

Evoluții macroeconomice recente

- Economia globală a accelerat în T2 2017, evoluție determinată de dinamica sectorului de servicii. Conform indicatorului PMI Compozit calculat de JP Morgan PIB-ul mondial a crescut trimestrul trecut cu cel mai bun ritm din T1 2015.
- În SUA se observă un proces de accelerare susținut de redinamizarea investițiilor productive, dar în perioada recentă s-au acumulat tensiuni din sfera politică.
- De cealaltă parte a Atlanticului mix-ul de politici economice și rezultatul alegerilor din Franța au contribuit la accelerarea PIB-ului spre cea mai bună dinamică din 2011, într-o perioadă în care convergența economică intra-regională a atins valori record.
- Nu în ultimul rând, economia Chinei a surprins pozitiv în semestrul I: creștere cu 6.9% an/an, determinată de contribuția investițiilor și a consumului privat.
- Economia internă a prezentat evoluții mixte în ultimele săptămâni, climatul favorabil din sfera exporturilor și consumului fiind contrabalansat de momentul dificil din zona investițiilor și de acumularea de dezechilibre macroeconomice și de tensiuni politice.
- În sfera economiei financiare climatul pozitiv s-a consolidat în plan global în perioada recentă, evoluție influențată de nivelul redus al costurilor reale de finanțare, excesul de lichiditate, stabilizarea din piețele de materii prime și raportările trimestriale.

Scenariul macroeconomic central

- Am ajustat previziunile pe termen mediu pentru economia reală și pentru economia financiară (pentru SUA, Zona Euro și România) prin incorporarea dinamicii recente a indicatorilor macro-financiarilor (globali, europeni, interni).
- Conform scenariului actualizat economia SUA ar putea accelera la 2.1% an/an în 2017, evoluție susținută de redinamizarea investițiilor și consolidarea consumului privat.
- De asemenea, în acest scenariu PIB-ul Zonei Euro ar putea crește în 2017 cu cea mai bună dinamică din 2010, pe fondul contribuției cererii interne.
- Pentru România am majorat previziunea privind dinamica anuală a PIB în 2017, de la 4.5% la 4.7%, dat fiind climatul pozitiv din sfera consumului. Pe termen mediu ne așteptăm însă la decelerare, pe fondul disipării impactului reducerilor de taxe, majorării costurilor de finanțare și acumulării de riscuri la adresa stabilității macro-financiare.
- În economia financiară previzionăm continuarea tendinței de creștere a costurilor de finanțare (date fiind perspectivele de politică monetară) și nu excludem declanșarea unei unde de corecții pe piețele de acțiuni după finalul sezonului de raportări pe T2.
- Atragem însă atenția cu privire la factorii de risc pentru acest scenariu central: ciclul monetar post-criză (inclusiv reducerea volumului activelor), tensiunile politice și deciziile Administrației Trump în SUA; climatul macro-financiar din China; inflexiunea politicii monetare în Zona Euro; tensiunile geo-politice globale; mix-ul de politici economice, intensificarea deficitelor gemene și tensiunile politice pe plan intern.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	169.6	176.9	187.2	198.7
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	4.7	3.7	3.4
Consum privat (% an/an)	6.0	7.4	6.3	4.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	8.3	-3.3	3.2	4.5	4.3
Consum public (% an/an)	0.1	4.5	1.3	1.8	1.2
Exporturi (% an/an)	5.4	8.3	8.3	6.3	4.3
Importuri (% an/an)	9.2	9.8	8.5	6.9	5.4
Rata șomajului (%)	6.8	5.9	5.3	4.9	4.8
Inflația (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.2	2.7	2.9
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	2.25	3.25	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	3.0	3.0	3.0	2.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	37.6	38.5	38.4	37.8
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.3	-3.1	-3.3	-3.8
Rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani (%)	3.5	3.3	4.1	4.7	4.7
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.56	4.58	4.60

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

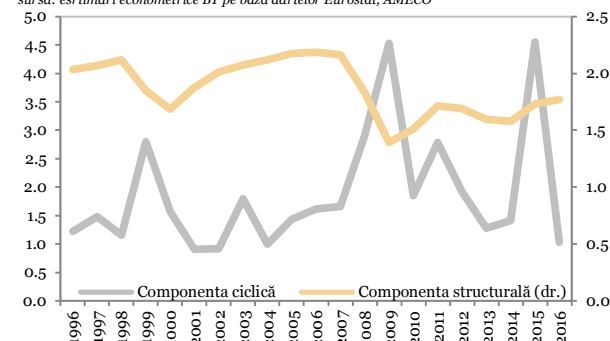
structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.9	61.8
Consum public	14.1	13.7	14.1
Investiții productive	24.3	24.8	22.7
Exporturi	41.2	41.1	41.4
Importuri	41.6	41.7	42.3

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T1 2017	5.70	-
rata inflației IPC	Iun-2017	0.85	-
rata șomajului	Mai-2017	-	5.4
rata de dobândă de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

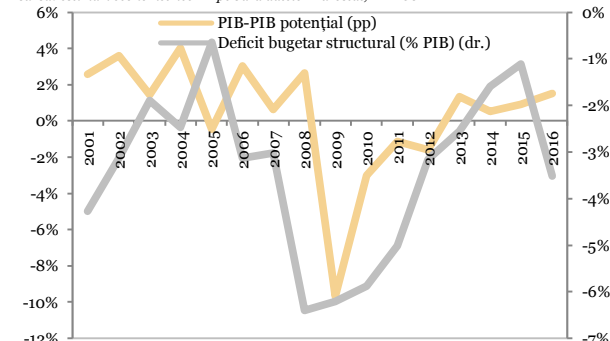
convergența economică în Zona Euro

sursa: estimări economice BT pe baza datelor Eurostat, AMECO



evoluția deficitului bugetar structural în România

sursa: estimări economice BT pe baza datelor Eurostat, AMECO



calendar macroeconomic iulie 2017		
instituție	data	indicator
BNR	3 Jul	Rezervele internaționale (Iun)
BNR	3 Jul	Ședința de politică monetară
INS	3 Jul	Turismul (Mai)
INS	3 Jul	Rata șomajului (Mai)
INS	5 Jul	Comerțul cu amănuntul (Mai)
INS	6 Jul	Rata de economisire (T1 2017)
INS	7 Jul	Dinamica PIB (T1 2017, P2)
INS	7 Jul	Salariul mediu net (Mai)
BNR	10 Jul	Stenograma ședinței de politică monetară
INS	10 Jul	Balanța comercială cu bunuri (Mai)
INS	11 Jul	Comenzile noi în industrie (Mai)
INS	11 Jul	Dinamica prețurilor de consum (Iun)
INS	12 Jul	Producția industrială (Mai)
INS	13 Jul	Sectorul de construcții (Mai)
INS	14 Jul	Balanța de plăți (Mai)
BNR	25 Jul	Indicatorii monetari (Iun)
INS	25 Jul	Producția agricolă (2016)
INS	28 Jul	Tendințe în economie (Iul-Sep)
INS	31 Jul	Autorizațiile de clădiri rezidențiale (Iun)
INS	31 Jul	Rata șomajului (Iun)

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

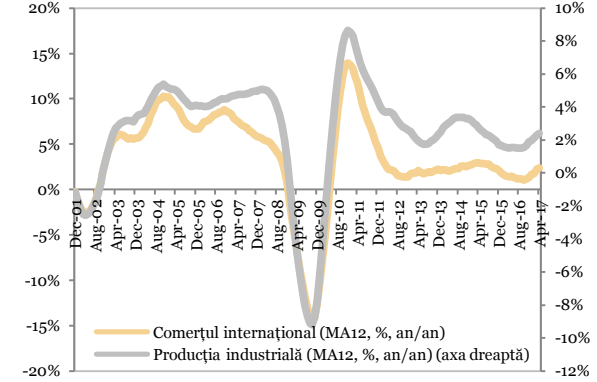
EVOLUȚII RECENTE

ACTIVITATEA ECONOMICĂ ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ SUA

- Climatul macroeconomic mondial s-a ameliorat în T2 2017, fiind înregistrat cel mai bun ritm de creștere economică din T1 2015, conform indicatorului PMI Compozit calculat de JP Morgan.
- Se evidențiază accelerarea din sectorul de servicii (indicatorul PMI la maximum din ultimele șapte trimestre), susținută de ameliorarea venitului real disponibil al populației, momentul favorabil din piața creditului și efectele Revoluției Digitale.
- Pe de altă parte, ritmul de evoluție din industria prelucrătoare s-a temperat în T2, pe fondul erodării capitalului politic al Administrației Trump, care a contribuit la reducerea probabilității implementării măsurilor de relaxare fiscal-bugetară și de investiții publice promise la începutul anului în prima economie a lumii.
- Economia SUA a crescut cu un ritm trimestrial anualizat de 1.4% în T1 2017, în atenuare de la 2.1% în T4 2016, evoluție determinată de decelerarea consumului privat (principala componentă a PIB).
- Cererea internă și exportul net au contribuit cu 1.17 puncte procentuale, respectiv cu 0.23 puncte procentuale la dinamica trimestrială anualizată a PIB în T1 2017.
- Se evidențiază redinamizarea investițiilor productive, susținută de accelerarea economiei mondiale, nivelul redus al costurilor reale de finanțare și planurile de politică economică ale Administrației Trump: ritm trimestrial anualizat de 11% (cel mai bun din ultimii ani), contribuție cu 1.71 puncte procentuale la dinamica PIB-ului.
- De asemenea, contribuția cererii externe nete la evoluția economiei s-a ameliorat în T1, pe fondul redinamizării exporturilor (7%) și decelerării importurilor (4%).
- Pe de altă parte, dinamica consumului privat s-a temperat (1.1% trimestrial anualizat), în timp ce consumul public a scăzut (cu 0.9% trimestrial anualizat) în T1.
- În dinamică an/an economia SUA a crescut cu 2.1% în T1 2017, în accelerare de la 2% în T4 2016 și, totodată, cel mai bun ritm din T3 2015. Această evoluție a fost determinată, în principal, de accelerarea investițiilor productive (3.1% an/an, cea mai bună dinamică din ultimele cinci trimestre).
- Consumul privat a decelerat de la 3.1% an/an în T4 2016 la 3% an/an în T1 2017.
- Pe de altă parte, consumul public a scăzut cu 0.4% an/an în T1 2017, cea mai slabă evoluție din T2 2014.
- În sfera cererii externe nete se observă accelerarea exporturilor (la 3.4% an/an, cel mai bun ritm din T3 2014) și a importurilor (la 3.8% an/an, cea mai ridicată dinamică din T3 2015).
- În termeni nominali PIB-ul SUA a depășit nivelul de 19 trilioane USD în T1 2017.
- În ultimele săptămâni s-au consemnat evoluții mixte ale indicatorilor macroeconomici comunicați în prima economie a lumii, care confirmă intrarea ciclului economic post-criză în faza de maturitate.
- Pe de o parte, consumul privat a decelerat în perioada aprilie – mai (ritm mediu anual de 2.72%), deși dinamica venitului real disponibil al populației s-a consolidat, iar prețurile la activele financiare și imobiliare au continuat să crească. Practic, rata de economisire s-a majorat în ultimele luni (la 5.5% în mai, cel mai ridicat nivel din septembrie 2016), ceea ce reflectă creșterea gradului de prudență, pe fondul tensiunilor politice și a scăderii probabilității implementării măsurilor de relaxare fiscal-bugetară și planurilor de investiții publice semnalate de Administrație la începutul mandatului.
- Pe de altă parte, producția industrială a continuat să accelereze în ultimele luni, crescând cu 2% an/an în iunie, cea mai bună dinamică de la începutul anului 2015 (rata de utilizare a capacității instalate la 75.9% - maximum din vara 2015), ceea ce exprimă o evoluție favorabilă a investițiilor productive în trimestrul II.
- Piața imobiliară a intrat într-un proces de consolidare, după ce în ultima perioadă indicatorii au atins maximele de dinainte de Marea Recesiune, resimțind majorarea costurilor de finanțare, dar și a prețurilor la locuințe (cu 5.7% an/an în perioada ianuarie-aprilie).
- Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă s-au consemnat noi evoluții pozitive, numărul de noi locuri de muncă accelerând la 222 mii în iunie (cel mai ridicat nivel din februarie). La final de iunie numărul de locuri de muncă din economie era cu 7.9 milioane peste cel înregistrat la momentul declanșării crizei. Trebuie însă menționat faptul că în perioada recentă se notează acumularea de semnale de maturitate, în contextul presiunilor din sfera costurilor de finanțare și a costurilor salariale, dar și a nivelului redus al ratei șomajului (aproape de minimum din anii 1970).

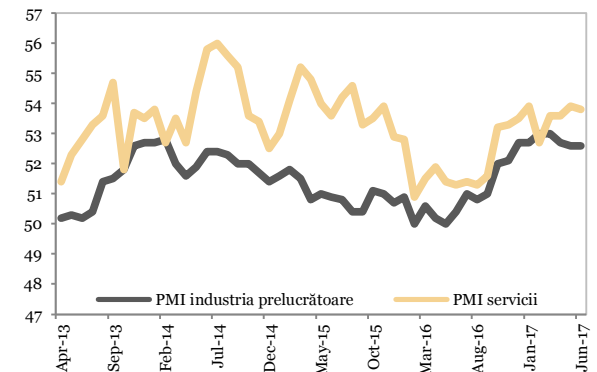
comerțul internațional vs. producția industrială globală

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



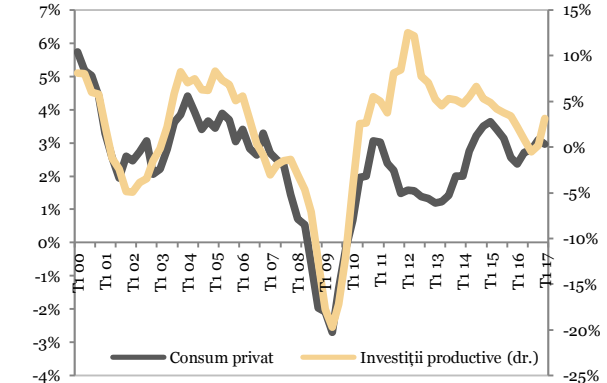
indicatorii PMI din economia mondială

sursa: Markit Economics



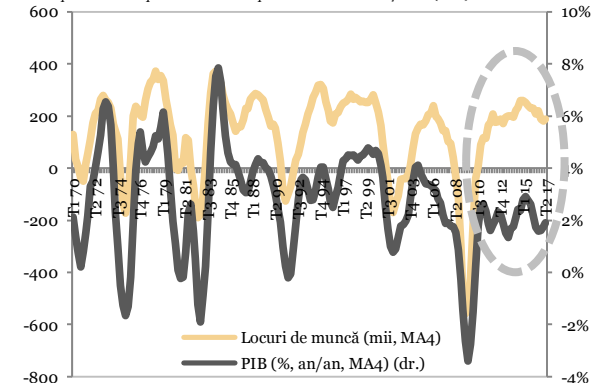
consumul privat vs. investițiile productive în SUA (an/an)

sursa: FED



locurile de muncă vs. dinamica PIB-ului în SUA

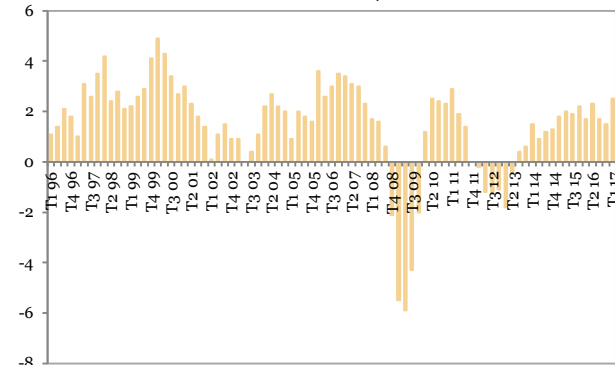
sursa: prelucrări BT pe baza datelor Departamentului Muncii și FED (SUA)



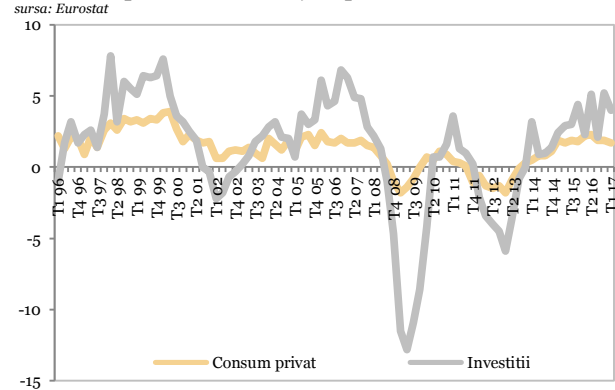
ZONA EURO

- Conform datelor Eurostat economia regiunii a accelerat în trimestrul I 2017: creșterea cu 2.5% an/an, cel mai bun ritm din ultimii șase ani.
- Această evoluție a fost determinată de dinamica cererii interne, susținută de politica monetară relaxată fără precedent implementată de Banca Centrală Europeană, care a condus la scăderea ratelor de dobândă spre valori minime istorice.
- Se evidențiază dinamica investițiilor productive, în urcare cu 4% an/an, evoluție influențată de impulsul exporturilor precum și de consolidarea climatului favorabil în sfera consumului intern, dar și de relansarea creditării și nivelul minim istoric al costurilor de finanțare.
- De asemenea, consumul privat (principala componentă a PIB) a urcat cu un ritm de 1.7% an/an în primele trei luni ale anului, pe fondul majorării venitului real disponibil al populației, relansării creditării și efectului de avuție (date fiind creșterile de prețuri la activele imobiliare și financiare). Spre exemplu, prețurile caselor au crescut cu 0.4% trimestru/trimestru și cu 4% an/an în T1 2017, conform datelor Eurostat.
- Totodată, consumul public a consemnat un avans de 1.3% an/an în T1 2017, evoluție determinată de creșterea marjei de manevră în sfera finanțelor publice (după ajustarea din ultimii ani), dar și de nivelul redus al costurilor de finanțare. Datele Eurostat indică reducerea raportului deficit bugetar/PIB la 0.9% în T1 2017, nivelul minim din 2007.
- Nu în ultimul rând, în sfera cererii externe nete se observă o ameliorare în primele trei luni ale anului. Exporturile au accelerat la 6% an/an, cea mai bună evoluție din T2 2015, susținută de redinamizarea economiei mondiale și de deprecierea cursului real efectiv al euro din trimestrele anterioare. Importurile au consemnat un avans de 6.2% an/an (cea mai bună dinamică din T4 2015), evoluție influențată de momentul favorabil din sfera cererii interne.
- Evoluțiile recente ale indicatorilor macro-financiari din regiune indică consolidarea climatului pozitiv în plan regional în trimestrul II, pe fondul dinamicii favorabile din economia mondială, dar și a politicii monetare relaxate implementată de Banca Centrală Europeană.
- Astfel, din perspectiva ofertei agregate, indicatorii PMI au crescut în trimestrul II spre cele mai ridicate valori din 2011.
- În ceea ce privește cererea agregată se evidențiază momentul pozitiv din sfera investițiilor productive. Astfel, producția industrială a crescut în mai cu un ritm lunar de 1.3%, dinamica anuală accelerând la 4% (cel mai bun ritm din vara anului 2011), conform datelor Eurostat.
- De asemenea, climatul pozitiv din sfera consumului privat s-a consolidat în T2 2017, aspect reflectat de dinamica vânzărilor din comerțul cu amănuntul: creștere cu 2.6% an/an în perioada aprilie-mai.
- Pe de altă parte, în sfera cererii externe nete se notează o deteriorare, determinată de accelerarea importurilor. Astfel, conform datelor Eurostat în perioada ianuarie-mai 2017 exporturile de bunuri au crescut cu 8.5% an/an (la 898.5 miliarde EUR), ritm inferior celui înregistrat de importuri, de 12.3% an/an (la 815.6 miliarde EUR).
- Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze în ultimele luni, pe fondul dinamicii favorabile a investițiilor productive. Astfel, numărul de șomeri s-a redus cu 0.1% lună/lună și cu 8.8% an/an, la 15 milioane în mai (nivelul minim din vara anului 2009). Rata șomajului s-a consolidat la 9.3% în mai, nivelul minim din martie 2009.

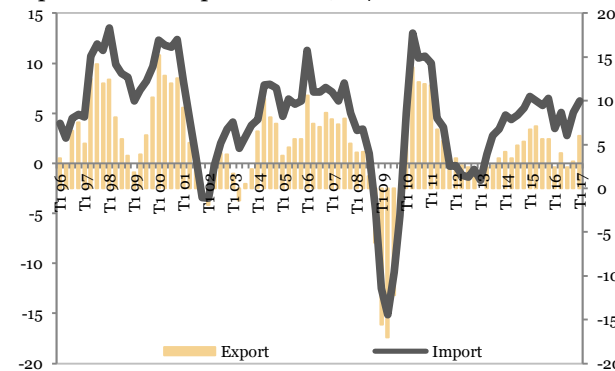
dinamica PIB în Zona Euro (% an/an) sursa: Eurostat, estimări BT



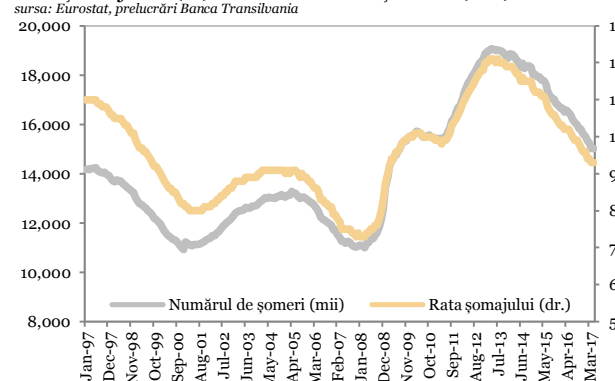
consumul privat vs. investițiile productive (% an/an) sursa: Eurostat



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



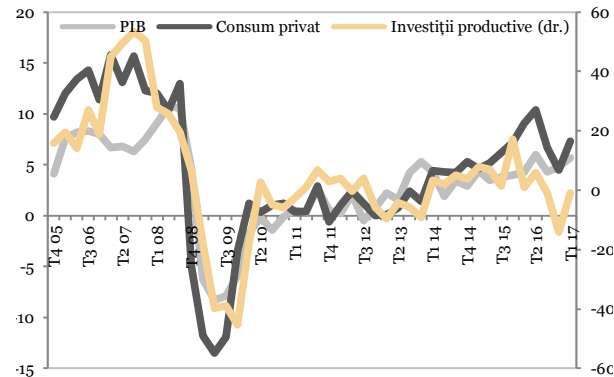
rata șomajului (%) vs. numărul de șomeri (mii) sursa: Eurostat, prelucrări Banca Transilvania



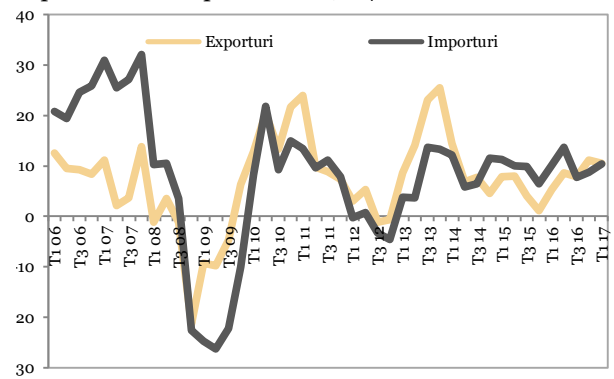
ROMÂNIA

- Economia internă a accelerat în T1 2017, consemnând un avans de 1.7% trimestru/trimestru, cea mai bună evoluție din T3 2015, conform estimărilor provizorii (2) comunicate de Institutul Național de Statistică (INS).
- În dinamică an/an PIB-ul a crescut cu 5.7% în primele trei luni ale anului curent, la cel mai bun ritm din ultimele trei trimestre contribuind atât cererea internă cât și exportul net.
- Cu toate acestea, persistența divergenței dintre creșterea consumului populației și declinul investițiilor exprimă deteriorarea procesului de creștere economică într-o perioadă în care economia se află în vârful ciclului post-criză, iar riscurile la adresa stabilității macro-financiare se intensifică.
- Astfel, cererea internă a avut o contribuție de 5.5 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB în T1 2017, sub influența mix-ului relaxat de politici economice.
- Se evidențiază accelerarea consumului privat (principala componentă a PIB) la 7.4% an/an (contribuție cu 4.8 puncte procentuale la ritmul anual de creștere economică), determinată de majorarea venitului real disponibil al populației, creșterea pieței creditului în RON, eliminarea taxei auto și evoluția ascendentă a prețurilor activelor imobiliare și financiare.
- Totodată, consumul public a consemnat un avans de 4.4% an/an (contribuție cu 0.7 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB), date fiind măsurile pro-ciclice din sfera politicilor fiscal-bugetară și de venituri.
- De asemenea, stocurile companiilor au contribuit cu 0.2 puncte procentuale la rata anuală de creștere economică din T1 2017.
- Pe de altă parte, investițiile productive au scăzut pentru al treilea trimestru consecutiv în T1 2017, cu 1% an/an. Considerăm că această evoluție a fost influențată de tensiunile din sfera publică, dar și de acumularea de riscuri la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu.
- Nu în ultimul rând, cererea externă netă a contribuit pozitiv la dinamica anuală a economiei în T1 2017 (cu 0.2 puncte procentuale), dat fiind că exporturile au crescut cu 10.9% an/an, ritm superior celui înregistrat de importuri (10.6% an/an).
- În ceea ce privește oferta agregată se notează dinamica IT&C (15.3% an/an), sectorul stea al economiei României în ultimii ani.
- De asemenea, componenta ciclică comerț/reparare auto-moto/transport & depozitare/HORECA a urcat cu 7.4% an/an, evoluție susținută de majorarea veniturilor populației, eliminarea taxei auto și dinamica creditării.
- Totodată, sectorul secundar (industria) s-a redinamizat în primele trei luni ale anului curent (6.8% an/an), pe fondul impulsului exporturilor și momentului favorabil din sfera consumului.
- Sectorul primar (agricultura/silvicultura/pescuit) și construcțiile au consemnat ritmuri anuale de creștere de 0.9%, respectiv 1.2% în T1 2017, conform INS.
- Indicatorii macroeconomici comunicați în perioada recentă au prezentat evoluții mixte, pe fondul incertitudinilor cu privire la intervenția statului în economie.
- Se notează consolidarea climatului pozitiv în sfera consumului privat: **comertul cu amănuntul** a accelerat la 14% an/an în mai (cel mai bun ritm din iunie 2016). Indicatorul barometru pentru consumul privat a crescut cu 7.9% an/an în primele cinci luni ale anului curent.
- De asemenea, **producția industrială** s-a redinamizat în mai (ritm anual de 17.3%), cea mai bună evoluție din aprilie 2013 fiind determinată de accelerarea componentei prelucrătoare la 18.6% an/an. În perioada ianuarie-mai 2017 industria a urcat cu 7.8% an/an, notându-se creșterea ramurii prelucrătoare cu 8.4% an/an.
- Pe de altă parte, în sfera **construcțiilor** persistă un climat dificil: scădere cu 16.7% an/an în mai și cu 8.6% an/an la cinci luni, pe fondul evoluției nefavorabile a investițiilor publice.
- Totodată, poziția externă se deteriorează: **deficitul balantei comerciale cu bunuri** s-a intensificat cu 18% an/an la 4.5 miliarde EUR în primele cinci luni din 2017, perioadă în care **deficitul de cont curent** s-a adâncit cu 14.9% an/an la 2 miliarde EUR, iar investițiile străine directe au scăzut cu 11.1% an/an la 1.4 miliarde EUR.
- Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă se acumulează semnale de maturitate, pe fondul intensificării presiunii costurilor salariale. **Numărul de șomeri** a crescut în mai, lună în care numărul de angajați a atins un nivel record pentru ultimele decenii.

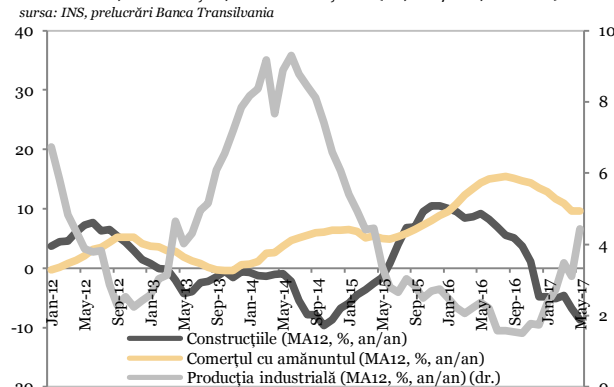
PIB-ul, investițiile productive, consumul privat (% an/an) sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT



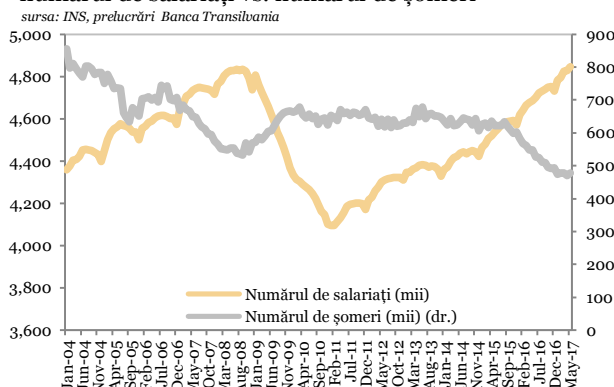
exporturile vs. importurile (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



industria, comerțul, construcțiile (% an/an, MA12) sursa: INS, prelucrări Banca Transilvania



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



ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Dinamica anuală a prețurilor de consum a decelerat în T2, evoluție determinată, în principal, de evoluția componentelor volatile.
- Conform indicatorului PCE (*Personal Consumption Expenditure*) agreat de FED inflația anuală a decelerat de la 1.7% în aprilie la 1.4% în mai, cel mai redus nivel din noiembrie 2016. Subliniem faptul că inflația anuală a înregistrat în februarie maximum din 2012 (2.1%, peste ținta de 2% a FED). Componenta core a inflației s-a temperat de la 1.5% an/an în aprilie la 1.4% an/an în mai, minimum din decembrie 2015.
- Se poate spune că în T2 2017 am asistat la o întrerupere temporară a procesului de convergență sustenabilă a inflației către nivelul țintit de banca centrală. Cu toate acestea, dinamica anuală a prețurilor de consum se menține pe o tendință ascendentă, după cum se poate observa și în primul grafic alăturat.
- La a patra ședință de politică monetară din acest an Rezerva Federală a ameliorat prognozele privind dinamica PIB-ului și a pieței forței de muncă în 2017, dar a redus previziunile referitoare la evoluția inflației în acest an. Conform scenariului central actualizat economia ar putea crește cu ritmuri anuale de 2.2% în 2017, 2.1% în 2018, respectiv 1.9% în 2019. Totodată, rata medie anuală a șomajului ar putea să scadă la 4.3% în 2017, respectiv 4.2% în 2018-2019. Pe de altă parte, inflația medie anuală va consemna niveluri de 1.6% în 2017, respectiv 2% în 2018-2019, în scenariul FED.
- Perspectivele de accelerare economică și de convergență a inflației spre nivelul țintit au determinat Comitetul de Politică Monetară să continue ciclul post-criză, majorând rata de dobândă de referință de la (0.75%-1.00%) la (1.00%-1.25%), decizie în linie cu așteptările noastre și ale pieței financiare. De asemenea, FED a semnalat demararea procesului de reducere graduală a volumului activelor în semestrul II, cu ritmuri lunare de 6 miliarde USD pentru titluri de stat și de 4 miliarde USD pentru titluri ipotecare.
- Pe de altă parte, în discursul susținut în Congres în iulie d-na Yellen (Președinte FED) a semnalat o atitudine flexibilă a politicii monetare pe viitor, mai ales în contextul nivelului redus al ratei de dobândă neutrale.

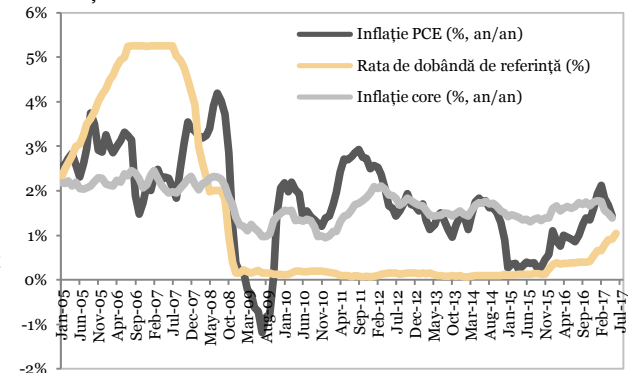
ZONA EURO

- Dinamica anuală a prețurilor de consum a decelerat de la 1.4% în mai la 1.3% în iunie (conform datelor Eurostat), pe fondul evoluției componentelor volatile (inclusiv declinul cotațiilor internaționale la țitei).
- Pe de altă parte, componenta core a accelerat de la 0.9% în mai la 1.1% în iunie.
- Astfel, în T2 2017 inflația medie anuală s-a situat la 1.53%, în decelerare de la 1.77% în T1 2017. Cu toate acestea, inflația core a accelerat de la 0.83% an/an în T1 2017 la 1.07% an/an în T2 2017, pe fondul evoluției economiei la un ritm peste potențial.
- În cadrul ședinței de politică monetară din iulie (a cincea din acest an) Banca Centrală Europeană (BCE) a menținut rata de dobândă de referință (la 0%) și ratele de dobândă la facilitățile permanente (-0.4% la depozite și 0.25% la creditare) la minime istorice, precum și programul de cumpărare de active (60 miliarde EUR/lună) până la finalul acestui an. Deciziile au confirmat așteptările noastre și ale pieței financiare.
- De asemenea, BCE a semnalat că va realiza o evaluare a perspectiveilor de politică monetară (inclusiv a măsurilor neconvenționale) într-una din cele trei ședințe rămase până la finalul anului (cel mai devreme în septembrie, cel mai târziu în decembrie).

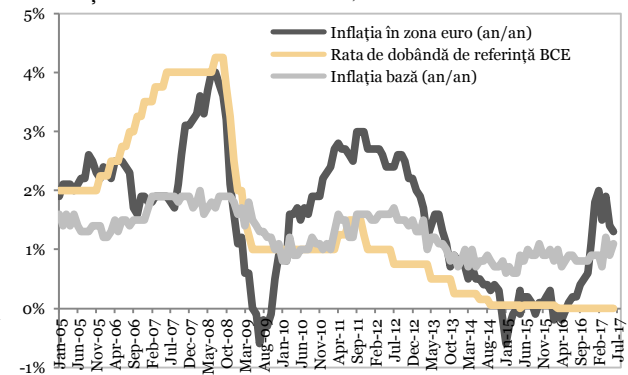
ROMÂNIA

- Prețurile de consum au crescut cu 0.04% lună/lună în iunie, conform INS, pe fondul majorării tarifelor la servicii cu 0.33%, în contextul deprecierei monedei naționale.
- Inflația anuală a accelerat de la 0.64% în mai la 0.85% în iunie, cel mai ridicat nivel din mai 2015, luna de dinainte de implementarea reducerii TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9%). Această evoluție a fost determinată, în principal, de accelerarea dinamicii anuale a prețurilor la bunuri alimentare, de la 2.3% în mai la 2.83% în iunie (cel mai ridicat nivel din iulie 2013). Totodată, ritmul de declin pentru tarifele la servicii s-a atenuat de la 1.26% an/an în mai la 1.03% an/an în iunie. Prețurile la produse ne-alimentare au crescut cu 0.21% an/an în iunie, ritm apropiat de cel consemnat în mai (0.23% an/an).
- Astfel, în T2 inflația medie anuală s-a situat la 0.7%, în accelerare de la 0.14% în T1.
- La ședința de politică monetară din iulie (a cincea din 2017) Banca Națională a României (BNR) a menținut rata de dobândă de referință (la 1.75% - minim istoric) și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%. Entitatea a semnalat o politică mai activă pe viitor, pe fondul accelerării inflației și acumulării de riscuri la adresa stabilității macro-financiare.

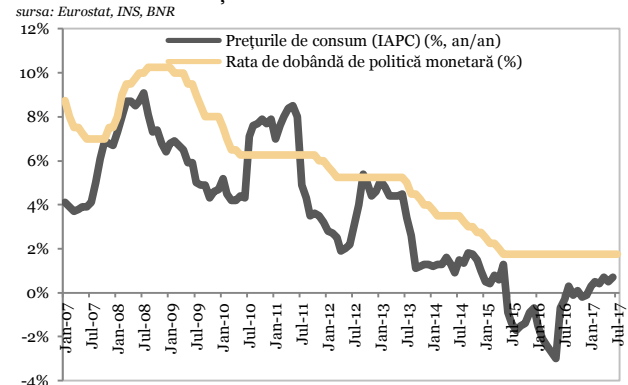
dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în SUA sursa: FED



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



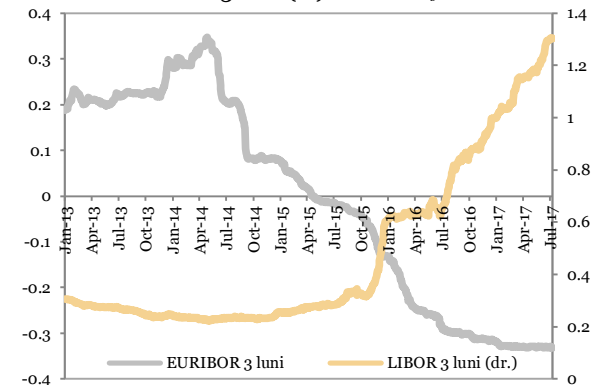
PIAȚA FINANCIARĂ SUA

- Printre factorii care au influențat dimensiunea financiară a economiei în trimestrul II se menționează: consolidarea climatului favorabil în sfera reală a economiei mondiale; nivelul redus al costurilor **reale** de finanțare și excesul de lichiditate; informațiile predominant pozitive din sfera companiilor listate; evoluțiile din piețele internaționale de materii prime; tensiunile politice și geo-politice.
- Se notează consolidarea divergențelor pe piața monetară, inflexiunea pe piața valutară și continuarea tendinței ascendente pe piața de acțiuni.
- În Statele Unite banca centrală a continuat ciclul monetar post-criză, majorând rata de dobândă de referință la (1.00-1.25%) la ședința din luna iunie. Totodată, instituția a semnalat că ar putea demara procesul de reducere graduală a volumului activelor în a doua jumătate a anului curent. Impulsul de politică monetară a condus la continuarea tendinței de majorare a ratelor de dobândă pe piața monetară în trimestrul II, fiind înregistrat cel mai ridicat nivel de la începutul anului 2009. LIBOR pe scadența trei luni a încheiat luna iunie la 1.299%, în creștere cu 7.4% față de nivelul de la finele lunii mai, cu 98.6% an/an și cu 30.2% comparativ cu valoarea de la sfârșitul anului 2016.
- Pe de altă parte, pe piața titlurilor de stat rata de dobândă pe scadența 10 ani a scăzut în trimestrul II, evoluție determinată de excesul de lichiditate, decelerarea inflației și intensificarea tensiunilor politice și geo-politice. La finele lunii iunie rata de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani s-a situat la 2.304%, în urcare cu 4.4% lună/lună, dar în scădere cu 5.8% comparativ cu nivelul de la sfârșitul anului trecut. În iunie acest indicator a înregistrat un nivel mediu de 2.19%, în scădere cu 4.8% față de luna mai.
- În sfera pieței valutare se observă confirmarea procesului de inflexiune, după tendința de apreciere a dolarului american manifestată în ultimii ani (la începutul anului cursul mediu al monedei americane a retestat maximele din anii 2000). Schimbarea de tendință pentru cursul dolarului a fost puternic influențată de reconfigurarea așteptărilor privind politica monetară din Zona Euro, precum și de reducerea probabilității ca Administrația Trump să implementeze măsurile promise în campanie. La final de iunie cursul USD/EUR era mai scăzut cu 1.7% față de nivelul de la sfârșitul de mai și cu 7.6% comparativ cu valoarea de la finele anului 2016.
- Piața de acțiuni a dovedit rezistență la tensiunile politice și geo-politice și acumularea de semnale de maturitate pentru ciclul economic post-criză. Indicele Dow Jones a continuat tendința ascendentă în T2 2017, înregistrând noi maxime. La final de iunie acest indice s-a situat la 21,349.6 puncte, în urcare cu 1.6% lună/lună, cu 3.3% trimestru/trimestru și cu 8% față de nivelul de la sfârșitul de 2016.

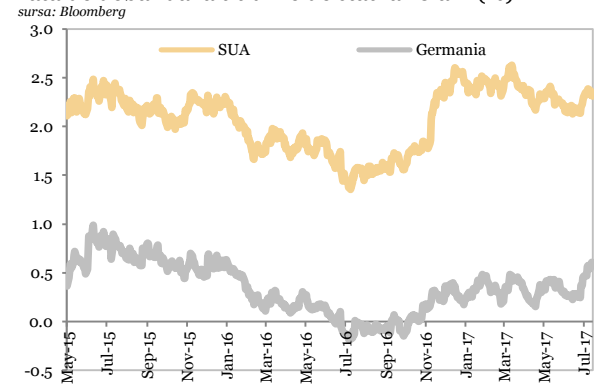
ZONA EURO

- Piața financiară din regiune a resimțit în perioada recentă evoluțiile din piețele globale, știrile macroeconomice regionale (inclusiv semnalele de politică monetară), informațiile din sfera companiilor (inclusiv provocările din sectorul bancar) și declinul cotațiilor internaționale la țitei.
- După cum se poate nota și în primul grafic din partea dreaptă, în sfera pieței monetare ratele de dobândă au prezentat minime istorice în T2 2017, dat fiind că BCE a semnalat continuarea politicii relaxate fără precedent, cel puțin până la finalul anului curent. Astfel, EURIBOR pe scadența trei luni s-a situat la -0.331% la final de iunie, în scădere cu 0.6% lună/lună, cu 15.7% an/an și cu 3.8% față de nivelul de la sfârșitul de 2016.
- Pe piața germană a titlurilor de stat rata de dobândă la 10 ani a încheiat luna iunie la 0.465%, în urcare cu 49.5% față de nivelul de la final de mai (și cu 123.6% comparativ cu valoarea de la finele anului trecut), pe fondul semnalelor emise de BCE, în direcția apropierei de final a politicii monetare actuale. În iunie acest indicator a consemnat un nivel mediu de 0.29%, mai redus cu 22.8% raportat la cel înregistrat în mai.
- Pe piața valutară cursul EUR/USD a continuat în T2 2017 tendința ascendentă inițiată în martie, evoluție determinată de accelerarea convergenței în economia reală (Zona Euro vs. SUA) și de perspectiva reluării convergenței în sfera politicii monetare (BCE vs. FED) începând cu 2018. Astfel, la final de iunie cursul EUR/USD s-a situat la 1.1412, în apreciere cu 1.7% lună/lună, 2.8% an/an și 8.3% față de nivelul de la finele lui 2016.
- Indicele pan-european EuroStoxx 50 a scăzut cu un ritm lunar de 3.2% în iunie și cu o dinamică trimestrială de 1.7% în T2 2017. La final de iunie indicele s-a situat la 3,441.9 puncte, în creștere cu 4.6% față de nivelul de la finele anului 2016.

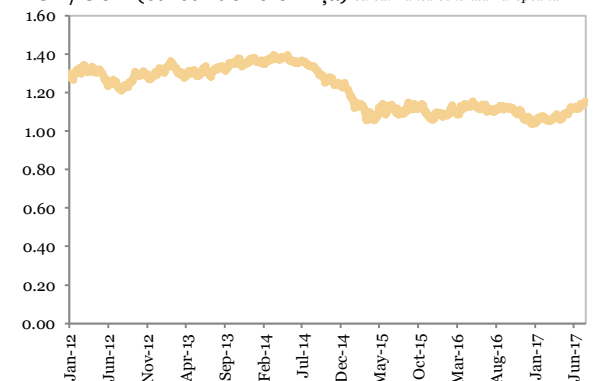
rata de dobândă la 3 luni (%) sursa: Bloomberg



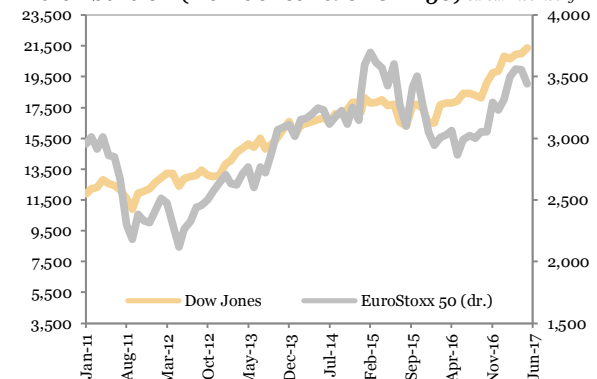
rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (%) sursa: Bloomberg



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



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



ROMÂNIA

• În iunie piața financiară a reacționat la evoluțiile macro-financiare globale și europene și la intensificarea tensiunilor politice (în contextul schimbării Guvernului și semnalelor de intervenție mai agresivă în economie din partea statului). Se notează majorarea costurilor de finanțare, deprecierea monedei naționale (ca medie lunară RON a atins minime istorice față de moneda unică europeană) și scăderea pieței de acțiuni, pe fondul deteriorării climatului investițional.

PIAȚA MONETARĂ

- În sfera pieței monetare ratele de dobândă au crescut pe scadențele foarte scurte, ca urmare a intensificării percepției de risc, în contextul evenimentelor din plan politic și a semnalelor de politică economică lansate de reprezentanții Administrației.
- Astfel, pe scadențele overnight, tomorrow next și o săptămână ROBOR a consemnat valori de 0.68%, 0.65%, respectiv 0.65% la finele lunii iunie, în creștere față de valorile de la sfârșit de mai cu ritmuri de 26%, 20%, respectiv 16%.
- Pe scadențele o lună, nouă luni și 12 luni ROBOR s-a situat la 0.65%, 1.15%, respectiv 1.21% la final de iunie, în scădere cu 2%, 1%, respectiv 2% comparativ cu nivelurile de la finele lunii mai.
- Nu în ultimul rând, pe scadențele trei luni și șase luni ROBOR a înregistrat valori de 0.86%, respectiv 1.04% la finele lunii iunie, în stagnare față de nivelurile de la sfârșit de mai.
- Între final de 2016 și finele lunii iunie ROBOR a crescut pe scadențele overnight (cu 21%), tomorrow next (cu 14%) și o săptămână (cu 3%) și s-a redus pe scadențele o lună (cu 14%), trei luni (cu 4%), șase luni (cu 6%), nouă luni (cu 3%) și 12 luni (cu 3%).
- Valorile medii lunare ale ROBOR au scăzut între mai și iunie, cu ritmuri de 6% (pentru overnight și tomorrow next), 8% (pentru o săptămână), 11% (la o lună), 5% (la trei luni și șase luni) și 4% (pentru nouă luni și 12 luni).

PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- Ratele de dobândă au crescut pe scadențele medii-lungi ale curbei randamentelor în luna iunie, pe fondul accelerării dinamicii PIB-ului nominal și a intensificării percepției de risc, în contextul evenimentelor din sfera politică.
- Astfel, între final de mai și finele lunii iunie ratele de dobândă la titlurile de stat pe scadențele cinci ani și 10 ani au crescut cu 5% (la 2.58%, plus 6% de la începutul anului), respectiv cu 7% (la 3.89%, avans cu 11% în primul semestru din 2017).
- Pe de altă parte, pe scadența șase luni rata de dobândă s-a situat la 0.51% la sfârșit de iunie, în scădere cu 11% comparativ cu nivelul de la finele lunii mai și cu 33% față de valoarea de la final de 2016.
- Prin urmare, spread-ul de dobândă s-a majorat cu 10% între final de mai și sfârșit de iunie, la 3.38 puncte procentuale (cel mai ridicat nivel din luna martie).
- În iunie rata medie de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a înregistrat un nivel mediu de 3.69%, în scădere cu 1.3% față de luna mai.
- În luna iunie Ministerul de Finanțe s-a împrumutat pe piața internă cu 5.9 miliarde RON (din care 1.8 miliarde RON prin certificate de trezorerie) și cu 100 milioane EUR.

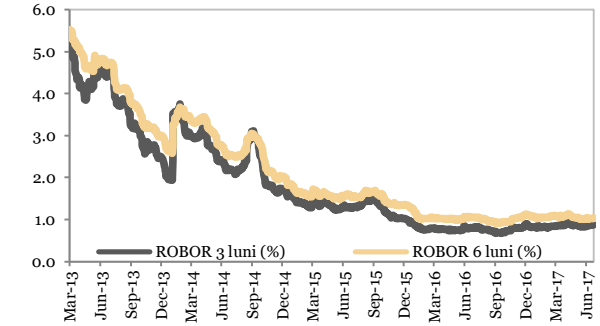
PIAȚA VALUTARĂ

- EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.5503 – 4.5987) la BNR în luna iunie, creșterea din primele săptămâni (până la nivelul maxim din vara anului 2012) fiind contrabalansată ulterior.
- Cursul a înregistrat un nivel mediu de 4.5714 în iunie (nivel record), în creștere cu 0.38% lună/lună și cu 1.1% an/an.
- EUR/RON a încheiat luna iunie la 4.5539, în scădere cu 0.36% față de nivelul de la final de mai, dar în creștere cu 0.28% comparativ cu valoarea de la sfârșitul anului trecut și cu 0.73% an/an.

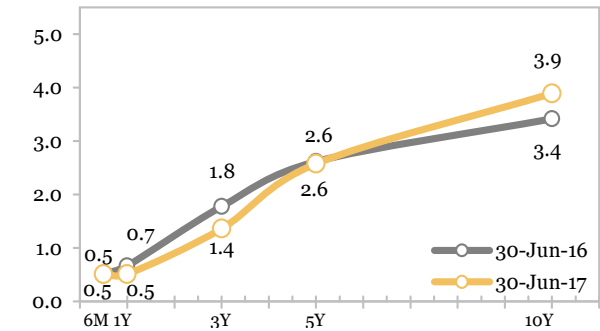
PIAȚA BURSIERĂ

- Bursa a scăzut în iunie (după șapte luni de creștere), evoluție influențată de corecțiile din piețele europene și mai ales de intensificarea percepției de risc pe plan intern în contextul evenimentelor din sfera publică (declarații privind naționalizarea Pilonului II din Sistemul de Pensii). Indicele BET a pierdut 10.4%, la 7,855.4 puncte în iunie (avans cu 10.9% de la începutul anului).

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



curba randamentelor în România sursa: Bloomberg



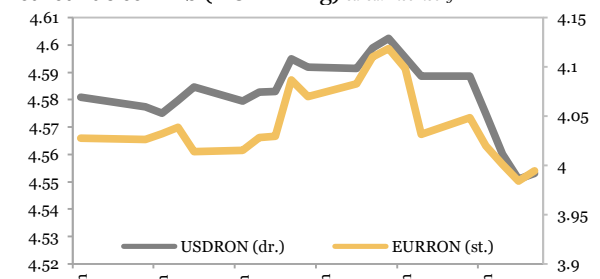
Licitatii M. Finanțe (iunie)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
------------------------------	--------------------	----------	-----------

06-Jun-2017	220	24-Sep-2031	4.12
08-Jun-2017	1,000	11-Iun-2018	0.80
08-Jun-2017	808	19-Dec-2022	2.81
12-Jun-2017	690	26-Feb-2020	1.76
15-Jun-2017	800	18-Dec-2017	0.51
19-Jun-2017	686.7	29-Apr-2024	3.22
22-Jun-2017	920	25-Feb-2019	1.18
26-Jun-2017	805	8-Mar-2022	2.45

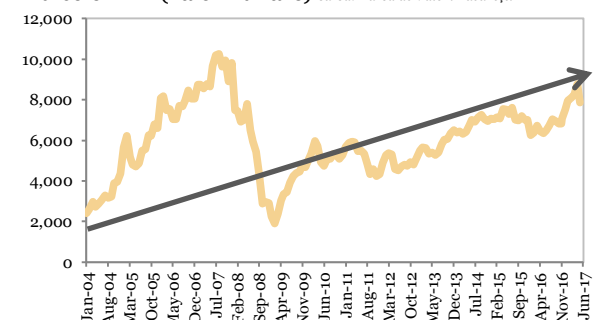
	Valoare (mil. EUR)	Scadență	Yield (%)
--	--------------------	----------	-----------

27-Iun-2017	100	26-Feb-2021	0.36
-------------	-----	-------------	------

cursul de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



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



SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

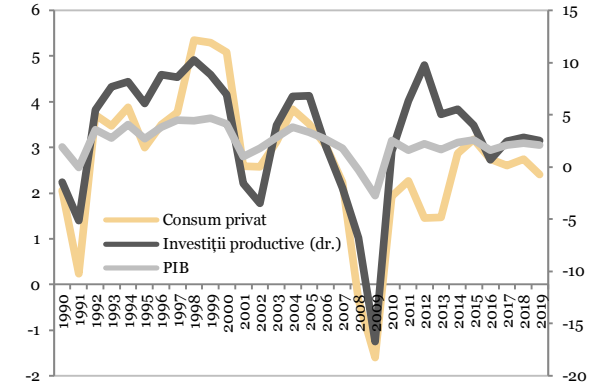
ECONOMIA REALĂ SUA

- Am încorporat evoluțiile macro-financiare recente și am ajustat marginal scenariul macroeconomic central de previziune pe termen mediu pentru prima economie a lumii.
- Conform noilor previziuni PIB-ul SUA ar putea crește cu un ritm de 2.1% an/an în 2017, în accelerare de la 1.6% an/an în 2016, evoluție determinată de redinamizarea investițiilor productive (2.5% an/an) și de consolidarea climatului favorabil în sfera consumului privat (principala componentă a PIB) (avans cu 2.6% an/an).
- Acest scenariu este susținut de nivelul redus al costurilor reale de finanțare, efectul de avuție (date fiind evoluțiile recente din piața imobiliară și din piața financiară) și de ameliorarea indicatorilor din sfera economiei mondiale.
- Pe de altă parte, pentru consumul public previzionăm o stagnare în acest an, în contextul schimbării Administrației și intensificării deficitului bugetar.
- Nu în ultimul rând, în sfera cererii externe nete ne așteptăm la o accelerare a exporturilor și importurilor în 2017: ritmuri medii anuale de 3.3%, respectiv 3.4%.
- Economia SUA ar putea accelera la 2.3% an/an în 2018, într-o evoluție susținută de investiții productive și consum privat (ritmuri medii anuale de 2.9%, respectiv 2.7%), scenariu condiționat de absența unor șocuri pe piața financiară și în plan politic.
- Cu toate acestea, pentru 2019 previzionăm o decelerare a dinamicii economiei americane, pe fondul perspectivelor de apropiere de final a ciclului economic post-criză.
- Acest scenariu este susținut și de perspectiva ca rata șomajului să schimbe tendința (din descendentă în ascendentă) pe termen scurt, după cum rezultă din previziunile macro-econometrice elaborate și prezentate în al doilea grafic alăturat.
- Printre factorii de risc pentru evoluția economiei SUA pe termen scurt se menționează: ciclul monetar post-criză la FED (inclusiv demararea programului de vânzare de active); tensiunile politice cu impact asupra politicii economice a Administrației; climatul geo-politic global; evoluțiile macroeconomice din China.

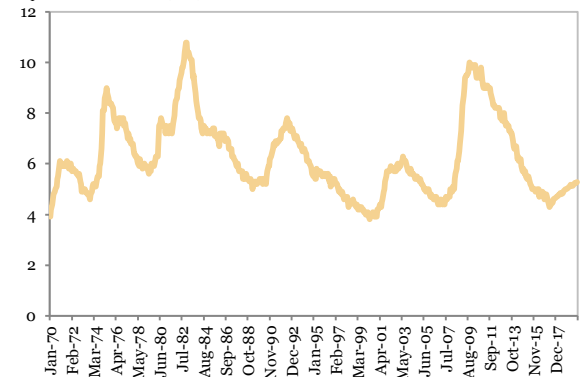
ZONA EURO

- Dinamica favorabilă a indicatorilor din economia reală și din economia financiară din ultimele săptămâni a confirmat în linii mari scenariul macroeconomic central BT.
- Subliniem însă faptul că rezultatul alegerilor din Franța a determinat reducerea percepției de risc cu privire la viitorul integrării economice europene, contribuind la consolidarea climatului investițional pozitiv.
- În acest context, am revizuit marginal prognozele pe termen mediu pentru evoluția economiei regiunii. Conform scenariului central actualizat PIB-ul Zonei Euro ar putea accelera de la 1.8% an/an în 2016 la 2.1% an/an în 2017 (cel mai bun ritm din 2010).
- Acest scenariu este susținut de mix-ul relaxat de politici economice, care a contribuit la scăderea costurilor de finanțare spre minime istorice, creșterea prețurilor activelor (financiare și imobiliare) dar și la redinamizarea investițiilor publice, după un amplu proces de ajustare a finanțelor publice.
- Astfel, pentru acest an previzionăm ritmuri anuale robuste de creștere pentru investiții productive (3.6%), consum privat (1.7%) și consum public (1.7%).
- Pentru 2018-2019 ne așteptăm ca ciclul economic post-criză să ajungă la maturitate, evoluție influențată de climatul din economia SUA, dar și de perspectiva reconfigurării mix-ului de politici economice în plan regional, cu impact asupra costurilor de finanțare.
- În acest scenariu, dinamica anuală a PIB-ului ar putea decelera spre 1.8% an/an în 2018-2019, pe fondul temperării investițiilor productive (la 3.2% an/an).
- Continuarea ciclului investițional post-criză va contribui la consolidarea tendinței de ameliorare a climatului din piața forței de muncă. În scenariul nostru central ne așteptăm ca rata șomajului din regiune (componenta structurală) să scadă sub nivelurile minime din 2007 (după cum se poate nota în ultimul grafic din partea dreaptă).
- Considerăm că factorii de risc pentru evoluția economiei regiunii pe termen scurt și mediu constau în: evoluțiile macro-financiare din plan global; deciziile de politică economică în sfera regională (îndeosebi ieșirea BCE din relaxarea monetară fără precedent); climatul geo-politic global/regional și terorismul.

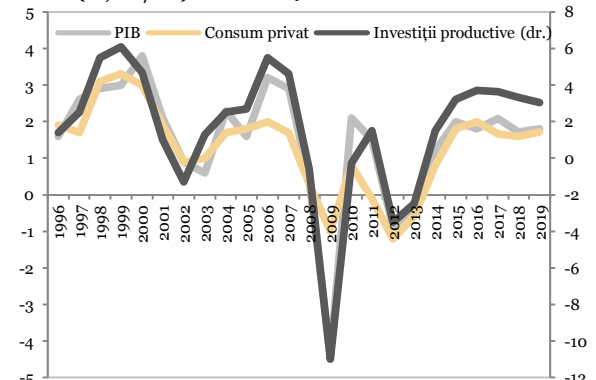
PIB-ul, consumul privat, investițiile productive în SUA (% an/an) sursa: Departamentul Comerțului din SUA, previziuni BT



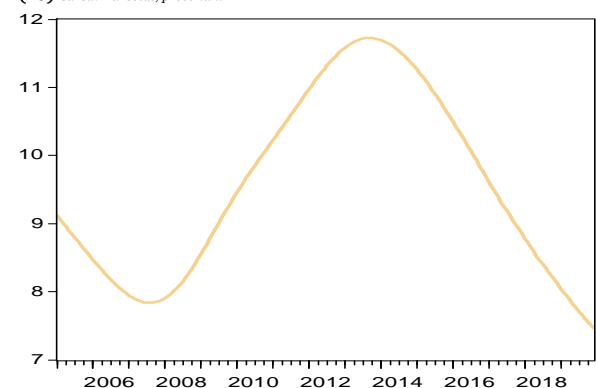
rata șomajului în SUA (%) sursa: previziuni BT pe baza datelor Departamentului Muncii (SUA)



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



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

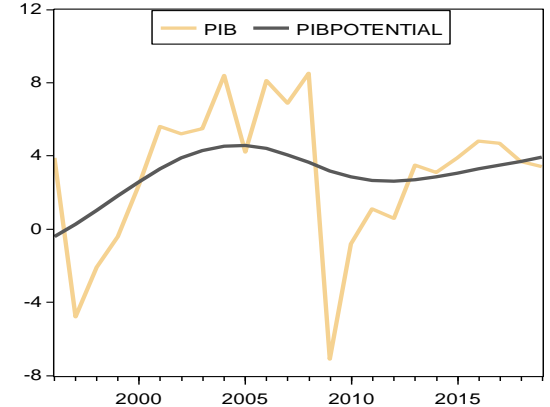


ROMÂNIA

- Am încorporat evoluțiile macro-financiare recente (globale, europene și interne) și am ajustat previziunile privind dinamica economiei României în 2017.
- Pe de o parte, am revizuit în sus prognoza privind dinamica consumului privat în acest an, pe fondul momentului favorabil din perioada recentă, susținut de majorarea venitului real disponibil al populației, dinamica creditării în moneda națională și efectul de avuție (în contextul creșterii prețurilor activelor imobiliare și financiare).
- Pe de altă parte, am redus previziunea privind evoluția investițiilor productive în 2017, date fiind evoluțiile nefavorabile din primul trimestru, dar și acumularea de factori de incertitudine din sfera politicii economice, cu impact pentru climatul investițional.
- Scenariul central actualizat indică perspectiva creșterii PIB-ului intern cu un ritm anual de 4.7% în 2017 (revizuit în urcare de la 4.5%), în decelerare de la 4.8% în 2016.
- În acest scenariu, consumul privat (principala componentă a PIB) ar putea consemna un avans de 6.3% în acest an, ritm în decelerare de la 7.4% în 2016.
- De asemenea, ne așteptăm ca investițiile productive să crească cu 3.2% an/an în 2017, după declinul cu 3.3% an/an din 2016. Acest scenariu este susținut de impulsul exporturilor, momentul favorabil din sfera consumului, nivelul redus al costurilor reale de finanțare și perspectiva redinamizării investițiilor publice.
- Totodată, previzionăm o creștere a consumului public cu 1.3% an/an în 2017.
- În sfera cererii externe nete ne așteptăm la consolidarea dinamicii anuale a exporturilor (la 8.3%) și la decelerarea importurilor (la 8.5% an/an) în 2017.
- Per ansamblu, continuăm să previzionăm că economia României va decelera pe termen mediu, în convergență către ritmul potențial, după cum se poate observa și în primul grafic din partea dreaptă.
- Acest scenariu are la bază perspectivele de majorare a costurilor de finanțare în economie, acumularea de factori de risc la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu și semnalele de maturitate pentru ciclul economic post-criză (global și european).
- Astfel, dinamica anuală a PIB s-ar putea tempera la 3.7% în 2018 și 3.4% în 2019, pe fondul decelerării consumului privat (spre 4.5% an/an), în contextul disipării impactului Noului Cod Fiscal.
- În ceea ce privește investițiile productive ne așteptăm la o creștere cu un ritm mediu anual de 4.4% în perioada 2018-2019.
- Nu în ultimul rând, consumul public ar crește cu o dinamică medie anuală de 1.5% între 2018-2019.
- La nivelul cererii externe nete previzionăm decelerarea dinamicii anuale pentru exporturi și importuri în 2018 – 2019, pe fondul apropierii de final a ciclului economic post-criză. Astfel, exporturile și importurile ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 5.3%, respectiv 6.2% în intervalul 2018-2019, conform previziunilor noastre.
- În ceea ce privește piața forței de muncă previzionăm o consolidare a climatului pozitiv pe termen scurt și ne așteptăm la inflexiune (schimbare de tendință, de la pozitivă la nefavorabilă) pe termen mediu, după cum se poate nota și în ultimul grafic alăturat. Astfel, rata medie anuală a șomajului (componenta structurală) s-ar putea reduce la 5.3% în 2017, 4.9% în 2018, respectiv 4.8% în 2019.
- Subliniem faptul că în ultimele trimestre echilibrele macroeconomice (intern și extern) s-au deteriorat, aspect reflectat și în al treilea grafic alăturat.
- Astfel, pe de o parte, deficitul de cont curent al balanței de plăți se află pe o tendință de deteriorare (intensificare cu aproximativ 15% an/an, la 2 miliarde EUR în perioada ianuarie-mai), fiind ridicată probabilitatea depășirii nivelului de 3% din PIB în 2017.
- Pe de altă parte, deficitul bugetar prezintă un nivel ridicat (în zona limitei de 3% din PIB, stabilită de Pactul de Stabilitate și Creștere, România ocupând locul al doilea în Uniunea Europeană, după Franța), deși economia evoluează la un ritm peste potențial.
- În acest context, subliniem importanța rebalansării politicii economice și accelerării reformelor structurale, aspecte importante pentru construirea de spațiu de manevră de intervenție la momentul incidenței următoarei crize economice.
- Totodată, considerăm că întârzierea acestui proces de rebalansare ar putea determina o creștere puternică a costurilor de finanțare pe viitor, mai ales dacă Comisia Europeană va declanșa procedura de deficit excesiv.
- Printre factorii de risc a căror intensificare ar putea determina abateri de la acest scenariu central menționăm: evoluția climatului macro-financiar în SUA, Zona Euro și China; deciziile de politică economică, deteriorarea echilibrului macroeconomic, migrația populației active și tensiunile politice pe plan intern; climatul geo-politic (global, regional); dinamica cotațiilor internaționale la țitei și alte materii prime.

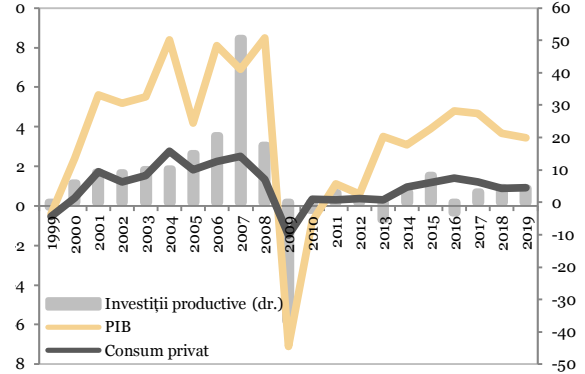
PIB-ul vs. PIB-ul potențial (% an/an)

sursa: Eurostat, INS, estimări și previziuni BT



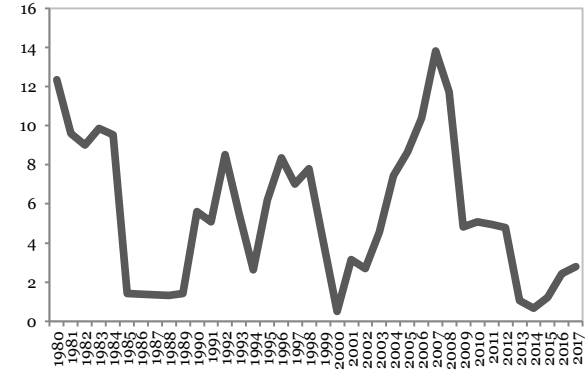
PIB-ul, consumul privat, investițiile productive (% an/an)

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



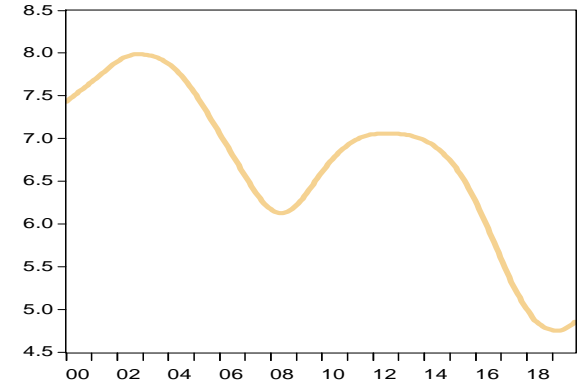
investiții – economisire (% PIB)

sursa: FMI



rata șomajului (componenta structurală) (%)

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Prin incorporarea evoluțiilor din trimestrul II din economia reală și din piețele financiare și de materii prime am revizuit prognozele privind evoluția inflației în perioada 2017-2019.
- Noile prognoze indică convergența sustenabilă a dinamicii anuale a prețurilor de consum spre nivelul țintit de Rezerva Federală (2% an/an, pe indicele PCE).
- Astfel, inflația medie anuală ar putea accelera de la 1.1% în 2016 la 1.7% în 2017, 1.8% în 2018, respectiv 2.3% în 2019. În acest scenariu dinamica anuală a prețurilor de consum va depăși ținta de 2% an/an între final de 2018 și finele anului 2019.
- Perspectivele de accelerare a inflației și de consolidare a climatului pozitiv din piața forței de muncă pe termen scurt exprimă premise ca Rezerva Federală să continue ciclul monetar post-criză în trimestrele următoare, atât prin majorarea ratei de dobândă de referință, cât și prin reducerea graduală a volumului activelor.
- Practic, ne așteptăm ca FED să profite de climatul favorabil din piața forței de muncă și de convergența graduală și sustenabilă a inflației către nivelul țintă pentru a crea marja de manevră de intervenție necesară la momentul incidenței următoarei crize ciclice.
- Cu toate acestea, considerăm ca banca centrală va avea o abordare flexibilă în ciclul monetar post-criză, cadența acestuia fiind dependentă și de perspectivele de politică bugetară și de politică de venituri, precum și de climatul din piețele financiare globale.

ZONA EURO

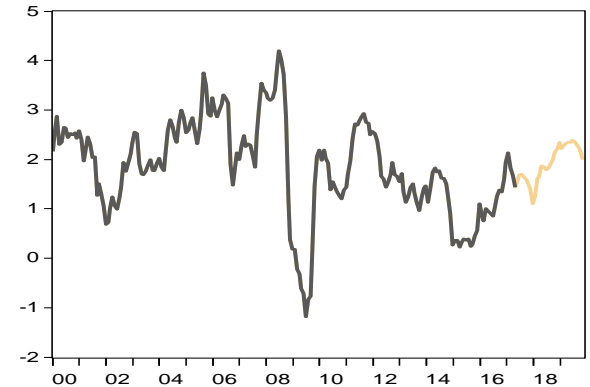
- Am actualizat previziunile pe termen scurt și mediu pentru dinamica anuală a prețurilor de consum prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare (globale și europene) și a cotațiilor internaționale la țitei din ultimele trei luni.
- Astfel, noile prognoze indică consolidarea tendinței ascendente pentru inflație pe termen mediu, în ciuda ajustărilor intervenite în ultimele luni, după cum se poate observa din al doilea grafic alăturat.
- Conform noului scenariu inflația medie anuală din regiune ar putea accelera de la 0.2% în 2016 la 1.5% în 2017, respectiv 1.9% în 2018 și 2019.
- În acest scenariu dinamica medie anuală a prețurilor de consum ar putea consemna valori apropiate de ținta de 2% a Băncii Centrale Europene începând din 2018.
- Perspectivele de consolidare a ciclului economic post-criză și de convergență sustenabilă a inflației spre nivelul țintit de banca centrală exprimă premise de inflexiune în sfera politicii monetare în trimestrele următoare.
- Cu alte cuvinte, ne așteptăm ca Banca Centrală Europeană să iasă din politica monetară relaxată fără precedent începând cu 2018, prin renunțarea la instrumentele neconvenționale și majorarea graduală a ratei de dobândă. Acest scenariu este susținut și de creșterea prețurilor activelor financiare (cu impact asupra stabilității macro-financiare pe viitor), dar și de nesustenabilitatea divergenței de politică monetară dintre FED și BCE.

ROMÂNIA

- Evoluția indicatorilor macro-financiar (externi și interni) (inclusiv a prețurilor de consum) din iunie a confirmat în linii mari scenariul central BT. Acest aspect ne determină să nu modificăm prognozele privind dinamica inflației în perioada 2017-2019.
- Conform previziunilor noastre inflația medie anuală (pe indicele armonizat UE) va accelera la 1.2% în 2017, 2.7% în 2018, respectiv 2.9% în 2019, într-o evoluție la care vor contribui mai mulți factori: disiparea impactului reducerilor de taxe prevăzute în Noul Cod Fiscal, politica de venituri a Administrației și supra-încălzirea din piața forței de muncă, evoluția consumului privat la un ritm peste potențial, deprecierea monedei naționale și perspectivele de accelerare a inflației în Zona Euro (principalul partener economic) și premisele de inflexiune a cotațiilor internaționale la țitei.
- În acest scenariu inflația medie anuală va reintra în intervalul țintit de BNR (1.5% - 3.5%) în a doua jumătate a anului curent.
- Previziunile privind dinamica inflației, evoluția consumului intern la un ritm peste potențial și acumularea de factori de risc la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu sunt elemente care indică o probabilitate ridicată ca BNR să inițieze ciclul monetar post-criză până la finalul anului curent.
- Subliniem însă faptul că marja de manevră a băncii centrale în următorul ciclu monetar este redusă, pe fondul gradului ridicat de integrare macro-financiară a României cu Zona Euro și a vitezei de circulație a fluxurilor internaționale de capital, într-un context caracterizat prin politica monetară relaxată fără precedent la BCE.

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

sursa: FED, previziuni Banca Transilvania



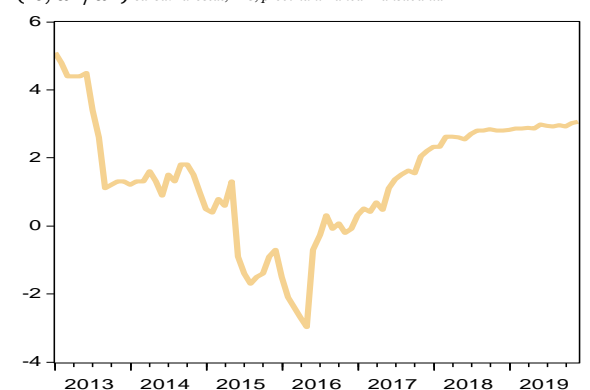
dinamica prețurilor de consum în Zona Euro (% an/an)

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



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

sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



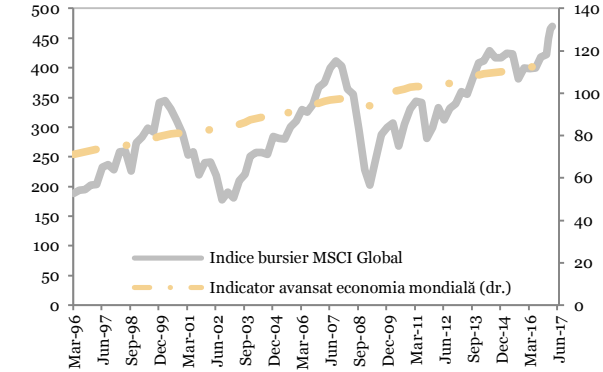
PIEȚELE FINANCIARE SUA

- Climatul pozitiv din piețele financiare globale s-a consolidat în ultimele săptămâni, indicele MSCI Global atingând valori record în luna iulie, după cum se poate observa în primul grafic din partea dreaptă.
- Printre factorii care au susținut această evoluție se numără accelerarea economiei mondiale, ameliorarea rezultatelor financiare raportate de companii, nivelul redus al ratelor reale de dobândă și excesul de lichiditate (generat de politicile monetare implementate în principalele blocuri economice ale lumii).
- Practic, în prezent prețurile activelor financiare și imobiliare se află în zona maximelor istorice (aspect reflectat în al treilea grafic din partea dreaptă), iar percepția de risc investițional se poziționează la minimele din ultimele decenii (după cum rezultă și din ultimul grafic alăturat).
- Pe de altă parte, în perioada recentă s-au acumulat semnale de maturitate ale ciclului economic post-criză, atât în Statele Unite (unde indicatorii de încredere s-au ajustat în perioada recentă spre nivelurile de dinainte de alegeri, ca urmare a erodării capitalului politic al Administrației Trump), cât și în economia mondială.
- Totodată, FED a semnalat continuarea ciclului monetar post-criză pe termen scurt, inclusiv prin reducerea graduală a volumului activelor (de la nivelul record de 4.5 trilioane USD), **ceea ce reprezintă cel mai important factor de incertitudine pentru economia financiară globală în trimestrele următoare.**
- În acest context, ne așteptăm la creșterea graduală a ratelor de dobândă pe piața monetară și pe piața titlurilor de stat în SUA pe termen scurt și mediu.
- În ceea ce privește piața de acțiuni atragem atenția cu privire la nivelul ridicat al indicatorilor de evaluare (PER), într-o perioadă caracterizată prin semnale de maturitate ale ciclului economic post-criză, reducerea capitalului electoral al Administrației Trump (și posibilitatea intensificării riscului politic) și perspectiva schimbării Guvernatorului Rezervei Federale (la început de 2018).
- Cu alte cuvinte, considerăm că este ridicată probabilitatea incidenței unui val de corecții pe piețele de acțiuni, după finalul sezonului de raportări financiare pe T2. Perspectiva intensificării percepției de risc este susținută și de dinamica nefavorabilă a productivității muncii și de tergiversarea reformelor structurale.
- Nu în ultimul rând, ne așteptăm la volatilitate ridicată și pe piața valutară în a doua jumătate a anului curent, cu perspectiva consolidării tendinței recente (de depreciere a dolarului). De altfel, după cum se poate nota în al doilea grafic alăturat, în perioada recentă am asistat la semnale de convergență la nivelul evoluției cursului de schimb real efectiv din Statele Unite, Zona Euro, China și Japonia.
- Printre factorii de risc pentru evoluția piețelor financiare (globală și americană) pe termen scurt menționăm: deciziile de politică economică din SUA (inclusiv ieșirea FED din politica monetară neconvențională prin vânzarea de active); climatul politic din SUA; evoluțiile din economia Chinei; tensiunile geo-economice și geo-politice globale.

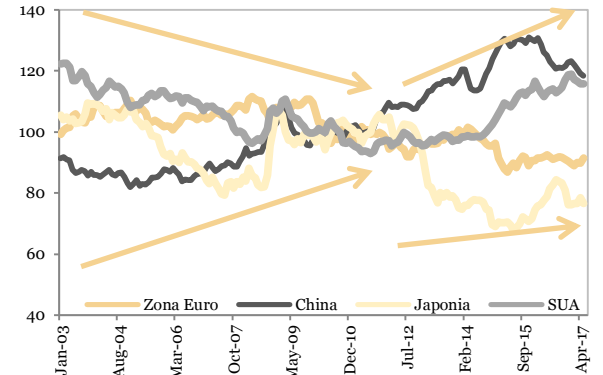
ZONA EURO

- Pentru piața monetară din regiune ne așteptăm la consolidarea ratelor de dobândă în zona minimelor istorice până la finele anului curent.
- Pe de altă parte, considerăm ridicată probabilitatea ca ratele de dobândă din sfera pieței monetare să inițieze o tendință ascendentă din 2018, pe fondul inflexiunii politicii monetare la Banca Centrală Europeană (ieșirea din relaxarea fără precedent). În acest scenariu EURIBOR ar putea reveni în teritoriu pozitiv în a doua jumătate a anului viitor.
- În ceea ce privește piața titlurilor de stat previzionăm continuarea tendinței de creștere a ratelor de dobândă în trimestrele următoare, evoluție influențată de climatul din piața americană, dar și de factorii regionali (accelerarea PIB-ului nominal și demararea ciclului monetar post-criză).
- Perspectivele de intensificare a convergenței economice dintre Zona Euro și Statele Unite și de reluare a convergenței monetare dintre cele două blocuri economice în trimestrele următoare exprimă premise pozitive pentru moneda unică europeană.
- Nu în ultimul rând, pentru piața de acțiuni ne așteptăm la evoluții influențate de climatul din piața americană, precum și de factorii regionali: dinamica indicatorilor macroeconomici, excesul de lichiditate, reconfigurarea procesului de integrare economică regională (inclusiv implementarea Uniunii Piețelor de Capital).
- Factorii de risc pentru acest scenariu central constau în: climatul macro-financiar global (SUA și China); deciziile de politică economică din regiune; evoluțiile din piețele internaționale de materii prime.

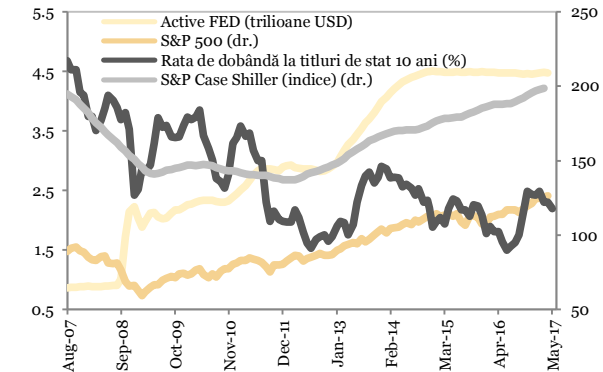
indicele MSCI Global vs. indicatorul avansat din economia mondială sursa: Bloomberg, OCDE



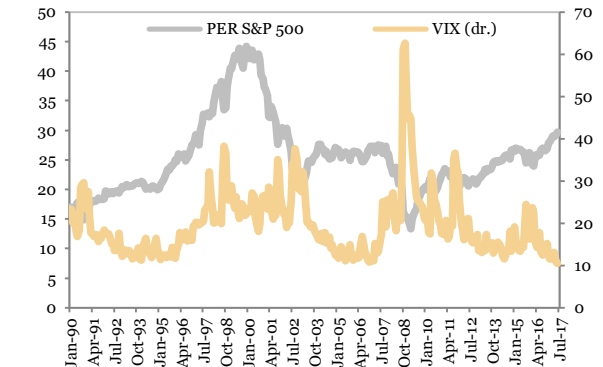
cursul real efectiv sursa: Banca Reglementelor Internaționale (BIS)



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



PER S&P 500 vs. VIX (indicator de volatilitate) în SUA sursa: Robert Shiller, Rezerva Federală



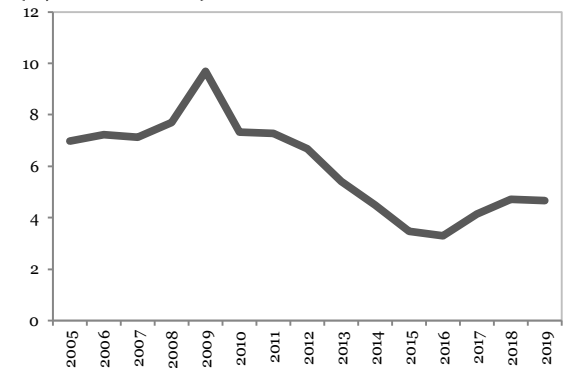
ROMÂNIA

- Prin încorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (externe și interne) am actualizat prognozele pentru dinamica indicatorilor din economia financiară a României pe termen mediu (orizontul 2017-2019).
- Din perspectiva termenului scurt considerăm că piața financiară internă va reacționa la evoluțiile din piețele externe și la știrile macroeconomice și climatul politic din România.
- Pentru piața monetară previzionăm creșterea graduală a ratelor de dobândă pe termen scurt și mediu, pe fondul perspectivelor ca Banca Națională a României (BNR) să demareze ciclul monetar post-criză.
- De asemenea, ne așteptăm la continuarea tendinței ascendente și pentru ratele de dobândă din piața titlurilor de stat, într-o evoluție determinată de factori externi (continuarea ciclului monetar în SUA, perspectiva ca BCE să iasă din politica relaxată fără precedent) și interni (accelerarea PIB-ului nominal și acumularea de factori de risc la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu).
- Conform prognozelor actualizate rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) ar putea crește de la 3.3% în 2016, 4.1% în 2017, 4.7% în 2018, respectiv 4.7% în 2019.
- Statul a programat licitații pe piața internă în volum de 5.6 miliarde RON (din care 1.7 miliarde RON prin certificate) în iulie, lună în care ajunge la scadență o emisiune de titluri de stat de 8 miliarde RON.
- Pentru piața de acțiuni ne așteptăm la evoluții dependente de climatul din piețele globale și la reacții la deciziile de politică economică și la climatul politic din plan intern.
- În absența unei unde de corecții din plan extern și a unor noi șocuri negative din plan intern indicii bursieri ar putea continua tendința ascendentă din ultimii ani, scenariu condiționat și de continuarea reformelor pe piața de capital, necesare pentru intrarea în categoria piețelor emergente.
- Pe de altă parte, atragem atenția cu privire la acumularea de dezechilibre macroeconomice pe plan intern și la tensiunile din sfera publică, elemente care pot afecta încrederea investitorilor, cu impact nefavorabil pentru indicii bursieri, mai ales în scenariul creșterii volatilității pe piețele financiare globale.
- Nu în ultimul rând, pentru piața valutară previzionăm continuarea tendinței de creștere a EUR/RON pe termen scurt și mediu, pe fondul intensificării deficitelor gemene și a lipsei de marjă de manevră pentru politica economică internă la momentul incidenței următoarei crize ciclice. Practic, ne așteptăm ca ajustarea dezechilibrelor macroeconomice să se realizeze din nou preponderent prin cursul de schimb în trimestrele următoare.
- Noile prognoze indică un nivel mediu anual pentru EUR/RON în creștere de la 4.49 în 2016 la 4.56 în 2017, 4.58 în 2018, respectiv 4.60 în 2019.
- În încheiere subliniem factorii de risc la adresa economiei financiare pe termen scurt și mediu: sentimentul din piețele financiare internaționale; tensiunile geo-politice globale și regionale; intervenția statului în economie, deteriorarea echilibrelor macroeconomice și climatul politic pe plan intern.

Licitații M. Finanțe (iulie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Iul-2017	575	Titluri	19-Dec-2022
06-Iul-2017	345	Titluri	26-Iul-2027
10-Iul-2017	575	Titluri	29-Apr-2024
13-Iul-2017	805	Titluri	25-Feb-2019
17-Iul-2017	460	Titluri	24-Feb-2025
20-Iul-2017	700	Certificate	05-Feb-2018
24-Iul-2017	1,000	Certificate	25-Iul-2018
24-Iul-2017	805	Titluri	26-Apr-2023
27-Iul-2017	345	Titluri	08-Mar-2022

titluri de stat în circulație <small>sursa: BNR</small>	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1718CTNoB5	702.1		Feb-18
RO1718CTNoC3	1,008.0		Iul-18
RO1620DBNo17	8,860.4	2.25	Feb-20
RO1722DBNo45	2,760.0	3.40	Mar-22
RO1227DBNo11	6,922.7	5.80	Iul-27

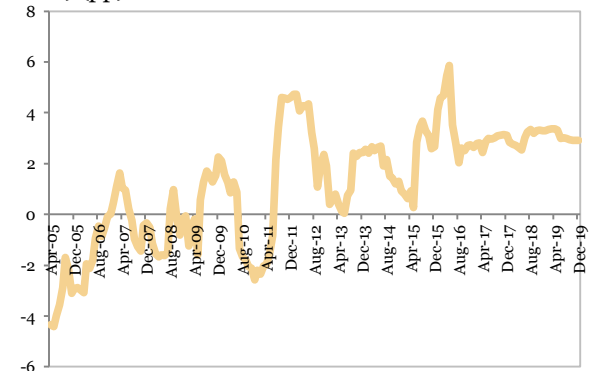
rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani (% , medie anuală) sursa: BNR, previziuni BT



previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.4469	4.56	4.6422	4.55
2018	4.3940	4.58	4.6555	4.61
2019	4.3757	4.60	4.6285	4.58

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



ANALIZĂ

dr. Andrei Rădulescu

Economist Senior | Banca Transilvania
(+4)0374.697.575 | (+4)0754.035.080 | (+4)0730.727.516
andrei.radulescu@bancatransilvania.ro

Dan Rusu, CMT

Analist 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

Teo Birle

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

Cosmin Bota

Director Operațiuni | BT Capital Partners
(+4)0264.430.564 | (+4)0264.431.718 | (+4)0744.572.402
cosmin.bota@btcapitalpartners.ro

Irinel Tolescu

Director Vânzări | BT Asset Management
(+4)0264.301.365 | (+4)0758.230.839
irinel.tolescu@btam.ro

Grupul Financiar Banca Transilvania



- cursuri spot – operațiuni cont [acesează AICI](#)
 - depozite – persoane juridice [acesează AICI](#)
 - cursuri case de schimb [acesează AICI](#)
 - titluri de stat și eurobonduri [acesează AICI](#)
-
- tranzaționare online pe bursele din București și Viena [acesează AICI](#)
 - credite marjă [acesează AICI](#)
 - administrare discreționară [acesează AICI](#)
 - împrumuturi de acțiuni pentru vânzarea în lipsă [acesează AICI](#)
-
- fonduri de venit fix în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
 - fonduri mixte (max. 20% acțiuni) [acesează 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 [acesează 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 [acesează AICI](#)
-
- soluții de finanțare și management pentru folosința autovehiculelor, împreună cu administrarea externalizată a tuturor operațiunilor de care depinde funcționarea flotei auto [acesează AICI](#)
-
- soluții de finanțare pentru afacerile mici [acesează AICI](#)

LIMITAREA RĂSPUNDERII

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

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

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

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

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

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

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