectorul de servicii au decelerat în trimestrul II, conform indicatorilor comunicați de *Institute for Supply Management*.
- La nivelul pieței forței de muncă climatul pozitiv s-a consolidat recent (rata șomajului la minimum ultimelor cinci decenii), pe fondul continuării ciclului investițional.

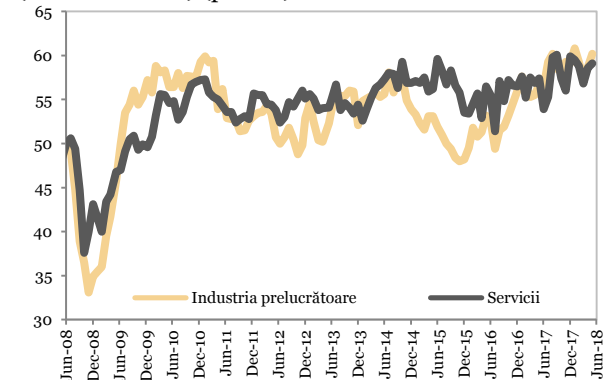
indicatorii PMI din economia mondială (puncte) surse: Markit Economics și Bloomberg



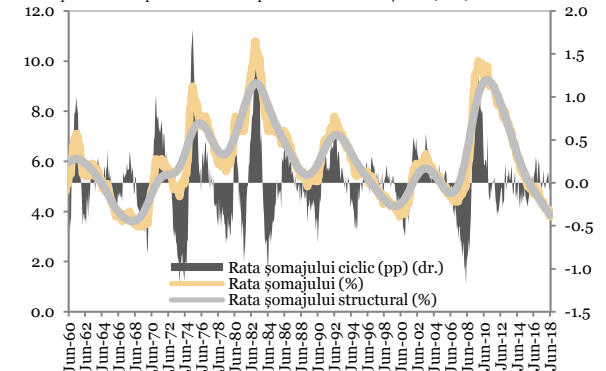
dinamica PIB-ului, investițiilor productive și consumului privat în SUA (an/an) sursa: BEA, FED, Bloomberg



industria prelucrătoare vs. sectorul de servicii în SUA (indicatorii ISM) (puncte) sursa: ISM, Bloomberg



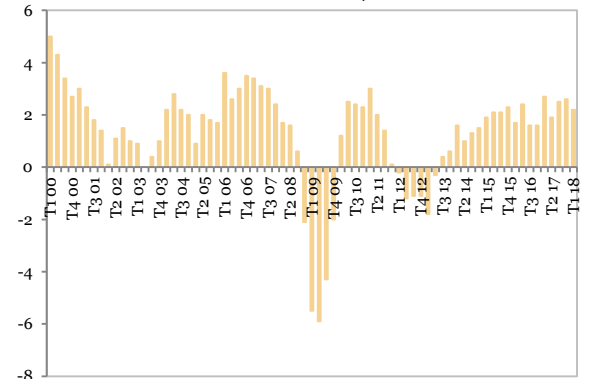
rata șomajului vs. componenta structurală în SUA (%) sursa: prelucrări BT pe baza datelor Departamentului Muncii și FED (SUA)



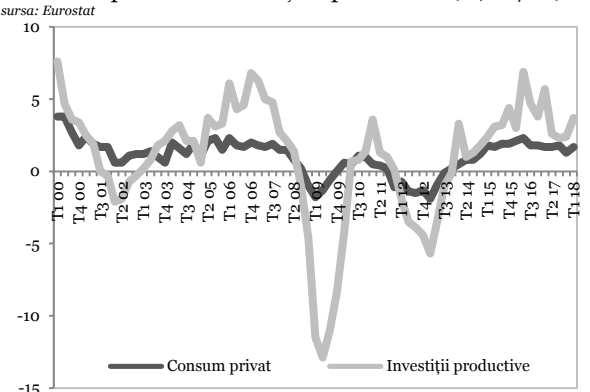
**ZONA EURO**

- Conform datelor Eurostat economia regiunii a crescut cu un ritm trimestrial de 0.4% în T1 2018, cel mai redus din T2 2016.
- Această evoluție a fost determinată de deteriorarea cererii externe nete, în contextul scăderii exporturilor cu 0.4% trimestru/trimestru (importurile s-au ajustat cu un ritm trimestrial de 0.1%).
- De asemenea, dinamica trimestrială a investițiilor productive s-a temperat de la 1.3% în T4 2017 la 0.5% în T1 2018, perioadă în care consumul guvernamental a stagnat.
- Pe de altă parte, ritmul trimestrial al consumului privat a accelerat de la 0.2% în T4 2017 la 0.5% în T1 2018.
- Dinamica anuală a PIB s-a temperat de la 2.6% în T4 2017 la 2.2% în T1 2018, cea mai slabă evoluție din T2 2017, pe fondul deteriorării contribuției exportului net.
- Se evidențiază accelerarea investițiilor productive (3.7% an/an, cel mai bun ritm din T1 2017), dinamică susținută de climatul pozitiv din sfera consumului (privat și public) și de nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- De asemenea, consumul privat (principala componentă a PIB, cu o pondere de 54%) a accelerat de la 1.3% an/an în T4 2017 la 1.7% an/an în T1 2018, pe fondul ameliorării venitului real disponibil al populației, accelerării prețurilor la imobiliare (la 4.5% an/an) și climatului pozitiv din sfera creditării.
- Totodată, consumul public a accelerat la 1.4% an/an în T1 2018, cel mai bun ritm din T4 2016, evoluție influențată de o serie de factori, printre care menționăm: creșterea marjei de manevră după consolidarea din ultimii ani; nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- Pe de altă parte, contribuția exportului net la dinamica anuală a PIB s-a deteriorat în T1 2018, pe fondul decelerării exporturilor: 3.7% an/an, cea mai slabă evoluție din T4 2016. Importurile au crescut cu 3% an/an în T1 2018, cel mai redus ritm din T3 2013.
- Estimările preliminare Eurostat indică continuarea procesului de decelerare în T2 (2.1% an/an, cea mai slabă evoluție din T4 2016).
- Pe parcursul ultimelor săptămâni s-au înregistrat evoluții predominant în deteriorare ale indicatorilor macroeconomici din regiune, care exprimă continuarea procesului de decelerare, în convergență spre ritmul potențial (estimat la aproximativ 1.5% an/an), pe fondul epuizării impactului politicii monetare relaxate fără precedent (implementată de Banca Centrală Europeană în ultimii ani) și factorilor globali (tensiunile comerciale între principalele blocuri economice, într-o perioadă în care se acumulează semnale de maturitate pentru ciclul post-criză).
- Astfel, volumul vânzărilor din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat) a stagnat în mai față de aprilie, dinamica anuală decelerând la 1.4% (cea mai slabă evoluție din octombrie 2017).
- De asemenea, deși s-au ameliorat în luna mai, producția industrială și sectorul de construcții au continuat să evolueze la un ritm sub potențial în ultimele luni, și, totodată, în decelerare comparativ cu dinamica din T1 2018, evoluții care reflectă faza de maturitate a ciclului investițional post-criză.
- Nu în ultimul rând, exporturile și importurile de bunuri au crescut cu un ritm similar (2.8% an/an) în perioada ianuarie-mai 2018, evoluție influențată și de tensiunile comerciale globale.
- Analiza din perspectiva ofertei agregate reflectă divergența dintre decelerarea industriei prelucrătoare și accelerarea din sfera serviciilor în luna iunie.
- Astfel, conform indicatorului PMI dinamica industriei prelucrătoare s-a temperat în ultimele luni, înregistrând în iunie cel mai redus ritm din decembrie 2016, evoluție influențată de tensiunile comerciale globale.
- Pe de altă parte, sectorul de servicii a accelerat în iunie, conform indicatorului PMI (după ce în mai s-a înregistrat cea mai slabă evoluție din ultimele 16 luni).
- Prin urmare, indicatorul PMI Compozit s-a ameliorat în iunie, însă în T2 2018 a înregistrat cel mai redus nivel din T4 2016, ceea ce confirmă procesul de decelerare pentru economia regiunii.
- Climatul din piața forței de muncă a continuat să se amelioreze în primele luni din 2018, pe fondul evoluției economiei la un ritm peste potențial. Rata șomajului s-a consolidat la 8.3% în iunie, nivelul minim din decembrie 2008.

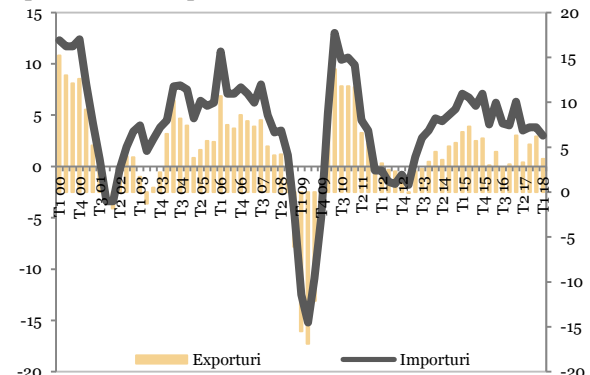
dinamica PIB în Zona Euro (% an/an) sursa: Eurostat, prelucrări BT



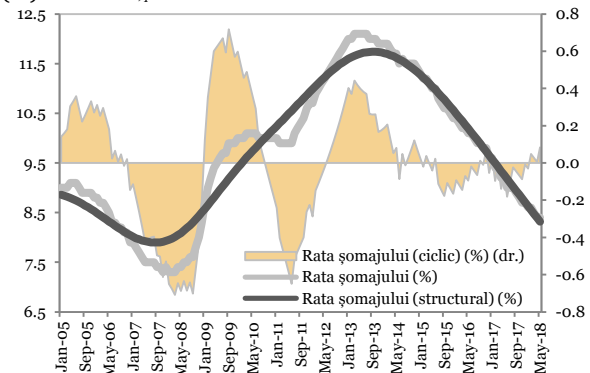
consumul privat vs. investițiile productive (% an/an) sursa: Eurostat



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



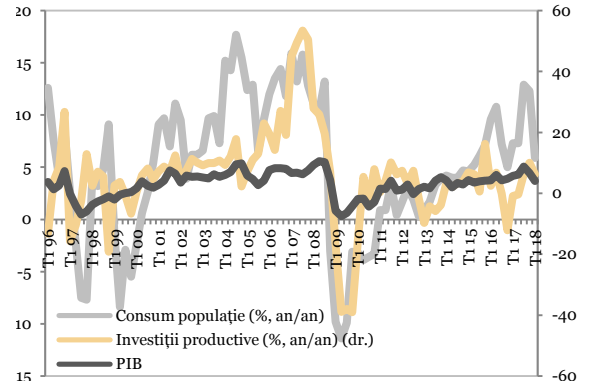
rata șomajului vs. componenta structurală în Zona Euro (%) sursa: Eurostat, prelucrări Banca Transilvania



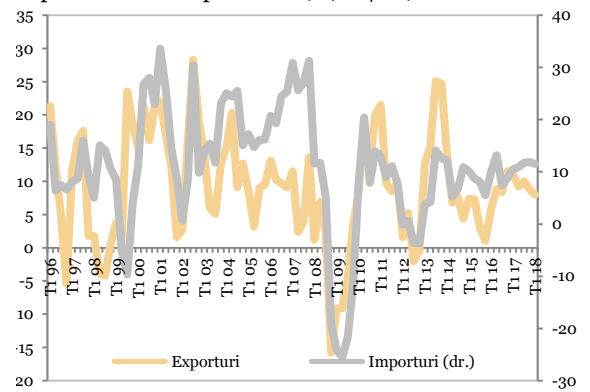
## ROMÂNIA

- Estimările provizorii (2) ale Institutului Național de Statistică (INS) indică creșterea economiei cu 0.1% trimestru/trimestru în T1 2018, cea mai slabă evoluție din T3 2016.
- Dinamica anuală a PIB s-a situat la 4% în primul trimestru al anului curent, în decelerare de la 6.7% în T4 2017 și, totodată, cel mai redus ritm din T3 2015.
- Cererea internă a avut o contribuție de 5.8 puncte procentuale la dinamica an/an din T1, pe fondul mix-ului relaxat de politici economice.
- Se remarcă continuarea ciclului investițional: formarea brută de capital fix s-a majorat cu 6.3% an/an, evoluție susținută de o serie de factori: impulsul exporturilor, redinamizarea investițiilor publice și nivelul accesibil al costurilor reale de finanțare (dat fiind că majorarea ratelor nominale de dobândă a fost contrabalansată de accelerarea inflației).
- Totodată, consumul privat (principala componentă a PIB) a consemnat un avans de 5.8% an/an în primele trei luni din 2018, evoluție determinată de majorarea venitului real disponibil al populației (salariul mediu net real a urcat cu 6.6% an/an) și climatul pozitiv din piața creditului și din piața imobiliară.
- De asemenea, stocurile companiilor au contribuit cu 1.7 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei din T1 2018.
- Cu toate acestea, consumul public s-a ajustat cu 3.4% an/an în primul trimestru.
- Totodată, cererea externă netă nu a avut o contribuție pozitivă la dinamica anuală a economiei din T1, dat fiind că importurile au continuat să crească cu un ritm mai puternic față de exporturi (11.4% an/an vs. 8.1% an/an).
- Analiza din perspectiva ofertei agregate evidențiază majorarea valorii adăugate brute în sectorul primar (agricultură, silvicultură, pescuit) cu 6.7% an/an în T1 2018.
- În sectorul IT&C (steaua economiei interne în ciclul post-criză) valoarea adăugată brută a crescut cu 5.4% an/an în perioada ianuarie-martie.
- De asemenea, industria a consemnat un avans de 4.4% an/an în T1, evoluție susținută de impulsul exporturilor și de redinamizarea investițiilor publice.
- Componenta ciclică comerț/repararea auto-moto/transport și depozitare/HORECA a urcat cu 3.7% an/an.
- La popul opus, în sectorul de construcții (intensiv în capital și forță de muncă) valoarea adăugată brută s-a diminuat cu 2.1% an/an în T1 2018.
- Indicatorii macroeconomici comunicați în ultimele săptămâni au evoluat mixt.
- Pe de o parte, volumul vânzărilor din **comerțul cu amănuntul** a crescut pentru a treia lună la rând în mai, cu 2.1% față de aprilie, dinamica anuală consolidându-se la 6.4%. La cinci luni acest barometru pentru consumul privat s-a majorat cu 6.4% an/an.
- De asemenea, **sectorul de construcții** s-a redinamizat în mai, consemnând un avans de 1.2% an/an (după două luni de scădere), evoluție determinată de majorarea construcțiilor ingineresti cu 23.7% an/an, în contextul relansării investițiilor publice. Cu toate acestea, sectorul de construcții a scăzut cu 1.3% an/an la cinci luni din 2018.
- Nu în ultimul rând, datele Băncii Naționale a României (BNR) indică majorarea investițiilor străine directe cu circa 18% an/an la 1.7 miliarde EUR în primele cinci luni.
- Pe de altă parte, **producția industrială** s-a ajustat cu un ritm lunar de 0.4% în mai, dinamica anuală decelerând la 1.2% (cea mai slabă evoluție din aprilie 2017), dat fiind că tensiunile comerciale globale se resimt în sfera componentei prelucrătoare. În intervalul ianuarie-mai 2018 industria a crescut cu 4% an/an, pe fondul majorării ramurii prelucrătoare cu 5.1% an/an.
- Totodată, deficitul **balanței comerciale cu bunuri și servicii** s-a adâncit cu 90.4% an/an la 1.6 miliarde EUR în primele cinci luni din 2018, conform datelor BNR.
- Pe **piața forței de muncă** se acumulează semnale de maturitate, pe fondul presiunilor interne din sfera costurilor și a tensiunilor comerciale globale. Rata șomajului s-a situat peste nivelul structural pentru a treia lună la rând în iunie, după cum rezultă din estimările economice elaborate și prezentate în ultimul grafic din partea dreaptă.

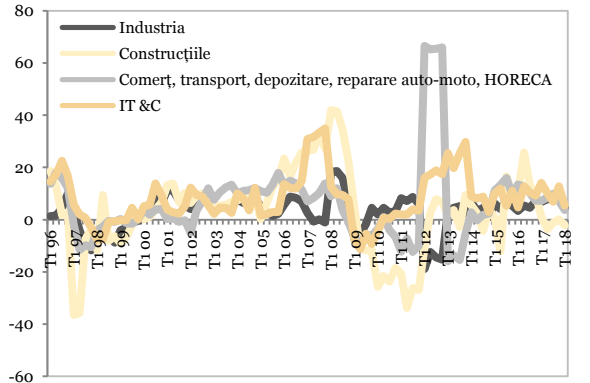
### PIB-ul, investițiile productive, consumul privat (% an/an) sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT



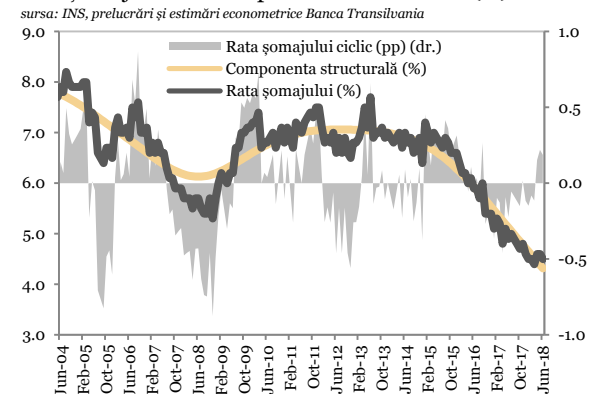
### exporturile vs. importurile (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



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



### rata șomajului vs. componenta structurală (%) sursa: INS, prelucrări și estimări economice Banca Transilvania



## ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Prețurile de consum au continuat tendința ascendentă în trimestrul II al anului curent, în convergență către nivelul țintit de banca centrală, evoluție determinată atât de dinamica componentei core/bază, cât și de contribuția elementelor volatile.
- Astfel, pe indicele **Personal Consumption Expenditure**, agreat de Rezerva Federală, prețurile de consum s-au majorat pentru a 12-a lună la rând în mai, cu un ritm lunar de 0.21% (componenta core a înregistrat o evoluție similară).
- Inflația an/an a accelerat de la 2% în aprilie la 2.3% în mai, cel mai ridicat nivel din martie 2012, poziționându-se, totodată, peste ținta FED (2% an/an).
- Această evoluție a fost determinată, îndeosebi, de contribuția elementelor volatile, pe fondul majorării cotațiilor internaționale la țiței (pe WTI cu 44% an/an).
- Totodată, inflația core/bază a accelerat de la 1.8% an/an în aprilie la 2% an/an în mai (maximul din aprilie 2012), pe fondul evoluției economiei la un ritm peste potențial, în contextul reformei fiscale și nivelului redus al costurilor reale de finanțare.
- Prin urmare, în primele cinci luni din 2018 inflația medie anuală s-a situat la 1.9% (componenta core la 1.7%).
- Dinamica economiei la un ritm peste potențial și accelerarea inflației au determinat banca centrală să continue ciclul monetar post-criză la ședința din luna iunie (a patra din acest an), majorând rata de dobândă de la (1.50%-1.75%) la (1.75%-2.00%), decizie în linie cu așteptările noastre și ale pieței financiare.
- În cadrul ședinței FED a revizuit scenariul central pe termen mediu (reducând prognozele privind rata anuală a șomajului la 3.6% în 2018, respectiv 3.5% în 2019 și 2020 și majorând previziunile privind inflația anuală la 2.1% în 2018, 2019 și 2020).
- Nu în ultimul rând, banca centrală a semnalat continuarea ciclului monetar pe termen scurt și mediu, rata efectivă de dobândă putând să atingă niveluri de 2.4% în 2018, 3.1% în 2019, respectiv 3.4% în 2020.

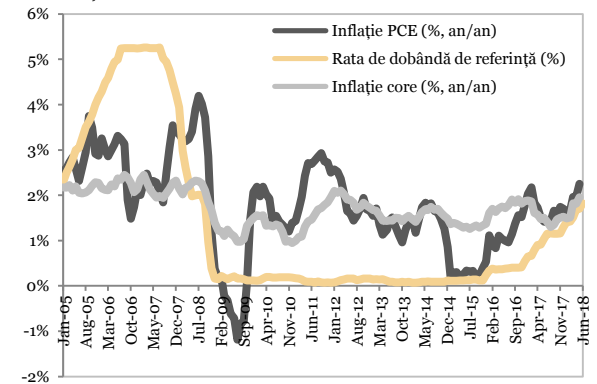
## ZONA EURO

- Datele finale publicate de Eurostat indică creșterea prețurilor de consum cu 0.1% lună/lună în iunie. Creșterea prețurilor la alimente procesate/alcool/tutun, a tarifelor la servicii și a prețurilor la energie cu ritmuri lunare de 0.2%, 0.2%, respectiv 0.9% a contrabalansat ajustarea prețurilor la alimente neprocesate și la bunuri industriale cu câte 0.3% lună/lună.
- Dinamica anuală a prețurilor de consum a accelerat de la 1.9% în mai la 2% în iunie, maximul ultimelor 16 luni. Evoluția a fost determinată de dinamica componentelor volatile, pe segmentul core înregistrându-se un nivel de 0.9% an/an în iunie.
- La șase luni inflația medie s-a situat la 1.5% an/an (componenta core la 1% an/an).
- Persistența inflației core la un nivel redus și acumularea de semnale de decelerare în economia reală au determinat Banca Centrală Europeană să mențină ratele de dobândă de politică monetară la ședința din iunie: -0.40% la depozite, 0% de referință și 0.25% la facilitatea creditare.
- Pe de altă parte, BCE a decis reducerea programului lunar de cumpărare de active la 15 miliarde euro din septembrie și terminarea acestuia în decembrie. La conferința de presă organizată după ședința Președintele Mario Draghi a semnalat menținerea ratelor de dobândă în zona minimelor istorice până în vara anului viitor.

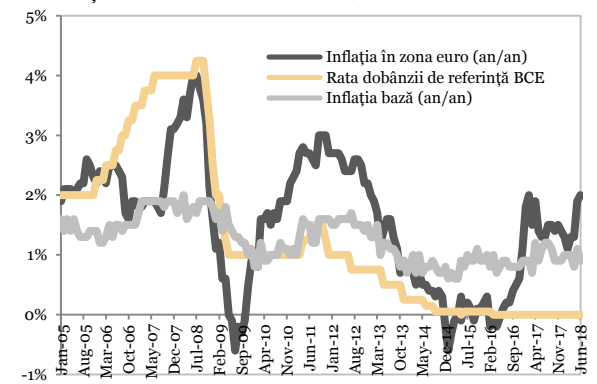
## ROMÂNIA

- Prețurile de consum au stagnat în iunie față de mai, conform INS: majorarea prețurilor la bunuri nealimentare (cu 0.14% lună/lună) și a tarifelor la servicii (cu un ritm lunar de 0.20%) a fost contrabalansată de declinul prețurilor la bunuri alimentare (cu 0.24% lună/lună).
- Inflația an/an s-a consolidat la 5.4% în iunie, maximul din februarie 2013. Prețurile la bunuri alimentare (33.15% din coș) au urcat cu 3.86%, cele la produse nealimentare (45.99% din coș) s-au majorat cu 7.82%, iar tarifele la servicii au crescut cu 2.58%.
- Pe indicele UE inflația an/an a accelerat de la 4.6% în mai la 4.7% în iunie.
- În semestrul I inflația medie s-a situat la 5% an/an (4.1% an/an pe indicele UE), evoluție determinată îndeosebi de liberalizarea prețurilor la energie electrică și gaze naturale, majorarea cotațiilor internaționale la țiței și deprecierea RON.
- La a cincea ședință de politică monetară din 2018 BNR a menținut rata de dobândă de referință la 2.50% și nivelul ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%, dar a semnalat continuarea graduală a ciclului monetar, pentru contracararea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare.

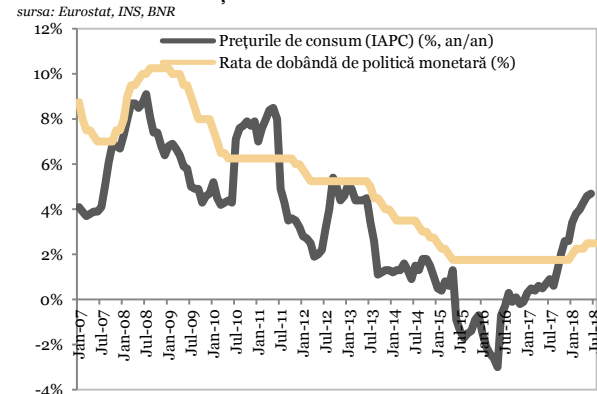
dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în SUA sursa: FED



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



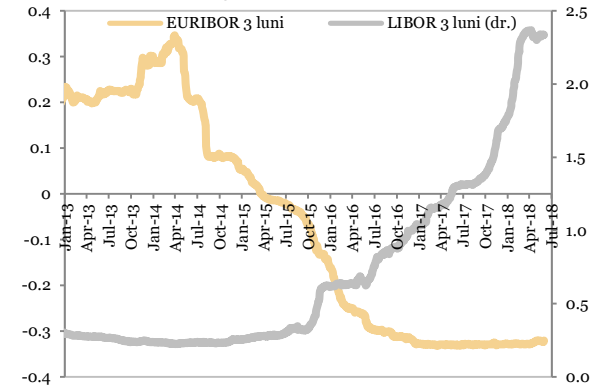
## PIAȚA FINANCIARĂ SUA

- Dimensiunea financiară a economiei a reacționat la dinamica indicatorilor din sfera economiei reale (inclusiv tensiunile comerciale dintre principalele blocuri economice ale lumii), la știrile companiilor (raportările financiare) și la evoluțiile din piețele internaționale de materii prime în trimestrul II al anului curent.
- Se observă continuarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare în plan global, ieșirile de fluxuri de capital din piețele emergente și în dezvoltare și aprecierea dolarului american, la toate aceste evoluții contribuind, în principal, ciclul monetar post-criză din prima economie a lumii.
- Astfel, în Statele Unite ratele de dobândă din piața monetară s-au majorat în trimestrul II, pe fondul deciziei și semnalelor Rezervei Federale privind continuarea și perspectiva intensificării ciclului monetar post-criză. La final de iunie LIBOR la trei luni s-a situat la 2.336%, în creștere cu 0.6% lună/lună, 37.9% ytd și cu 79.8% an/an.
- Pe piața titlurilor de stat rata de dobândă pe scadența 10 ani a fluctuat în intervalul (2.73%-3.12%) în perioada aprilie – iunie 2018, evoluție influențată de impulsul monetar, precum și de unda de volatilitate din piețele de acțiuni, în contextul tensiunilor comerciale globale. Acest indicator a încheiat luna iunie la 2.86%, în stagnare comparativ cu nivelul de la final de mai, dar în creștere cu 18.9% ytd.
- Subliniem însă faptul că diferențialul de rată de dobândă între scadențele 10 ani și doi ani a continuat tendința descendentă situându-se la 0.38 puncte procentuale în iunie, cel mai redus nivel din august 2007, evoluție care confirmă maturitatea ciclului economic post-criză și exprimă premise de decelerare pentru dinamica anuală a PIB-ului nominal în trimestrele următoare.
- Pe piața valutară se evidențiază aprecierea cursului dolarului american în intervalul aprilie-iunie 2018, pe fondul tensiunilor comerciale globale, ciclului monetar post-criză din SUA și retragerilor de capitaluri din statele emergente și în dezvoltare. La final de iunie cursul USD/EUR a înregistrat un nivel de 0.858, în creștere cu 0.4% lună/lună și 2.9% ytd, dar în scădere cu 2.1% an/an.
- Pe piața bursieră indicele Dow Jones s-a corectat în iunie cu 0.6% la 24,271.4 puncte, după două luni de creștere (declin cu 1.8% de la începutul anului). Cu toate acestea, indicele a crescut cu 0.7% între final de martie și sfârșit de iunie.

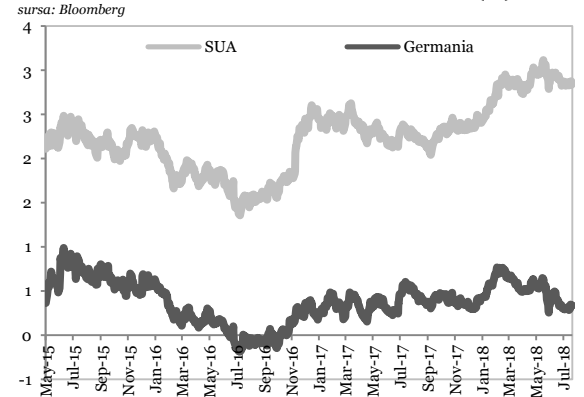
## ZONA EURO

- În T2 piața financiară a resimțit climatul global, provocările din sfera procesului de integrare economică (inclusiv tensiunile din Italia), semnalele de decelerare economică din regiune și evoluțiile din piețele internaționale de materii prime.
- În sfera pieței monetare se observă consolidarea EURIBOR la trei luni în zona minimelor istorice (-0.321% la final de iunie, în stagnare comparativ cu valoarea de la sfârșit de mai), evoluție determinată de continuarea politicii monetare relaxate de către BCE. EURIBOR la trei luni se poziționează însă în zona de inflexiune (la final de 2017 s-a situat la -0.329%), dat fiind că BCE a semnalat finalul acestei politici relaxate.
- În sfera pieței titlurilor de stat ratele de dobândă au scăzut în Germania în trimestrul II, pe fondul intrărilor de noi fluxuri de capital, în contextul nivelului ridicat al percepției de risc. Rata de dobândă pe scadența 10 ani s-a situat la 0.30% la final de iunie, în scădere cu 10.9% lună/lună și cu 29% ytd.
- Pe piața valutară EUR/USD s-a depreciat în ultima perioadă, pe fondul intensificării divergențelor de politică monetară (SUA-Zona Euro). Cursul s-a situat la 1.1658 la final de iunie, în scădere cu 0.4% lună/lună și cu 2.8% ytd (în creștere cu 2.1% an/an).
- Nu în ultimul rând, piața de acțiuni a scăzut pentru a doua lună consecutiv în iunie, pe fondul tensiunilor comerciale globale și provocărilor regionale (inclusiv procesul de decelerare). Indicele pan-european EuroStoxx 50 a încheiat luna iunie la 3,395.6 puncte, în scădere cu 0.3% lună/lună și cu 3.1% ytd, dar în urcare cu 1% față de nivelul de la final de martie.

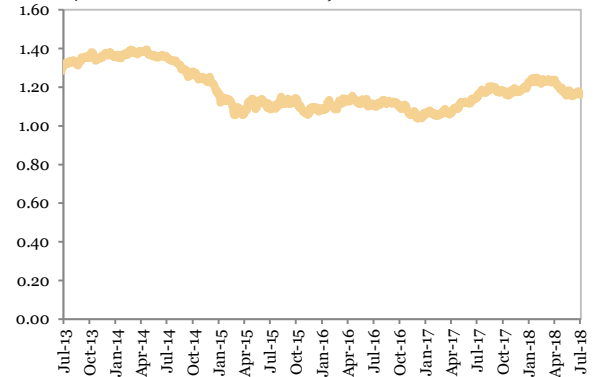
rata de dobândă la 3 luni (%) sursa: Bloomberg



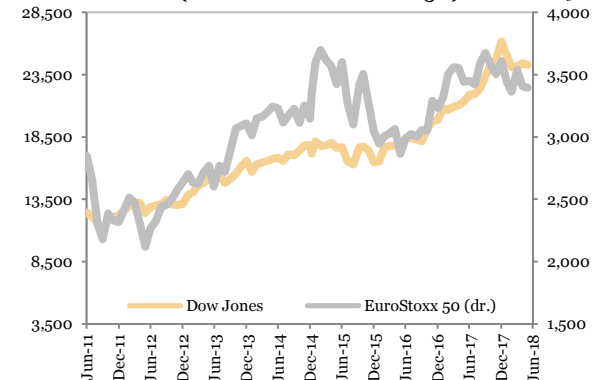
rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (%) sursa: Bloomberg



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



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



## ROMÂNIA

• Piața financiară internă a reacționat la climatul din piețele internaționale și la știrile interne în al doilea trimestru din 2018. Persistența volatilității în sfera piețelor emergente și provocările din plan intern (inclusiv din sfera echilibrelor macroeconomice) au condus la continuarea tendințelor de majorare a costurilor de finanțare și de depreciere a monedei naționale.

## PIAȚA MONETARĂ

- În sfera pieței monetare ratele de dobândă s-au majorat în iunie (în convergență spre maximele din 2014), pe fondul deciziilor și semnalelor Băncii Naționale a României (continuarea ciclului monetar, pentru contracararea factorilor de risc la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare).
- Astfel, ratele de dobândă pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și 12 luni au înregistrat la finele lunii iunie valori de 3.46%, 3.45%, 3.44%, 3.18%, 3.15%, 3.24%, 3.25%, respectiv 3.31%, în urcare cu dinamici lunare de 20%, 19%, 18%, 11%, 11%, 10%, 8%, respectiv 9%.
- Între finalul anului 2017 și sfârșitul primului semestru din 2018 nivelurile ROBOR s-au majorat, în medie, cu 1.53 puncte procentuale, avansul fiind mai puternic pe scadențele foarte scurte: overnight (2.37 puncte procentuale), tomorrow next (2.34 puncte procentuale) și o săptămână (2.20 puncte procentuale).
- În ceea ce privește valorile medii lunare s-au înregistrat creșteri ale ROBOR în iunie, în medie cu 10% lună/lună și cu 329% an/an.

## PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- Curba randamentelor s-a deplasat în sus în luna iunie, în medie cu 55 puncte bază, avansul fiind mai puternic pe scadențele scurte, în contextul impulsului monetar.
- Această evoluție a fost determinată atât de deteriorarea climatului investițional pe piețele emergente, cât și de acumularea de provocări în ceea ce privește situația finanțelor publice interne.
- Astfel, rata de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) s-a situat la 5.20% la final de iunie (în zona maximelor din 2014), în urcare cu 7.4% lună/lună și cu 20.5% ytd.
- Acest indicator a înregistrat un nivel mediu lunar de 4.97% în iunie, în creștere cu 4.8% față de luna anterioară.
- În iunie Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 3.1 miliarde RON pe piața internă (din care 168.6 milioane RON prin certificate pe șase luni), cu 15% sub nivelul programat, dar cu 63% peste cel realizat în luna mai.

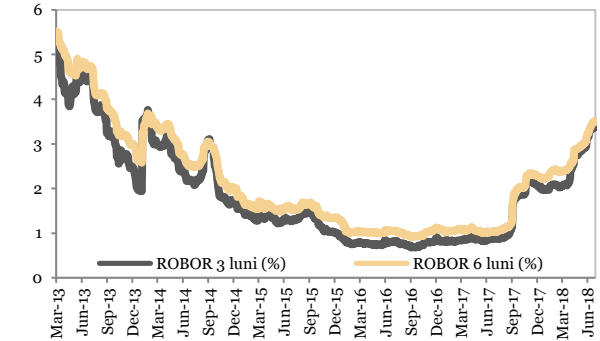
## PIAȚA VALUTARĂ

- Cursul EUR/RON a continuat tendința de apreciere în trimestrul II, evoluție determinată de persistența volatilității pe piețele financiare globale (cu impact asupra fluxurilor de capital adresate piețelor emergente) și de nivelul redus al ratelor reale de dobândă la RON (dată fiind accelerarea inflației).
- La BNR EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.6485 – 4.6695) în iunie, notându-se o apreciere în primele trei săptămâni, până la nivelul maxim istoric de 4.6695.
- EUR/RON a înregistrat un nivel mediu de 4.6605 în iunie (similar cu cel din martie, maxim istoric), în creștere cu 0.47% lună/lună și cu 1.95% an/an.
- La final de iunie cursul EUR/RON s-a situat la 4.6611, în urcare cu 0.27% lună/lună, cu 0.03% ytd și cu 2.35% an/an.

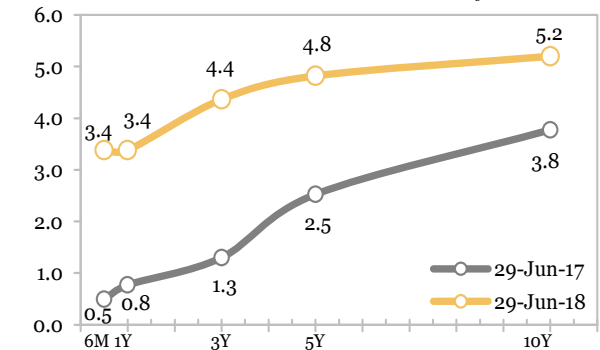
## PIAȚA BURSIERĂ

- În iunie bursa de valori a resimțit unda de volatilitate din piețele globale și tensiunile din plan intern (inclusiv incertitudinile privind pilonul II al sistemului de pensii).
- După două luni de ajustare indicele BET a crescut cu 0.1% în iunie, la 8,087.0 puncte (avans cu 4.3% de la începutul anului).
- Cu toate acestea, indicele BET s-a corectat cu 7.2% în trimestrul II, perioadă în care indicii S&P 500 din SUA și EuroStoxx 600 din Europa au înregistrat creșteri cu ritmuri de 2.9%, respectiv 2.4%.

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

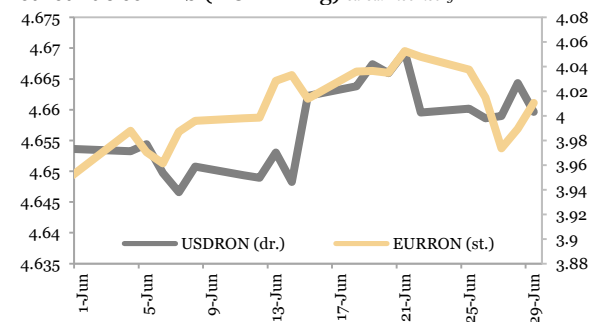


curba randamentelor în România sursa: Bloomberg

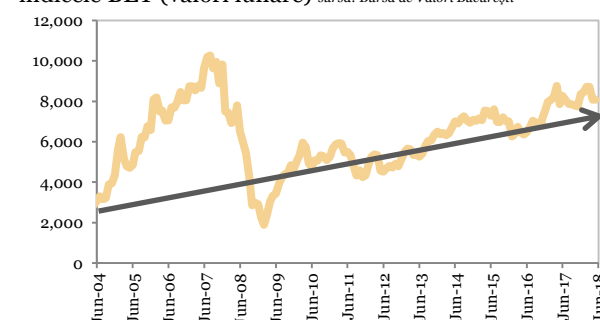


licitații M. Finanțe (iunie)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
04-Iun-2018	231.0	29-Apr-2024	4.78
07-Iun-2018	168.6	10-Dec-2018	2.93
07-Iun-2018	575.0	08-Mar-2022	4.57
11-Iun-2018	732.5	28-Iun-2023	4.80
14-Iun-2018	431.0	29-Apr-2019	3.09
18-Iun-2018	329.0	22-Mar-2021	4.05
21-Iun-2018	118.9	24-Sep-2031	5.38
25-Iun-2018	500.0	27-Oct-2021	4.58

cursul de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



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



## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

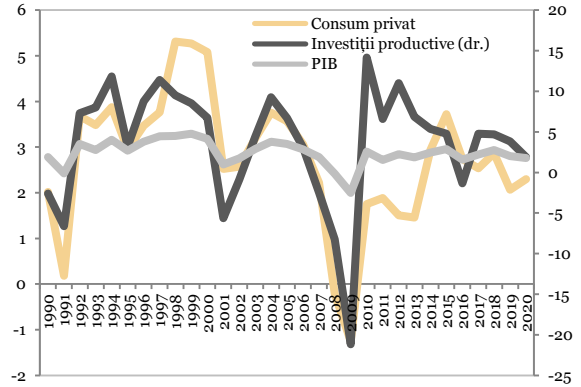
### ECONOMIA REALĂ SUA

- Prognozele macroeconomice pe termen mediu pentru prima economie a lumii au fost actualizate prin introducerea în modelare a evoluțiilor macro-financiare din ultimele săptămâni.
- Scenariul macroeconomic revizuit indică perspectiva accelerării dinamicii anuale a PIB de la 2.2% an/an în 2017 la 2.8% an/an în 2018, într-o evoluție susținută de consolidarea momentului favorabil din sfera investițiilor productive (creștere cu 4.7% an/an, ritm apropiat de cel înregistrat în 2017) și de redinamizarea consumului privat (avans cu 2.9% an/an).
- Totodată, ne așteptăm la o contribuție favorabilă și din partea cererii externe nete, pe fondul accelerării exporturilor (de la 3% an/an în 2017 la 4.4% an/an în 2018) și decelerării importurilor (de la 4.6% an/an la 4.3% an/an).
- Cu toate acestea, prognozăm decelerarea ritmului anual de creștere economică (în convergență spre potențial), spre 2% în 2019, respectiv 1.8% în 2020.
- Această perspectivă este susținută de dispariția impactului reformei fiscale și de normalizarea politicii monetare, cu impact asupra costurilor de finanțare.
- În acest scenariu dinamica anuală a consumului privat se va situa la 2.1% în 2019, respectiv 2.3% în 2020.
- Totodată, pentru investițiile productive previzionăm decelerarea ritmului anual la 3.8% în 2019, respectiv 1.9% în 2020.
- În ceea ce privește consumul public ne așteptăm la dinamici anuale de 0.5% în 2019, respectiv 0.4% în 2020.
- Nu în ultimul rând, în sfera cererii externe nete previzionăm ritmuri medii anuale pentru exporturi și importuri de 3.3%, respectiv 3.7% în intervalul 2019-2020.
- Pe piața forței de muncă ne așteptăm la un proces de inflexiune (schimbare de tendință, din ameliorare în deteriorare) până la finalul acestui an, aspect semnalat și în al doilea grafic din partea dreaptă. Printre factorii care susțin această perspectivă se numără maturitatea ciclului economic post-criză și acumularea de tensiuni și provocări în plan global, cu impact asupra climatului investițional. Astfel, rata medie anuală a șomajului s-ar putea reduce de la 4.4% în 2017 la 4.1% în 2018 (nivelul minim din anul 2000), după care s-ar putea majora la 4.6% în 2019, respectiv 4.9% în 2020.
- Apreciem că mix-ul de politici economice (cu impact asupra relațiilor cu celelalte țări importante din peisajul economiei mondiale, dar și asupra echilibrelor macroeconomice interne), coroborat cu tensiunile geo-politice globale reprezintă principalele incertitudini pentru evoluția economiei SUA pe termen scurt și mediu.

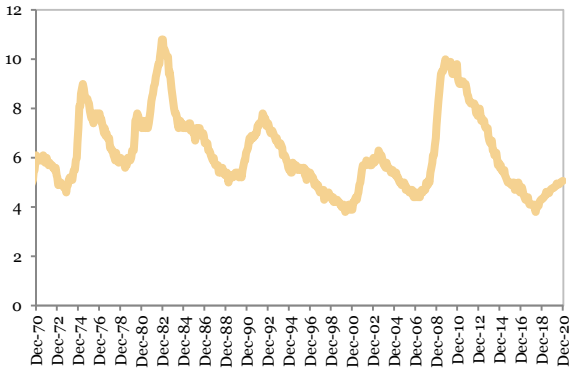
### ZONA EURO

- Prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale și regionale) am actualizat scenariul central de previziune pe termen mediu pentru economia Zonei Euro (principalul partener economic al României).
- Noile prognoze indică perspectiva decelerării dinamicii anuale a PIB-ului din regiune (în convergență spre potențial) de la 2.4% în 2017 la 2% în 2018, 1.9% în 2019 și 1.8% în 2020.
- Acest scenariu este susținut de maturitatea ciclului economic internațional, tensiunile comerciale globale și perspectiva rebalansării politicii economice regionale.
- Pentru investițiile productive (motorul economiei) previzionăm ritmuri medii anuale de 3.4% în 2018, 3.2% în 2019, respectiv 1.7% în 2020, pe fondul creșterii marjei de manevră a politicii fiscal-bugetare și nivelului redus al costurilor reale de finanțare.
- În ceea ce privește consumul privat ne așteptăm la decelerarea dinamicii anuale de la 1.6% în 2017 la 1.5% în 2018, 1.4% în 2019, respectiv 1.3% în 2020.
- Totodată, previzionăm un avans al consumului public cu un ritm mediu anual de 1.2% în orizontul 2018-2020.
- La nivelul cererii externe nete ne așteptăm la decelerarea exporturilor și importurilor, spre ritmuri medii anuale de 3.7%, respectiv 3.4% între 2018-2020.
- Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă previzionăm consolidarea climatului pozitiv: rata medie anuală a șomajului s-ar putea reduce de la 9.1% în 2017 la 8.4% în 2018, respectiv 8.2% în 2019-2020 (nivelul minim din 2008).
- Apreciem că factorii de risc pentru acest scenariu constau în: evoluțiile din piețele financiare internaționale, cu impact asupra climatului investițional; deciziile de politică economică și tensiunile regionale; climatul geo-politic internațional.

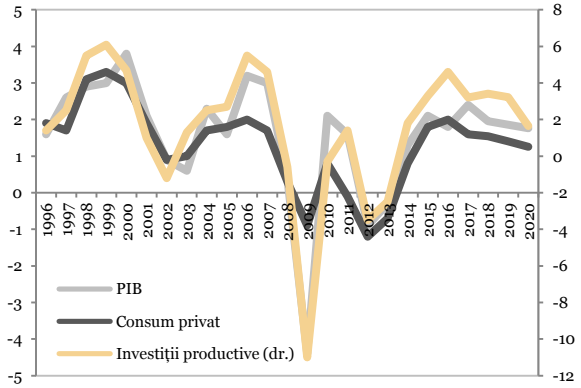
PIB-ul, consumul privat, investițiile productive în SUA (% an/an) sursa: Departamentul Comerțului din SUA, previziuni BT



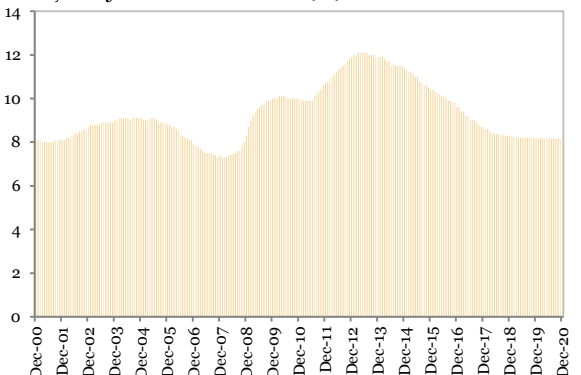
rata șomajului în SUA (%) sursa: previziuni BT pe baza datelor Departamentului Muncii (SUA)



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



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

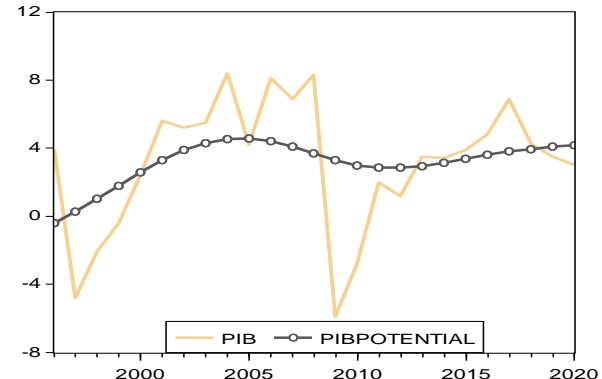




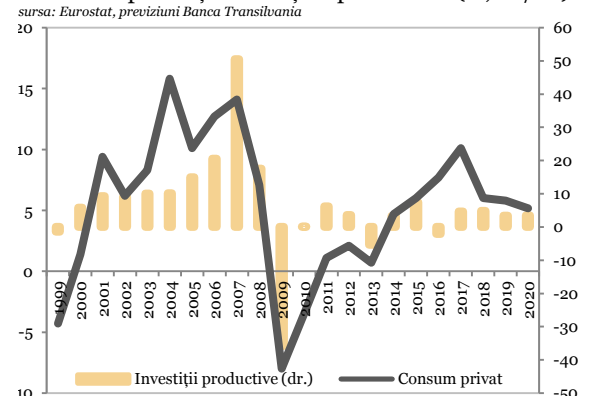
## ROMÂNIA

- Am actualizat previziunile pe termen mediu pentru economia României, prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare (globale, europene și interne), inclusiv a estimărilor provizorii (2) privind dinamica PIB-ului și componentelor din T1 2018, dar și a revizuirilor efectuate pentru anii anteriori.
- Scenariul central actualizat indică continuarea procesului de decelerare economică, în convergență către ritmul potențial, în contextul acumulării de semnale privind maturitatea ciclului global/european post-criză și a rebalansării politicii economice pe plan intern.
- Subliniem faptul că această perspectivă este susținută și de tendința de deteriorare a indicatorilor de încredere (calculați de Comisia Europeană), precum și de diminuarea diferențialului de rată de dobândă (între scadențele lungă și scurtă) către nivelurile din primăvara 2015 (înainte de implementarea primelor măsuri din Noul Cod Fiscal).
- Noile prognoze indică perspectiva decelerării dinamicii anuale a PIB de la 6.9% în 2017 la 4.3% în 2018, 3.5% în 2019, respectiv 3% în 2020. Cu alte cuvinte, economia internă ar putea evolua la un ritm sub potențial în 2019 și 2020, după cum rezultă din estimările econometrice elaborate și prezentate în primul grafic din partea dreaptă.
- În acest scenariu ne așteptăm la continuarea ciclului investițional, evoluție susținută de o serie de factori: impulsul exporturilor și investițiile străine directe (avans cu 17.6% la 1.7 miliarde EUR în perioada ianuarie-mai, conform Băncii Naționale a României), redinamizarea investițiilor publice și nivelul accesibil al costurilor reale de finanțare. Astfel, investițiile productive (pondere de 22.6% din PIB în 2017) ar putea înregistra dinamici anuale de 4.9% în 2018, 3.4% în 2019, respectiv 3.5% în 2020.
- Pentru consumul privat (principală componentă a PIB, cu o pondere de 62.5%) previzionăm decelerarea ritmului anual de la 10.1% în 2017 la 6% în 2018, 5.8% în 2019, respectiv 5.2% în 2020. Această perspectivă de normalizare a consumului populației este bazată pe o serie de factori: maturitatea pieței forței de muncă și din piața imobiliară și majorarea graduală a costurilor de finanțare. Cu toate acestea, ne așteptăm la o dinamică a consumului apropiată de ritmul potențial, date fiind și tendința pozitivă din turism și diminuarea economiei informale.
- Pe de altă parte, subliniem faptul că marja de manevră pentru consumul public este limitată de nivelul ridicat al deficitului bugetar (4.2% din PIB în trimestrul I, nivelul maxim din ultimii cinci ani, conform Eurostat). În acest context, apreciem că este în creștere probabilitatea implementării de măsuri de consolidare fiscal-bugetară în ultimul trimestru din acest an, dat fiind riscul ca deficitul bugetar să depășească pragul de 3% din PIB în 2018 (limita impusă de Pactul de Stabilitate și Creștere).
- În sfera cererii externe nete previzionăm decelerarea exporturilor și importurilor, în contextul tensiunilor comerciale globale și deteriorării competitivității internaționale (aspect reflectat de aprecierea cursului real efectiv al monedei naționale în perioada recentă). Astfel, dinamica anuală a exporturilor ar putea decelera de la 9.7% în 2017 la 8.0% în 2018, 6.5% în 2019, respectiv 6.3% în 2020. Pentru importuri previzionăm ritmuri anuale de 9.1% în 2018, 8.3% în 2019, respectiv 8.4% în 2020, după avansul cu 11.3% din 2017 (cea mai bună dinamică din 2010).
- Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă prognozăm consolidarea climatului favorabil pe termen scurt: componenta structurală a ratei șomajului ar putea să scadă la 4.5% în 2018, nivelul minim din anii 1990. Cu toate acestea, atragem atenția cu privire la faptul că acest indicator s-ar putea majora gradual, la 4.8% în 2019, respectiv 5.4% în 2020, pe fondul evoluției economiei la un ritm sub potențial.
- Factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: evoluțiile din economia reală și din economia financiară din principalele țări pe glob (inclusiv tensiunile comerciale, geo-politice și mix-ul de politici economice); provocările și tensiunile interne (inclusiv deteriorarea echilibrelor macroeconomice și tergiversarea reformelor structurale); fluctuațiile din piețele internaționale de materii prime.

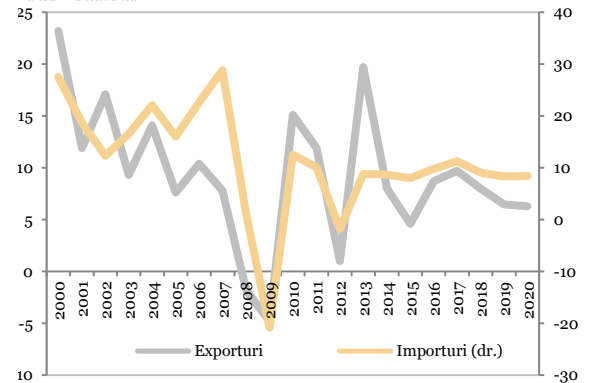
PIB vs. PIB potențial (% an/an) sursa: Eurostat, estimări și previziuni BT



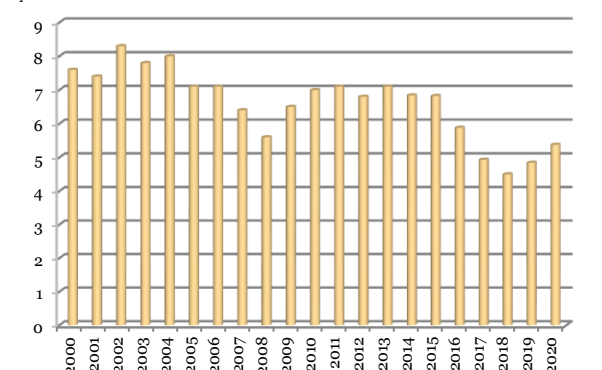
consumul privat și investițiile productive (% an/an)



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 pe termen mediu privind dinamica prețurilor de consum (pe indicatorul PCE – *Personal Consumption Expenditure*, agreat de FED), prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare și a celor din piețele internaționale de materii prime din perioada recentă.
- Noile prognoze indică o inflație medie anuală în accelerare de la 1.7% în 2017 la 2.1% în 2018, cel mai ridicat nivel din 2011. Inflația s-ar putea consolida la 2.1% an/an în 2019, după care va decelera la 1.9% în 2020.
- Altfel spus, ne așteptăm ca inflația să persiste peste nivelul țintit de Rezerva Federală (2%) până spre finalul anului 2019, pe fondul evoluției economiei la un ritm peste potențial.
- Contextul caracterizat prin climatul favorabil din piața forței de muncă (rata șomajului la minimum din anii 1970) și poziționarea inflației peste ținta băncii centrale exprimă perspectiva continuării ciclului monetar post-criză (procesul de normalizare) în trimestrele următoare.
- De altfel, FED a semnalat încă două majorări ale ratei de dobândă de politică monetară cu câte 25 puncte bază până la final de an, astfel încât rata reală de dobândă ar putea reveni în teritoriu pozitiv, pentru prima oară din toamna anului 2009.

## ZONA EURO

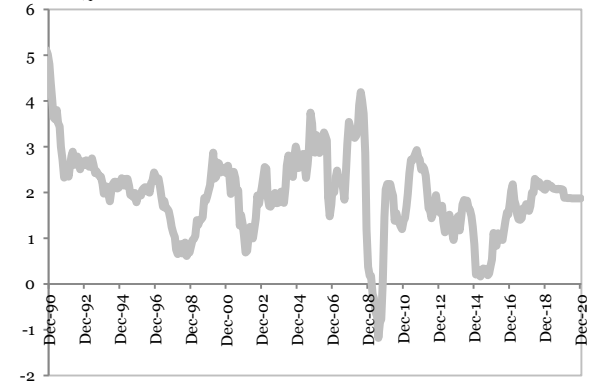
- Conform scenariului central actualizat inflația medie anuală ar putea accelera de la 1.5% în 2017 la 1.7% în 2018 și 1.9% în 2019 și 2020 (cel mai ridicat nivel din 2012).
- Acest scenariu are la bază și perspectiva convergenței graduale a inflației core/bază către pragul de 2%, în contextul evoluției economiei la un ritm peste potențial, consolidării climatului pozitiv din piața forței de muncă și creșterii marjei de intervenție a politicii fiscal-bugetare, după procesul de consolidare din ultimii ani (raportul deficit bugetar / PIB s-a redus la 0.1% în T1 2018, nivel minim istoric).
- În acest context, ne așteptăm ca Banca Centrală Europeană să demareze un nou ciclu monetar în 2019 (aspect semnalat de altfel pe parcursul ultimelor trimestre), inclusiv pentru a reface marja de manevră a politicii monetare.
- Subliniem însă faptul că deciziile viitoare de politică monetară în regiune sunt dificile, date fiind o serie de aspecte: maturitatea ciclului economic post-criză, intensificarea percepției de risc investițional în plan global, cu impact asupra fluxurilor de capital adresate țărilor din regiune (și consecințe în ceea ce privește procesul de convergență economică europeană), dar și acumularea de provocări și incertitudini (inclusiv Brexit, tensiunile comerciale globale, etc).

## ROMÂNIA

- În scenariul central ne așteptăm la accelerarea inflației medii anuale (pe indicele armonizat UE) de la 1.1% în 2017 la 3.6% în 2018, urmată de decelerare la 2.9% în 2019, respectiv 2.6% în 2020.
- Poziționarea inflației peste limita superioară a intervalului țintă al băncii centrale, coroborată cu acumularea de provocări din sfera echilibrului macroeconomic, într-o perioadă în care economia evoluează la un ritm apropiat de potențial exprimă premise de continuare a ciclului monetar post-criză de către BNR.
- Conform scenariului nostru central rata de dobândă de politică monetară ar putea atinge un nivel de 3.25% în vârful ciclului monetar post-criză.
- Altfel spus, considerăm că există spațiu pentru noi ajustări ale ratei de dobândă de politică monetară pe plan intern, pentru contracararea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare, dar și pentru construirea de spațiu de manevră de intervenție la momentul incidenței unor șocuri adverse în economie, într-un context internațional caracterizat prin ciclul monetar post-criză din Statele Unite (cu impact asupra costului de finanțare în plan global și direcției fluxurilor de capital adresate economiilor emergente), divergențele de politică monetară, tensiunile comerciale și acumularea de semnale de maturitate ale ciclului economic post-criză.

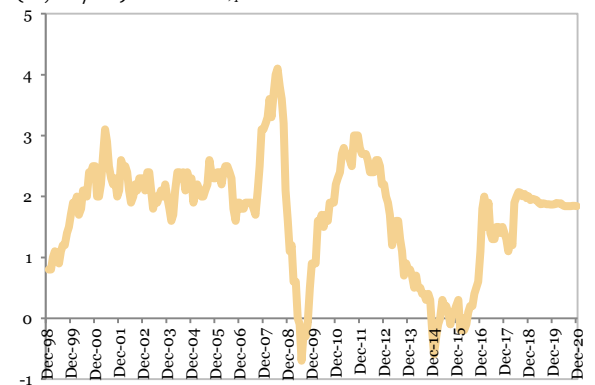
dinamica prețurilor de consum în SUA (% an/an)

sursa: FED, previziuni Banca Transilvania



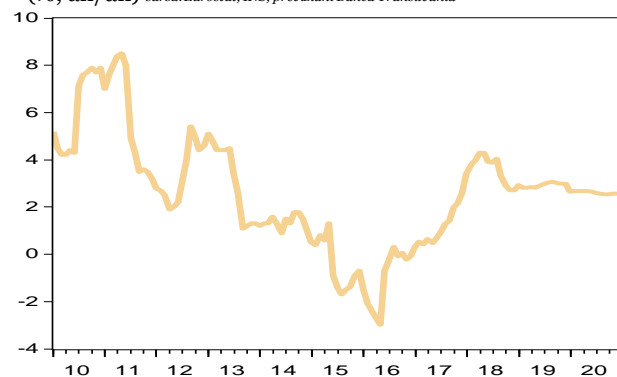
dinamica prețurilor de consum în Zona Euro (% an/an)

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în România (IAPC) (% an/an)

sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



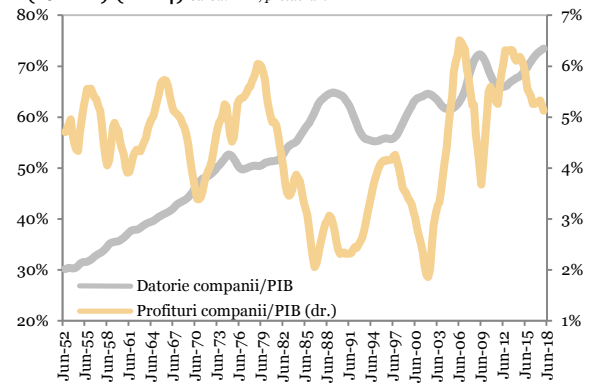
## PIEȚELE FINANCIARE SUA

- Pentru trimestrele următoare ne așteptăm la reacții ale piețelor financiare la factori precum: dinamica indicatorilor macroeconomici și mix-ul de politici economice din principalele blocuri ale lumii (Statele Unite, Zona Euro, China) (inclusiv deciziile din sfera politicii comerciale); confruntarea valutară globală (reflectedă și în al treilea grafic din partea dreaptă); știrile din sfera companiilor listate; fluctuațiile din piețele internaționale de materii prime; tensiunile geo-politice.
- În ceea ce privește piața financiară din Statele Unite previzionăm continuarea tendinței de majorare graduală a costurilor de finanțare pe termen scurt, pe fondul ciclului monetar post-criză implementat de Rezerva Federală, în contextul intensificării inflației și evoluției economiei la un ritm peste potențial. Astfel, considerăm ridicată probabilitatea ca LIBOR la trei luni să testeze pragul de 3% la finalul anului curent.
- De asemenea, impulsul monetar (inclusiv vânzările de active derulate de FED) și accelerarea dinamicii PIB-ului nominal pe termen scurt sunt factori care susțin continuarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare pe termen mediu-lung, cu perspectiva convergenței ratei de dobândă la titlurile de stat la 10 ani spre nivelul de 3.5% în 2018.
- Pe de altă parte, pe piața de acțiuni se acumulează o serie de semnale care indică perspectiva unor ajustări mai ample în trimestrele următoare: maturitatea ciclului din economia reală; normalizarea politicii monetare (majorarea ratei de dobândă de referință și vânzarea de titluri de stat și titluri ipotecare); nivelul ridicat al indicatorilor de evaluare; gradul ridicat de îndatorare în sfera companiilor ne-financiare și tendința de deteriorare a profiturilor (după cum se poate nota în primul grafic alăturat); confruntarea valutară globală; diminuarea diferențialului de rată de dobândă între scadențele 10 ani și doi ani (în convergență spre minimul din 2007).
- În sfera pieței valutare apreciem că există spațiu de apreciere pentru dolarul american, pe fondul majorării diferențialului de rată de dobândă (în contextul ciclului monetar al FED), dar și a perspectivelor de intensificare a percepției de risc pe piețele financiare globale.
- Considerăm că factorii de risc pentru acest scenariu constau în: deciziile de politică economică din SUA (inclusiv cele din sfera politicii comerciale); climatul macro-financiar din Zona Euro și China; evoluțiile din piețele internaționale de materii prime; climatul geo-politic global și cel politic american.

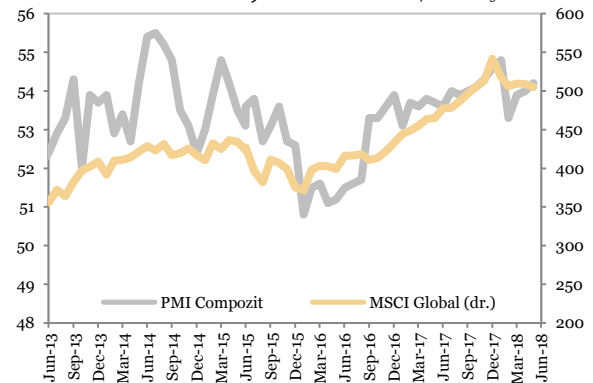
## ZONA EURO

- Banca Centrală Europeană (BCE) a semnalat continuarea politicii monetare acomodative pe termen scurt, cu perspectiva terminării programului de cumpărare de active în acest an și a majorării ratei de dobândă de referință spre jumătatea anului viitor, deși inflația s-a intensificat în perioada recentă (dinamica anuală a prețurilor de consum depășind nivelul de 2% în iulie, maximul din decembrie 2012).
- Altfel spus, BCE acordă importanță mai ridicată persistenței inflației core la un nivel redus (0.9% an/an în iulie, conform estimărilor preliminare Eurostat) și semnalelor de decelerare din economie.
- În acest context, considerăm că EURIBOR la trei luni se va consolida în zona minimelor istorice în lunile următoare, cu perspectiva revenirii în teritoriu pozitiv în 2019, condiționat de lansarea de către BCE a ciclului monetar post-criză.
- Pe de altă parte, previzionăm că rata de dobândă la titlurile de stat germane la 10 ani va crește în trimestrele următoare, evoluție convergentă cu piața americană, pe fondul majorării costurilor de finanțare în plan global, dar și a accelerării inflației regionale.
- Pentru bursa de valori ne așteptăm la reacții la: evoluțiile din piețele globale, știrile companiilor, climatul macroeconomic și cel politic din regiune (inclusiv provocările determinate de Brexit) și tensiunile comerciale și geo-politice globale.
- Apreciam că factorii de risc pentru evoluția pieței financiare regionale pe termen scurt sunt: dinamica macro-financiară din SUA și China; deciziile de politică economică din regiune; fluctuațiile cotațiilor internaționale la țigări și alte materii prime; tensiunile comerciale și geo-politice globale.

profituri vs. datorii companii ne-financiare în SUA (% PIB) (MA4) sursa: FED, prelucrări BT

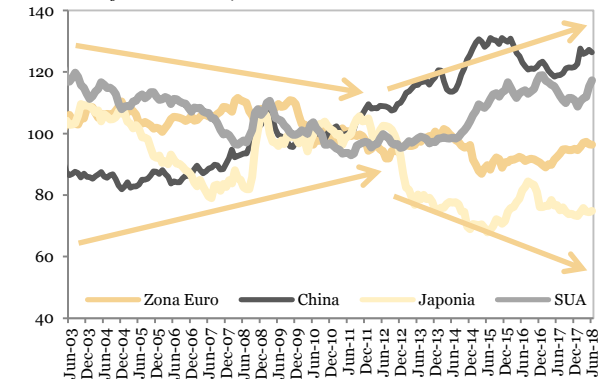


economia mondială (indicatorul PMI Compozit vs. indicele MSCI Global) surse: Markit Economics și Bloomberg

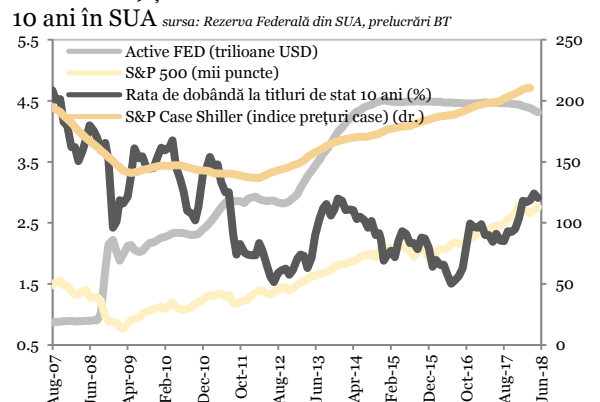


cursul de schimb real efectiv (2010 = 100)

sursa: Banca Reglementelor Internaționale



activele FED, indicele S&P 500, prețurile caselor (S&P Case Shiller) și rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani în SUA sursa: Rezerva Federală din SUA, prelucrări BT



## ROMÂNIA

- În scenariul central ne așteptăm ca piața financiară să fie influențată de evoluțiile din piețele financiare globale și europene și de informațiile macroeconomice și politice interne.
- La nivelul pieței monetare previzionăm continuarea tendinței de majorare a ratelor de dobândă, pe fondul ciclului monetar post-criză (ne așteptăm ca BNR să decidă noi creșteri ale ratei de dobândă de referință în acest an, pentru contracararea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare), dar și a acumulării de provocări și tensiuni în economie.
- În acest context subliniem faptul că ROBOR pe scadențele trei luni și șase luni s-ar putea apropia de 4% la finalul acestui an.
- De asemenea, considerăm că există spațiu pentru deplasarea în sus a curbei randamentelor, pe fondul majorării costurilor de finanțare în plan global (dat fiind ciclul FED), dar și a factorilor interni (impulsul monetar, accelerarea PIB nominal și deteriorarea echilibrelor macroeconomice).
- Conform previziunilor actualizate prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare (externe și interne) recente rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani ar putea crește de la 3.9% în 2017, la 4.7% în 2018, respectiv 5.5% în 2019, urmând să se ajusteze la 5.2% în 2020.
- În iulie Ministerul Finanțelor a planificat licitații pe piața internă în valoare de 3.1 miliarde RON.
- Nu în ultimul rând, în sfera pieței valutare ne așteptăm la continuarea tendinței de creștere a EUR/RON, spre valori medii anuale de 4.68 în 2018, 4.72 în 2019, respectiv 4.75 în 2020.
- Acest scenariu este susținut de intensificarea volatilității pe piețele financiare emergente (inclusiv ca urmare a ciclului monetar din SUA), dar și a riscurilor la adresa stabilității macro-financiare pe plan intern (inclusiv deteriorarea finanțelor publice și a poziției externe).
- În încheiere menționăm factorii de risc pentru dinamica pieței financiare pe termen scurt: evoluțiile macro-financiare globale și europene; deciziile de politică economică din SUA, China, Zona Euro și România; evoluția deficitului bugetar și a deficitului de cont curent; tensiunile publice interne; climatul geo-politic global și regional.

licitații M. Finanțe (iulie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
02-Iul-2018	345	Titluri	26-Oct-2020
05-Iul-2018	460	Titluri	28-Iun-2023
09-Iul-2018	345	Titluri	24-Iun-2019
12-Iul-2018	460	Titluri	08-Mar-2022
16-Iul-2018	230	Titluri	24-Sep-2031
19-Iul-2018	460	Titluri	29-Apr-2024
23-Iul-2018	460	Titluri	27-Oct-2021
26-Iul-2018	345	Titluri	26-Feb-2020

titluri de stat în circulație <small>sursa: BNR</small>	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1818CTNo60	171.1		Dec-18
RO1819CTNo50	190.7		May-19
RO1521DBNo41	9,133.4	3.25	Mar-21
RO1823DBNo25	3,349.0	4.25	Iun-23
RO1227DBNo11	9,795.6	5.80	Iul-27

	previziuni EUR/RON <small>sursa: Banca Transilvania</small>			
	Min	Medie	Max	Mediana
<b>2016</b>	<b>4.4444</b>	<b>4.49</b>	<b>4.5411</b>	<b>4.49</b>
<b>2017</b>	<b>4.4888</b>	<b>4.57</b>	<b>4.6597</b>	<b>4.57</b>
<b>2018</b>	<b>4.6225</b>	<b>4.68</b>	<b>4.7306</b>	<b>4.68</b>
<b>2019</b>	<b>4.6657</b>	<b>4.72</b>	<b>4.7446</b>	<b>4.72</b>
<b>2020</b>	<b>4.6652</b>	<b>4.75</b>	<b>4.7586</b>	<b>4.75</b>

## 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)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 & TRANZAȚIONARE

### Teo Birle

Director Trezorerie | Banca Transilvania  
(+4) 0374.471.441  
teo.birle@bancatransilvania.ro

### Cosmin Bota

Broker Senior | 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/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 informațiilor 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 uneia 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 investițiilor le 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 oricând 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 acestora.

Banca Transilvania, angajații sau colaboratorii săi sau ai subsidiarelor sale pot avea expunere pe orice instrument financiar analizat în raport.

Reproducerea totală sau parțială a acestui raport este permisă doar prin menționarea sursei.

Arhiva rapoartelor de analiză emise de Banca Transilvania/subsidiarele sale poate fi consultată accesând <https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/>.