

Ajustări la șocuri externe și distorsiuni interne | 25 martie 2016

dr. Andrei RĂDULESCU Senior Economist, Banca Transilvania | andrei.radulescu@btr.ro | (+4)021.405.5938

Evoluții macroeconomice recente

- Climatul macro-financiar mondial s-a stabilizat recent, după unda de turbulențe din debutul anului, sub influența politicii monetare acomodative în implementare pe glob și a consolidării cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime.
- În SUA consolidarea și inflexiunea indicatorilor macro-financiar, după decelerarea din ultimele luni, au determinat FED să semnaleze continuarea ciclului monetar.
- De asemenea, indicatorii macroeconomici s-au ameliorat recent și în Zona Euro, intensificarea factorilor de risc fiind anulată de noile măsuri de relaxare monetară implementate de Banca Centrală Europeană la a doua ședință din acest an.
- În România climatul macro-financiar se menține pozitiv, deși economia a resimțit recent provocările din piețele financiare internaționale și din economiile emergente, precum și distorsiunile pe plan intern, determinate de proiectul Legii dării în plată.
- În sfera economiei financiare, dinamica anuală a prețurilor de consum a fost influențată în perioada recentă îndeosebi de evoluția cotațiilor internaționale la țiței. Se notează revenirea în teritoriu negativ a dinamicii anuale a prețurilor de consum în Zona Euro în februarie (-0.2%), lună în care în România s-a înregistrat un ritm record de declin (2.68%). Piețele financiare au consemnat evoluții favorabile în ultimele cinci săptămâni, fiind contrabalansate efectele panicii de la începutul anului.

Scenariul macroeconomic central

- Am ajustat scenariul central de previziune pe termen mediu pe România prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale, europene și interne) (inclusiv a estimărilor provizorii (1) privind dinamica componentelor PIB din 2015).
- Noile prognoze indică premise de continuare a procesului de accelerare în economia României, prin motorul investițiilor productive, evoluție susținută de consolidarea momentului favorabil în sfera consumului privat, dinamica favorabilă din piața creditului în RON și relansarea economică europeană. Cu toate acestea, am redus previziunile privind dinamica PIB-ului pe termen mediu (la 5% în 2016, 4.9% în 2017 și 4.5% în 2018), pe fondul ajustării componenteii investiționale, în contextul intensificării provocărilor de ordin european (terorismul) și intern (proiectul Legii dării în plată, perspectiva modificării mix-ului de politici economice).
- În sfera economiei financiare continuăm să ne așteptăm la inflexiunea dinamicii anuale a prețurilor de consum, care, coroborată cu procesul de accelerare a economiei să determine BNR să inițieze un nou ciclu monetar în 2016.
- Printre factorii de incertitudine, a căror evoluție ar putea determina abateri de la acest scenariu central menționăm: climatul macro-financiar global/european (inclusiv dinamica percepției de risc pe piețele financiare globale); provocările din Uniunea Europeană (terorism, Brexit, tensiuni geo-politice); configurația politicii economice interne, cu impact în sfera stabilității macroeconomice și financiare.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (miliarde EUR)	150.2	159.8	167.1	177.6	191.3
PIB (% an/an)	3.0	3.7	5.0	4.9	4.5
Consum privat (% an/an)	3.8	6.1	6.0	5.7	4.9
Investiții productive (% an/an)	2.5	7.5	8.1	9.0	9.1
Consum public (% an/an)	0.3	1.8	0.6	1.6	0.8
Exporturi (% an/an)	8.6	4.7	6.0	6.0	6.2
Importuri (% an/an)	8.9	8.4	7.7	8.4	8.3
Rata șomajului (%)	6.8	6.8	6.3	6.1	5.8
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	1.4	-0.4	-0.9	0.6	1.0
Dobânda de politică monetară (%)	2.75	1.75	2.25	3.00	3.25
Deficit bugetar (% PIB)	1.4	1.5	2.3	1.5	1.0
Datoria publică (% PIB)	39.8	38.6	38.7	37.1	34.8
Contul curent (% PIB)	-0.5	-1.1	-2.1	-2.6	-3.4
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	4.6	3.5	3.5	4.1	3.8
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.44	4.43	4.39	4.31

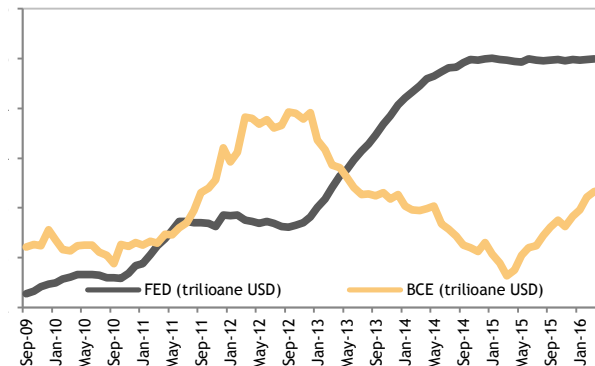
Sursa: INS, Eurostat, Comisia Europeană, AMECO, previziuni Banca Transilvania

structura PIB	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)
Consum privat	61.0	61.2	61.6
Consum public	14.2	13.9	13.5
Investiții productive	24.7	24.2	24.5
Exporturi	39.7	41.2	40.9
Importuri	40.5	41.5	41.5

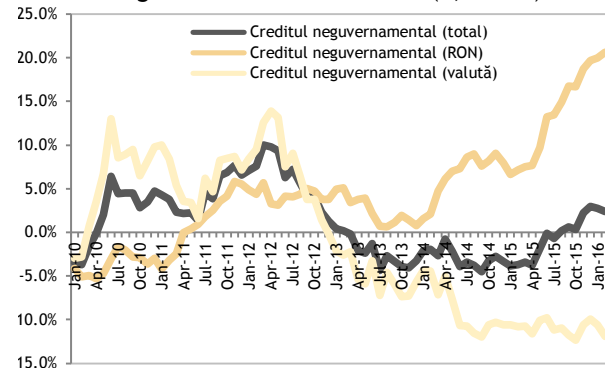
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T4/2015	3.7	-
rata inflației IPC	Feb-2016	-2.68	-
rata șomajului	Ian-2016	-	6.5
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

activele băncilor centrale: FED vs. BCE sursa: FED, BCE



creditul neguvernamental în România (% an/an) sursa: BNR



calendar macroeconomic martie 2016

instituție	data	indicator
BNR	1 Mar	Rezervele internaționale (Feb)
INS	1 Mar	Rata șomajului (Ian)
INS	3 Mar	Comerțul cu amănuntul (Ian)
INS	8 Mar	Dinamica PIB (T4 2015)
INS	8 Mar	Construcții rezidențiale (T4 2015)
INS	8 Mar	Investiții nete în economie (T4 2015)
INS	9 Mar	Salariul mediu net (Ian)
INS	11 Mar	Comerțul internațional (Ian)
INS	11 Mar	Comenzile noi în industrie (Ian)
INS	11 Mar	Dinamica prețurilor de consum (Feb)
INS	14 Mar	Producția industrială (Ian)
INS	15 Mar	Sectorul de construcții (Ian)
BNR	15 Mar	Balanța de plăți (Ian)
BNR	23 Mar	Indicatorii monetari (Feb)
INS	28 Mar	Tendințe în economie (Mar-May)
INS	30 Mar	Autorizații construcții locuințe (Feb)
INS	30 Mar	Ocuparea și șomajul (2015)
BNR	31 Mar	Ședința de politică monetară
BNR	31 Mar	Rate de dobândă sectorul bancar (Feb)

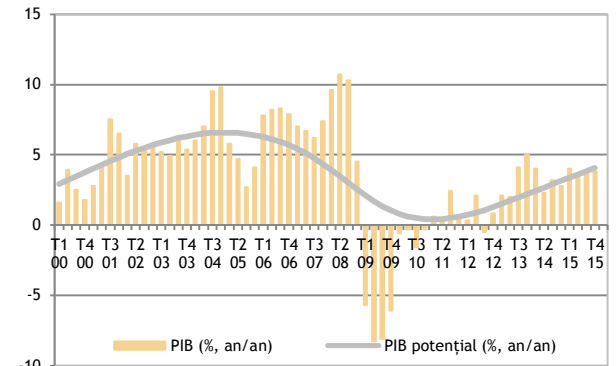
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

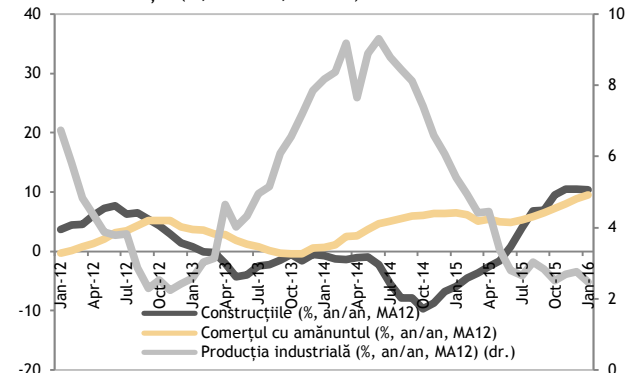
ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Conform estimărilor provizorii (1) ale INS economia României a crescut cu un ritm trimestrial de 1.1% în T4 2015 (în decelerare de la 1.5% în T3 2015).
- În dinamica an/an PIB-ul a accelerat la 3.7%, cererea internă contribuind cu 5.8 puncte procentuale. Se observă accelerarea investițiilor productive (la 11% an/an, cel mai bun ritm din T4 2008) și scăderea stocurilor companiilor (contribuție cu -1.5 puncte procentuale) înainte de intrarea în vigoare a Noului Cod Fiscal.
- Consumul privat a consemnat un avans de 7.6% an/an (cea mai bună dinamică din T3 2008), evoluție determinată de majorarea venitului real disponibil al populației, relansarea creditării și reducerea ponderii economiei informale.
- Consumul public a contribuit cu 0.2 puncte procentuale la ritmul PIB în T4.
- Cererea externă netă a avut o contribuție de -2.1 puncte procentuale la dinamica PIB: exportul a scăzut cu 1.5% an/an; importul a urcat cu 3.9% an/an.
- În 2015 economia României a consemnat un avans de 3.7%, cea mai bună evoluție din 2008, performanță determinată de cererea internă (5.3 puncte procentuale).
- Accelerarea investițiilor productive la 7.5% an/an confirmă noul ciclu economic și imprimă un efect de antrenare consumului privat: principala componentă a PIB a crescut cu 6.1% an/an (cea mai bună evoluție din 2008), contribuind cu 3.8 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB.
- Totodată, consumul public a crescut în anul pre-electoral 2015: componenta individuală cu 2.1% an/an, iar cea colectivă cu 1.5% an/an.
- Cu toate acestea, stocurile companiilor au contribuit cu -0.5 puncte procentuale la dinamica PIB-ului în 2015.
- Contribuție negativă a avut și exportul net (-1.6 puncte procentuale): exporturile au decelerat la 4.7% an/an, iar importurile au urcat cu 8.4% an/an.
- În plan sectorial se notează dinamica IT&C (11.8% an/an), precum și revenirea puternică în sectorul de construcții (8.8% an/an). Industria a crescut cu doar 2% an/an, iar agricultura a consemnat un declin de 9.4% an/an.
- În termeni nominali PIB-ul a crescut cu aproximativ 10 miliarde EUR în 2015, evoluție influențată și de procesul de reducere a ponderii economiei informale.
- Indicatorii macroeconomici comunicați recent au consemnat evoluții mixte, pe fondul resimțirii provocărilor din economia mondială, dar și a distorsiunilor interne determinate de proiectul Legii dării în plată.
- Din perspectiva cererii agregate se notează continuitatea momentului favorabil în sfera consumului privat (principala componentă a PIB), pe fondul ameliorării venitului real disponibil al populației și nivelului redus al costurilor de finanțare. Spre exemplu, volumul vânzărilor din comerțul cu amănuntul a crescut pentru a opta lună la rând în ianuarie, cu un ritm lunar de 1.9%. Dinamica anuală a accelerat la 15.6%, cea mai bună evoluție din toamna anului 2008.
- Totodată, consumul public a crescut cu 8.7% an/an, la 15.6 miliarde RON în ianuarie, notându-se dinamica investițiilor de capital (18.6% an/an, la 315.1 milioane RON) cu impact de antrenare pentru investițiile totale în 2016.
- Subliniem faptul că investițiile au resimțit în debutul anului turbulențele din piețele externe și discuțiile privind Legea dării în plată, aspect reflectat de declinul investițiilor străine directe cu 9.8% an/an, la 286 milioane EUR în ianuarie.
- Pe de altă parte, cererea externă netă continuă să se deterioreze, sub influența evoluțiilor din piețele emergente, dar și a consolidării cererii interne: în ianuarie exporturile au scăzut cu 1.6% an/an, la 4.12 miliarde EUR, iar importurile au crescut cu 3.1% an/an, la 4.5 miliarde EUR. Prin urmare, deficitul comercial s-a intensificat cu 114.3% an/an, la 383 milioane EUR.
- Din perspectiva ofertei agregate se observă în ianuarie decelerarea din sectorul de construcții (ritm anual de 6.7%, în atenuare de la peste 14% în decembrie 2015) și declinul producției industriale (cu 2% an/an, evoluție determinată de diminuarea exporturilor, declinul cotațiilor internaționale la țiței și climatul meteo).

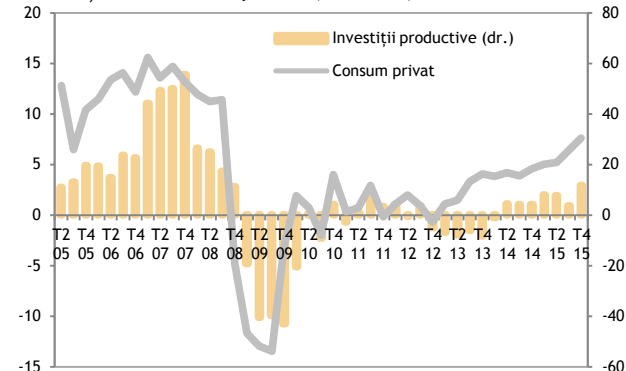
dinamica PIB (% an/an) sursa: Eurostat, INS



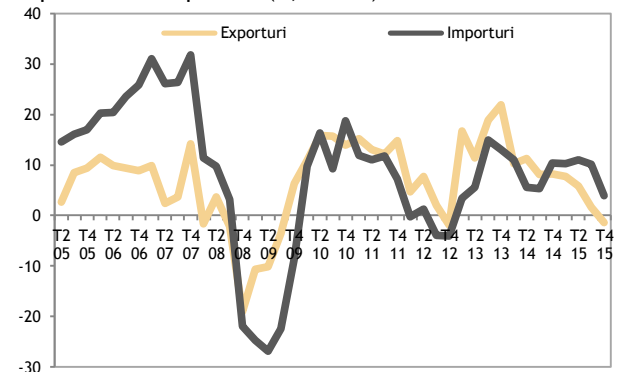
comerțul cu amănuntul, producția industrială, sectorul de construcții (% an/an, MA12) sursa: INS, prelucrări BT



investiții vs. consum privat (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



exporturi vs. importuri (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- În sfera pieței forței de muncă climatul continuă să se amelioreze, evoluție determinată, în principal, de relansarea investițiilor productive în economie.
- De asemenea, piața forței de muncă a fost influențată în perioada recentă și de factori precum: prevederile din Noul Cod Fiscal, tendința ascendentă a salariilor și fiscalizarea mai activă a economiei.
- Astfel, în ianuarie numărul de șomeri a scăzut cu 1.9% lună/lună (respectiv cu 4.2% an/an) la 604 mii (nivelul minim din primăvara anului 2009, după cum se poate nota în primul grafic din dreapta).
- Prin urmare, rata șomajului s-a redus cu 0.2 puncte procentuale lună/lună (respectiv cu 0.7 puncte procentuale an/an) la 6.5% în ianuarie anul curent, cel mai scăzut nivel din vara anului 2009.
- În prezent rata șomajului se situează sub nivelul structural, conform estimărilor econometrice elaborate (rezultatele acestora sunt prezentate în al doilea grafic din partea dreaptă), ceea ce exprimă perspective de continuare a momentului favorabil din piața forței de muncă în perioada următoare.

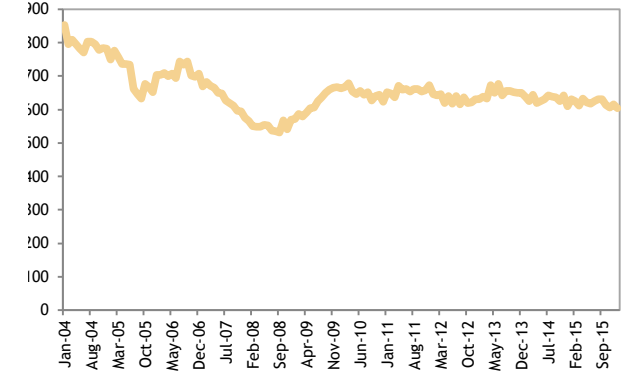
ECONOMIA FINANCIARĂ

- Pe parcursul ultimelor săptămâni dimensiunea financiară a economiei interne a resimțit evoluțiile macro-financiare externe, precum și dinamica macroeconomică din România (inclusiv perspectivele privind mix-ul de politici economice).

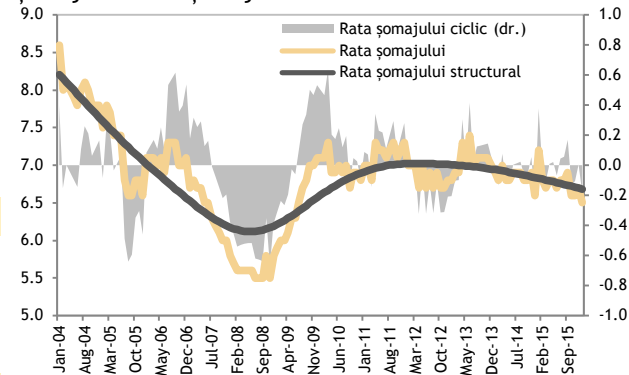
PREȚURILE DE CONSUM

- Datele INS indică scăderea prețurilor de consum cu un ritm lunar de 0.24% în februarie, evoluție influențată de aprecierea cursului mediu al monedei naționale (cu 1.1% față de euro și cu 3.2% raportat la dolarul american).
- Prețurile la bunuri nealimentare (44.25% din coșul de consum) s-au redus cu 0.27% lună/lună, pe fondul scăderii prețurilor la autoturisme și piese de schimb, combustibili și energie termică (cu ritmuri lunare de 0.51%, 1.30%, respectiv 1.98%).
- Totodată, tarifele serviciilor (19.75% din coșul de consum) au scăzut cu un ritm lunar de 1.14%, ca urmare a reducerilor de prețuri la apă/canal/salubritate, telefon și transport aerian, cu ritmuri lună/lună de 1.4%, 4.21%, respectiv 4.29%.
- Pe de altă parte, prețurile la alimente (36% din coșul de consum) au urcat cu 0.34% lună/lună, date fiind majorările de preț la fructe proaspete, zahăr, cartofi și citrice/fructe meridionale cu ritmuri lunare de 1.12%, 1.16%, 2.42%, respectiv 4.45%.
- Raportat la februarie 2015 prețurile de consum au scăzut cu un ritm record (2.68%). Tarifele la servicii, prețurile la mărfuri nealimentare și la bunuri alimentare au consemnat ritmuri de declin an/an de 0.31%, 0.54%, respectiv 6.47%.
- Pe indicele armonizat al prețurilor de consum s-a înregistrat un ritm de declin de 2.1% an/an în februarie, în intensificare după scăderea cu 1.5% an/an din ianuarie.
- Printre factorii care au influențat dinamica prețurilor de consum în primele două luni ale anului menționăm: scăderea cotelor de TVA (la alimente și servicii de alimentație, de la 24% la 9% începând cu 1 iunie 2015 și a cotei generale, de la 24% la 20%, din 1 ianuarie 2016); evoluțiile din piața valutară; dinamica cotațiilor internaționale la țigete; performanța cererii interne.

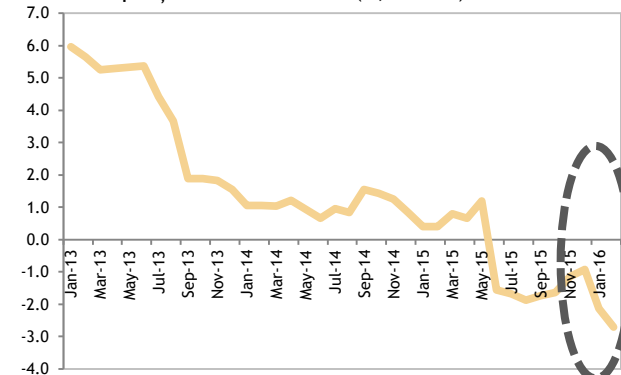
numărul de șomeri (mii) sursa: INS



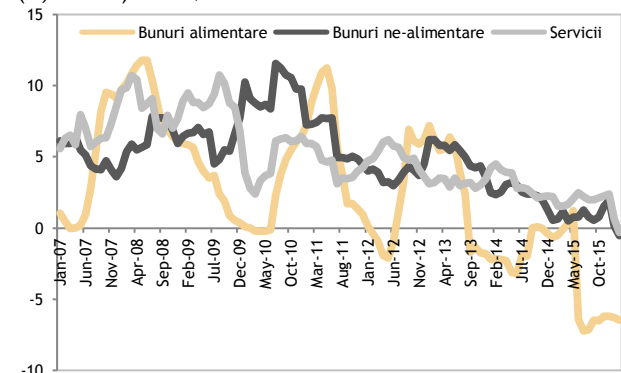
șomaj ciclic vs. șomaj structural sursa: estimări Banca Transilvania



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



dinamica prețurilor de consum pe componente (% , an/an) sursă: INS, Eurostat



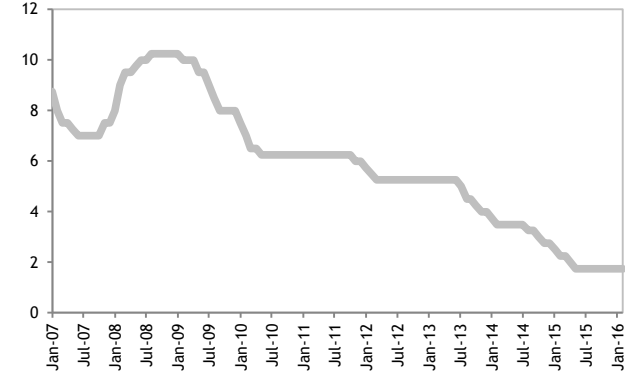
POLITICA MONETARĂ

- În cadrul celei de-a doua **ședințe de politică monetară** din acest an Banca Națională a României (BNR) a menținut rata de dobândă de referință la 1.75% (nivel minim istoric). De asemenea, entitatea bancară centrală a păstrat nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit, la 8%, respectiv 12%.
- Deciziile BNR s-au situat în linie cu scenariul central BT, dar și cu așteptările pieței financiare.
- Pe de altă parte, banca centrală a revizuit prognoza de inflație pe termen mediu, la 1.4% an/an la final de 2016, respectiv 3.4% an/an la finele lui 2017 (nivel foarte apropiat de limita superioară a intervalului țintă de inflație).
- De asemenea, Comunicatul ședinței de politică monetară și declarațiile Guvernatorului de la conferința de presă exprimă preocuparea BNR în ceea ce privește factorii de risc pentru stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară: dinamica salariilor vs. dinamica productivității muncii; caracterul relaxat al mix-ului intern de politici economice într-un context caracterizat prin lipsa unui acord cu instituțiile financiare internaționale; evoluțiile macro-financiare internaționale.
- În acest context, recent, Guvernatorul BNR și Consilierul Guvernatorului au semnalat lansarea unui nou ciclu monetar în acest an, pentru a contrabalansa intensificarea acțiunii factorilor de risc la adresa obiectivelor de politică monetară (menținerea stabilității prețurilor și menținerea stabilității financiare).
- Un proces de normalizare graduală a politicii monetare pe plan intern (în primul rând, prin îngustarea coridorului simetric format din ratele de dobândă la facilitățile permanente (de depozit și de credit) în jurul ratei de dobândă de referință) se înscrie și în recomandările emise recent de delegația Fondului Monetar Internațional (care atrage atenția cu privire la riscul intensificării dezechilibrului bugetar).
- Nu în ultimul rând, subliniem faptul că reprezentanții BNR au criticat proiectul Legii dării în plată, considerând că o astfel de inițiativă poate fi utilă doar pentru debitorii cu probleme sociale.

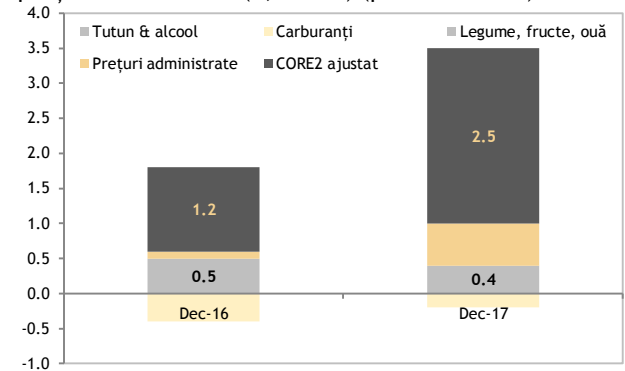
PIAȚA MONETARĂ

- Pe piața monetară ratele de dobândă au continuat tendința de scădere din ultimii ani, consemnându-se noi minime istorice, evoluție determinată de excesul de lichiditate, ceea ce a contribuit la consolidarea diferențialului ROBOR - EURIBOR în zona minimelor istorice (după cum se poate nota în ultimul grafic din dreapta).
- Subliniem însă faptul că, în ultimele săptămâni, se notează o consolidare a ratelor de dobândă din piața monetară, pe fondul interacțiunii unor forțe contradictorii: excesul de lichiditate (reflected și de stabilizarea raportului credite/depozite din sectorul bancar în zona minimelor istorice (85.9% în februarie)) vs. perspectiva demarării unui nou ciclu monetar pe plan intern, semnalată intens de reprezentanții Băncii Naționale a României.
- La final de februarie ratele ROBOR pe scadențele trei luni, șase luni, nouă luni și un an se situau la 0.76%, 1.03%, 1.11%, respectiv 1.19%, în scădere față de sfârșitul lunii ianuarie cu ritmuri de 11%, 9%, 12%, respectiv 10%. Pe scadențele overnight și tomorrow next ROBOR a consemnat un nivel de 0.40% la finele lunii februarie (similar cu cel de la final de ianuarie). Pe scadențele o săptămână și o lună ROBOR a încheiat februarie la 0.46%, respectiv 0.54%, în creștere cu 5%, respectiv 2% față de final de ianuarie.
- Între final de februarie 2015 și sfârșitul lunii februarie 2016 ratele ROBOR s-au redus, în medie, cu circa 43 puncte bază, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele 3, 6, 9, respectiv 12 luni (cu 62, 59, 56, respectiv 48 puncte bază).
- În încheiere menționăm faptul că ROBOR a înregistrat în februarie valori medii lunare în scădere cu 12% comparativ cu ianuarie și cu 33% raportat la februarie 2015.

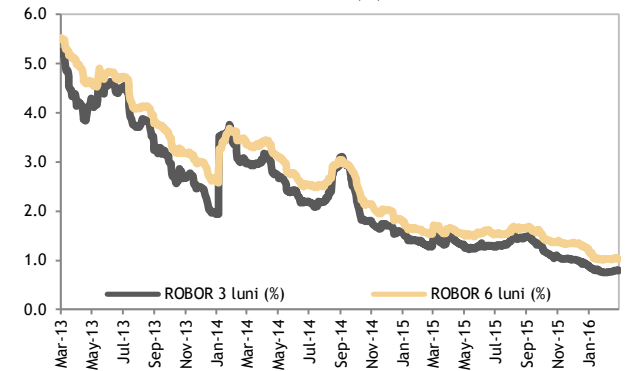
rata de dobândă de politică monetară (%) sursa: BNR



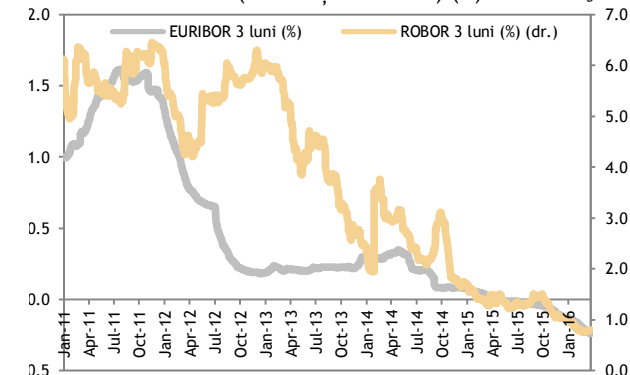
prețurile de consum (% an/an) (previțiuni BNR) sursa: BNR



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



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



**PIAȚA TITLURILOR DE STAT**

- **Curba randamentelor din România** a resimțit în luna februarie evoluțiile macro-financiare internaționale, inclusiv amânarea temporară a procesului de normalizare a ratei de dobândă de referință în Statele Unite, precum și perspectiva implementării unor noi măsuri de relaxare în monetară în Zona Euro (concretizată în martie).
- În SUA indicatorii macroeconomici comunicați în februarie au evoluat mixt, ceea ce a determinat FED să semnaleze modificări de cadență în ciclul monetar lansat în decembrie anul trecut. Cu toate acestea, spre finalul lunii februarie s-au consemnat semnale de re-accelerare la nivelul primei economii a lumii, după decelerarea de la cumpăna dintre ani: ritmul trimestrial de evoluție a PIB din T4 2015 a fost revizuit în sus la 1% anualizat, producția industrială s-a majorat în ianuarie cu o rată lunară de 0.9%, lună în care comenzile de bunuri de capital au crescut puternic (ritm lunar de 3.9%). Momentul se menține favorabil în sfera consumului privat (dinamica anuală a cheltuielilor de consum a accelerat la 2.9% în ianuarie, cel mai ridicat ritm din toamna lui 2015). În acest context, piața titlurilor de stat s-a stabilizat spre final de februarie. Per ansamblu însă, rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani a scăzut cu 9.6% la 1.738% între final de ianuarie și finele lui februarie (declin cu 23.4% față de sfârșitul lui 2015). În medie, indicatorul s-a redus cu 14.6% lună/lună în februarie.
- În Zona Euro o serie de indicatori macroeconomici avansați și coincidenți comunicați pe parcursul lunii februarie s-au deteriorat. Totodată, nivelul cotațiilor internaționale la țitei a atins valorile minime din prima parte a anilor 2000, contribuind la ajustarea în jos a perspectivelor privind dinamica prețurilor de consum. În acest context, Banca Centrală Europeană a semnalat că va implementa noi măsuri de relaxare monetară, ceea ce s-a și concretizat în cadrul celei de-a doua ședințe din 2016 (în prima parte a lunii martie). Prin urmare, pe piața titlurilor de stat ratele de dobândă au scăzut puternic în februarie. Astfel, rata de dobândă la obligațiunile suverane germane pe scadența 10 ani s-a diminuat cu 67.7% între final de ianuarie și sfârșit de februarie, la 0.108% (nivel cu 83% sub cel de la finele lui 2015). În medie lunară această rată de dobândă a consemnat un declin de 52.9% în februarie față de ianuarie.
- În România s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macroeconomici comunicați în februarie (ameliorarea climatului din piața forței de muncă și din sfera creditării în RON, îmbunătățirea execuției bugetare în luna ianuarie). Acest aspect coroborat cu perspectiva inflexiunii dinamicii prețurilor de consum (după dispărarea impactului reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație) au determinat Banca Națională a României să semnaleze lansarea unui nou ciclu monetar pentru a evita intensificarea presiunilor inflaționiste în afara țintei pe termen mediu. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a scăzut cu doar 3.6% între final de ianuarie și finele lunii februarie, la 3.345% (declin cu 9.3% de la începutul anului). În medie lunară rata de dobândă la 10 ani s-a redus cu 7.5% lună/lună în februarie.
- În februarie statul român s-a împrumutat pe piața internă cu 5.2 miliarde RON și cu 500 milioane euro la costuri medii anuale în scădere.

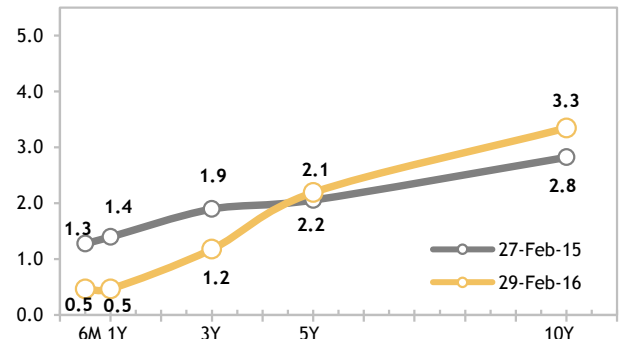
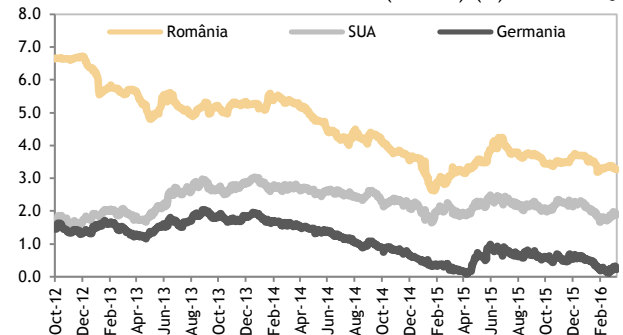
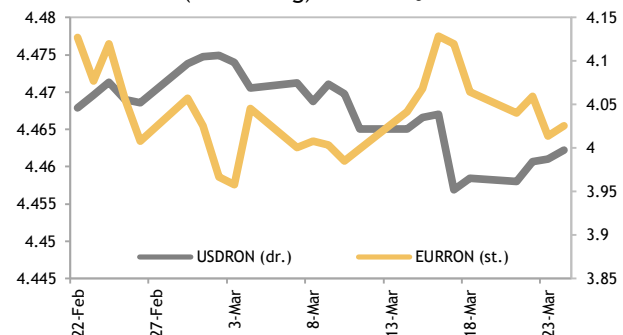
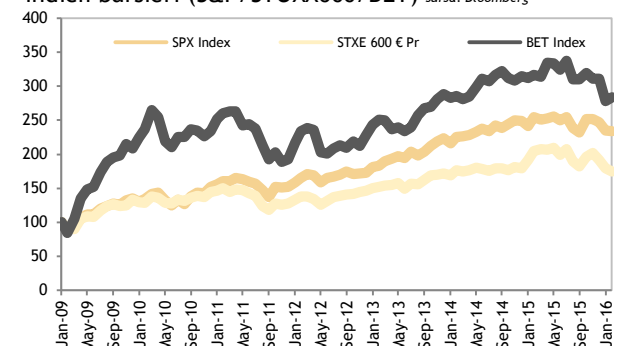
PIAȚA VALUTARĂ

- Cursul EUR/RON a oscilat în intervalul (4.4569 - 4.5320) la BNR în februarie, notându-se o tendință de scădere, determinată de stabilizarea percepției de risc pe piețele financiare internaționale și de intrările de capital în România. Cursul a înregistrat o valoare medie de 4.4818 în februarie, în scădere cu 1.07% față de ianuarie 2016, dar în urcare cu 1.12% raportat la februarie 2015.
- EUR/RON a încheiat luna februarie la 4.4692, în scădere cu 1.22% comparativ cu nivelul de la final de 2015, dar în urcare cu 0.70% față de valoarea de la sfârșitul lunii februarie 2015.

PIAȚA BURSIERĂ

- Bursa a crescut în luna februarie, evoluție în disonanță cu cele din piețele internaționale de acțiuni. Indicele BET a încheiat luna trecută cu un avans de 1.9% (declin cu 8.8% față de nivelul de la final de 2015). Pe de altă parte, indicele S&P 500 din Statele Unite a pierdut 0.4% în februarie (scădere cu 5.5% de la începutul anului), în timp ce indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 a încheiat februarie în diminuare cu 2.4% (declin cu 8.7% de la începutul anului).

licitații M. Finanțe (februarie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1519DBN037	920.0	Apr-2019	1.62
RO1617CTN033	1,000.0	Feb-2017	0.61
RO1227DBN011	451.2	Iul-2027	3.65
RO1522DBN056	510.0	Dec-2022	2.89
RO1616CTN043	1,000.0	Sep-2016	0.45
RO1425DBN029	500.0	Feb-2025	3.36
RO1521DBN041	800.0	Mar-2021	2.56
	Valoare (mil. EUR)	Scadență	Yield (%)
RO1621DBE048	500.0	Feb-2021	1.00

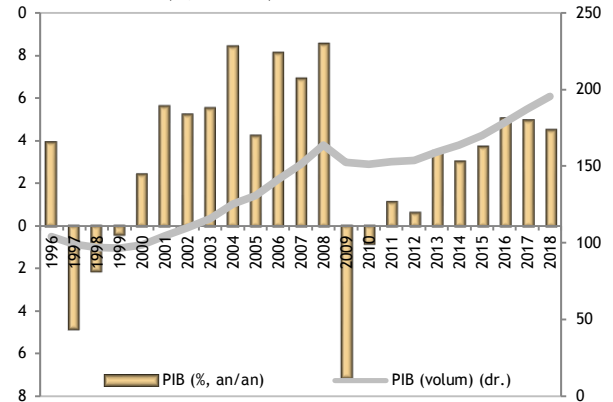
curba randamentelor (%) sursa: BNRratele de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloombergcursul valutar (RON fixing) sursa: Bloombergindicii bursieri (S&P/STOXX600/BET) sursa: Bloomberg

SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

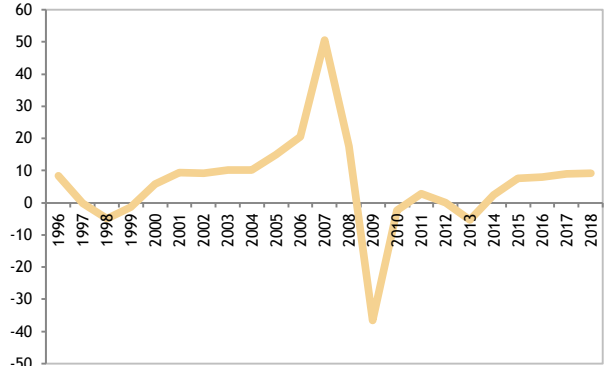
ECONOMIA REALĂ

- Am revizuit scenariul macro-econometric central de previziune pentru economia reală pe termen mediu, prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente, globale, europene și interne (inclusiv a estimărilor provizorii (1) privind dinamica economiei României din 2015).
- Economia internă a prezentat în ultimele trimestre o rezistență la provocările din economia mondială (în special la cele de natură structurală din țările emergente, exacerbate de noul ciclu monetar din Statele Unite), evoluție susținută și de mix-ul intern relaxat de politici economice.
- Cu toate acestea, unda de turbulențe din piețele financiare internaționale din debutul anului, intensificarea terorismului în Europa, incertitudinile privind BREXIT sunt factori cu impact asupra climatului investițional în țările membre ale Uniunii Europene. Totodată, în România, planurile de investiții ale companiilor sunt influențate de distorsiunile determinate de proiectul Legii dării în plată (aflat în re-examinare la Camera Deputaților), precum și de perspectiva unor noi modificări ale configurației mix-ului de politici economice.
- În acest context, am ajustat în jos previziunile privind dinamica investițiilor productive pe termen mediu, cu impact asupra ritmului de evoluție a economiei. România se află în al treilea an al ciclului economic post-criză, iar investițiile productive au accelerat în ultimul trimestru din 2015 (ritm de două cifre) înainte de intrarea în vigoare a Noului Cod Fiscal. Pentru perioada 2016-2018 continuăm să ne așteptăm la o accelerare graduală a investițiilor în economie (ritmuri medii anuale de 8.1% în 2016, 9% în 2017, respectiv 9.1% în 2018), proces susținut, printre altele, de consolidarea consumului, nivelul accesibil al costurilor de finanțare și perspectivele de re-accelerare a exporturilor.
- Ameliorarea investițiilor productive se va propaga în piața forței de muncă, însă va fi contrabalansată de presiunile salariale: în acest context previzionăm scăderea doar graduală a ratei medii anuale a șomajului spre un nivel de 5.8% în 2018.
- În ceea ce privește dinamica consumului privat, am majorat ușor prognozele pentru 2016 (la 6% an/an) și 2017 (la 5.7% an/an), însă am redus marginal previziunea pentru 2018 (la 4.9%). Ne așteptăm ca, pe termen mediu, principala componentă a PIB să fie impulsivă de ameliorarea venitului real disponibil al populației și de climatul favorabil din piața creditării.
- Pentru consumul public previzionăm o creștere lentă pe termen mediu (ritm mediu anual de 1% în perioada 2016-2018), date fiind provocările din sfera consolidării bugetare. Dacă ameliorarea calității execuției bugetare din ianuarie se va perpetua pe termen mediu, atunci se vor consolida premise favorabile pentru investițiile publice (acestea sunt importante pentru procesul de dezvoltare a României pe termen mediu și lung).
- În sfera cererii externe nete previzionăm o re-accelerare a exporturilor spre un nivel mediu anual de 6% în intervalul 2016-2018, evoluție susținută de procesul de relansare economică din Uniunea Europeană (principalul partener economic), precum și de perspectivele de stabilizare a economiilor emergente.
- Pentru importuri ne așteptăm la o dinamică mai puternică pe termen mediu (rată medie anuală de 8.1%), susținută de premisele favorabile pentru cererea internă.
- Astfel, per ansamblu, ne așteptăm ca economia României să crească cu ritmuri an/an de 5% în 2016, 4.9% în 2017, respectiv 4.5% în 2018. Dacă acest scenariu se va concretiza atunci în 2018 PIB-ul nominal ar putea depăși 190 miliarde EUR (în volum economia internă ar fi cu aproximativ 20% peste nivelul din 2008).
- Subliniem însă faptul că, în funcție de evoluția intensității factorilor de risc vom revizui acest scenariu central.
- Printre principalele elemente de incertitudine, cu posibil impact pentru evoluția economiei interne pe termen mediu se menționează: climatul macro-financiar global/european; provocările din plan geo-politic global, regional (inclusiv terorismul); decizii de politică economică pe plan intern, cu impact în sfera echilibrului macroeconomic general.

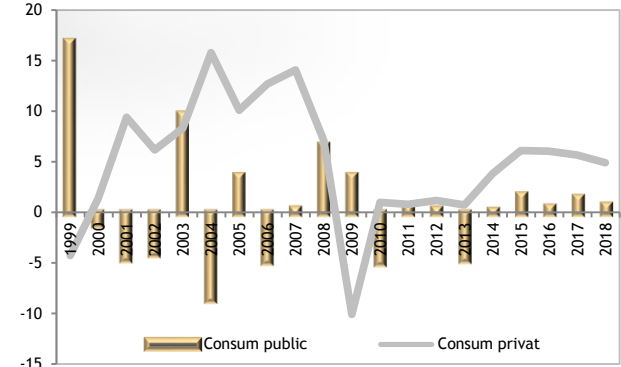
dinamica PIB (% , an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



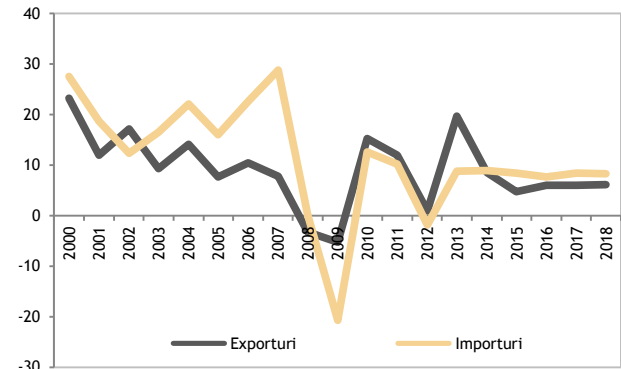
investiții productive (% , an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



consumul privat vs. consumul public (% , an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



exporturi vs. importuri (% , an/an) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania

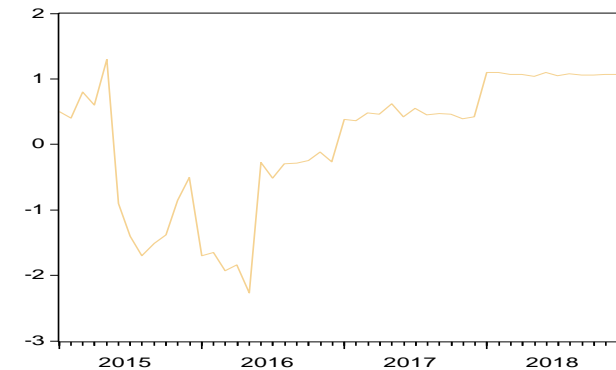


**ECONOMIA FINANCIARĂ**

- Incorporând dinamica macro-financiară recentă din SUA, Zona Euro și România am ajustat previziunile pentru economia financiară internă.
- Pentru dinamica prețurilor de consum am menținut previziunile din Raportul macroeconomic anterior: dinamică medie anuală de -0.9% în 2016, 0.6% în 2017, respectiv 1% în 2018. Practic, ne așteptăm la inflexiunea ritmului anual de evoluție pentru prețurile de consum, pe măsură ce se disipează impactul reducerilor de TVA și se consolidează momentul favorabil în sfera cererii agregate. Atragem atenția cu privire la faptul că distorsiunile introduse de deciziile fiscal-bugetare (în special măsurile de reducere a cotelor de TVA) și de dinamica din piețele internaționale de materii prime ar putea conduce la revizuirii importante în lunile următoare.
- Perspectivele de inflexiune a dinamicii prețurilor de consum vor contribui la creșterea probabilității ca BNR să demareze un nou ciclu monetar în 2016, pentru evitarea acumulării de riscuri care să pericliteze atingerea obiectivelor de politică monetară pe termen mediu: menținerea stabilității prețurilor și menținerea stabilității financiare. Trebuie menționat faptul că reprezentanții băncii centrale au semnalat în ultima perioadă iminența unui nou ciclu monetar, care ar urma să înceapă cu îngustarea coridorului format din ratele de dobândă la facilitățile permanente în jurul ratei de dobândă de referință. Acest proces este necesar pentru convergența ratelor de dobândă din piața monetară către rata de dobândă de politică monetară. Ulterior, ciclul va continua cu majorarea ratei de dobândă de referință. Am menținut previziunile anterioare privind nivelul ratei de dobândă de politică monetară la finalul anilor 2016 (2.25%), 2017 (3%) și 2018 (3.25%). Totodată, subliniem faptul că, foarte probabil, banca centrală va amâna procesul de convergență a nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii către valorile din Zona Euro, pe fondul excesului de lichiditate din piața financiară.
- Prin urmare, previzionăm consolidarea și inflexiunea (schimbare de tendință, de la descendentă la ascendentă) ratelor de dobândă din piața monetară.
- În sfera pieței titlurilor de stat ne așteptăm la interacțiunea unor forțe contradictorii pe termen scurt-mediu: noul ciclu monetar din SUA vs. intensificarea relaxării monetare în Zona Euro; perspectiva unui nou ciclu monetar pe plan intern în contextul accelerării economice și inflexiunii dinamicii prețurilor de consum vs. atractivitatea titlurilor de stat românești pentru capitalul internațional. În scenariul central actualizat previzionăm o rată medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani de 3.5% în 2016, 4.1% în 2017, respectiv 3.8% în 2018.
- Pentru luna martie statul a programat licitații pe piața internă pentru 4.1 miliarde RON și 250 milioane EUR.
- În ceea ce privește piața valutară continuăm să ne așteptăm la scăderea cursului mediu anual EUR/RON în orizontul 2016-2018, pe fondul perspectivelor favorabile pentru economia reală și financiară a României, cu implicații pentru procesul de convergență economică europeană. Subliniem faptul că ne putem confrunta cu intrări speculative de capitaluri străine pe piața financiară internă, în căutarea unor randamente mai bune, în contextul implementării unei politici monetare relaxate fără precedent în Zona Euro. Conform scenariului central actualizat nivelul mediu al cursului EUR/RON s-ar putea reduce de la 4.43 în 2016 la 4.39 în 2017 și 4.31 în 2018.
- Factorii de risc pentru acest scenariu central sunt: evoluția percepției de risc pe piețele financiare internaționale, cu impact asupra fluxurilor internaționale de capital adresate Europei emergente; provocările cu care se confruntă Uniunea Europeană (inclusiv riscurile geo-politice și terorismul); deciziile de politică economică din România (inclusiv calitatea execuției bugetare și parcursul reformelor structurale în anul electoral 2016), cu impact asupra stabilității macro-financiare.

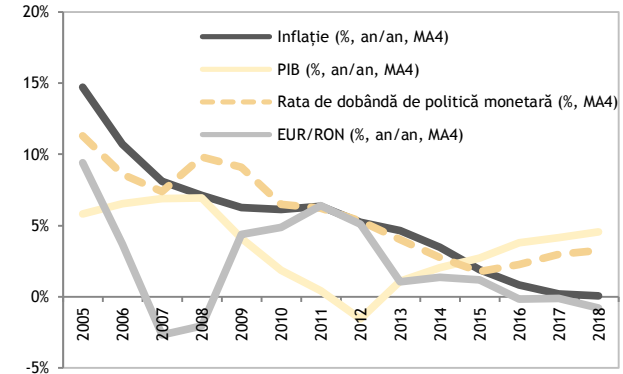
previziuni prețuri de consum (IAPC) (% , an/an) sursa: Banca

Transilvania



inflație/PIB/curs/dobândă de referință sursa: Eurostat,

Banca Transilvania

**licitații M. Finanțe (martie)**

sursa: M. Finanțe

	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Mar-2016	690	Titluri	29-Apr-2019
07-Mar-2016	345	Titluri	26-Iul-2027
14-Mar-2016	460	Titluri	19-Dec-2022
17-Mar-2016	690	Titluri	26-Feb-2020
21-Mar-2016	1,000	Certificate	22-Mar-2017
24-Mar-2016	345	Titluri	24-Feb-2025
28-Mar-2016	575	Titluri	22-Mar-2021

Valoare

(mil. EUR)

Instrument

Maturitate

10-Mar-2016	250	Titluri	26-Feb-2021
-------------	-----	---------	-------------

titluri de stat în circulație

sursa: BNR

	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1616CTN043	1,002.5		Sep-16
RO1617CTN058	1,006.9		Mar-17
RO1418DBN040	8,047.4	3.25	Ian-18
RO1521DBN041	2,977.8	3.25	Mar-21
RO1425DBN029	6,203.2	4.75	Feb-25

previziuni EUR/RON

sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.3384	4.43	4.5386	4.43
2017	4.1622	4.39	4.5720	4.38
2018	3.9854	4.31	4.4337	4.36

ANALIZĂ

dr. Andrei Rădulescu

Economist Senior | Banca Transilvania
 (+4)021.405.5938 | (+4)0754.035.080 | (+4)0730.727.516
 andrei.radulescu@bancatransilvania.ro

Dan Rusu, CMT

Analist Financiar Senior | 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

Călin Condor

Director Adjunct - Direcția Trezorerie | Banca Transilvania
 (+4)0264.301.009 | (+4)0264.301.453 | (+4)0264.301.199
 calin.condor@bancatransilvania.ro

Cosmin Bota

Director Adjunct Operațiuni Brokeri | BT Securities
 (+4)0264.430.564 | (+4)0264.431.718 | (+4)0744.572.402
 cosmin.bota@btsecurities.ro

Aurel Bernat

Director Vânzări | BT Asset Management
 (+4)0264.301.618 | (+4)0730.075.128
 aurel.bernat@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](#)

LIMITAREA RĂSPUNDERII

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

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

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

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

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

Remunerația autorilor rapoartelor de analiză nu este în niciun fel influențată de recomandările exprimate în cadrul acestora.

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

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

Arhiva rapoartelor de analiză emise de Banca Transilvania/subsidiarele sale poate fi consultată accesând link-ul următor: https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm_source=raportPDF&utm_medium=email&utm_campaign=raport-analiza-pdf.