

Ritmul anual al economiei în normalizare

28 octombrie 2021

Evoluții macroeconomice recente

- Conform indicatorului PMI Compozit (calculat de JPMorgan și Markit Economics) economia mondială a continuat să crească în septembrie, pentru a 15-a lună la rând, cu o dinamică în ușoară accelerare, pe fondul evoluției din sfera serviciilor, sectorul cel mai afectat de incidența crizei sanitare și implementarea de restricții.
- Pe de altă parte, industria prelucrătoare a crescut în septembrie cu un ritm în consolidare, la minimul din februarie, conform indicatorului PMI, în contextul intensificării presiunilor inflaționiste și distorsiunilor din sfera lanțurilor mondiale de producție.
- La nivelul SUA (prima economie a lumii, cu un PIB nominal de 20,9 trilioane dolari în anul pandemic 2020) se acumulează semnale de normalizare a ritmului anual de creștere economică, după dinamica din T2 (12,2% an/an, cea mai bună evoluție din T4 1950). Astfel, încrederea consumatorilor s-a deteriorat în octombrie (conform indicatorului Michigan), iar ritmurile anuale ale producției industriale și comerțului cu amănuntul au continuat să decelereze în septembrie, evoluții influențate de intensificarea presiunilor inflaționiste, disiparea efectului bază și distorsiunile la nivelul lanțurilor mondiale de producție.
- Economia Chinei (a doua din lume) a crescut cu un ritm anual în decelerare la 4,9% în T3, dinamică influențată și de intensificarea pandemiei în unele regiuni.
- Totodată, economia Zonei Euro traversează un proces de normalizare a dinamicii anuale a PIB-ului (după avansul cu 14,5% an/an din T2, ritm record).
- În România ritmul anual al PIB-ului din T2 a fost revizuit în sus (la 13,9%), dar în perioada recentă s-au acumulat provocări, inclusiv în contextul tensiunilor politice.
- Pe piețele financiare internaționale se evidențiază majorarea ratei de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (barometru pentru costul de finanțare), determinată de intensificarea presiunilor inflaționiste, cu impact la nivelul așteptărilor de politică monetară (perspectiva startului procesului de normalizare mai devreme).

Scenariul macroeconomic central

- Am actualizat scenariul macroeconomic central pe termen mediu pentru economia României, prin încorporarea celor mai recente evoluții macro-financiare (internaționale și interne), inclusiv a estimărilor provizorii (2) cu privire la dinamica PIB-ului și componentelor din trimestrul II și semestrul I 2021.
- Conform prognozelor actualizate PIB-ul României ar putea crește cu ritmuri anuale de 7,3% în 2021, 5,1% în 2022, respectiv 4,1% în 2023.
- Acest scenariu are la bază perspectivele favorabile pentru investițiile productive – motorul economiei s-ar putea majora cu dinamici anuale de 11,9% în 2021, 12,3% în 2022, respectiv 9,1% în 2023, cu impact de antrenare în economie.
- Astfel, consumul privat (principala componentă a PIB) ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 7,2% în 2021, 5% în 2022, respectiv 4,2% în 2023, evoluție susținută și de perspectivele favorabile pentru convergența veniturilor populației spre nivelul mediu din Uniunea Europeană.
- La nivelul cererii externe nete previzionăm creșterea exporturilor și importurilor totale cu dinamici medii anuale de 13,4%, respectiv 15,2% în perioada 2021-2023.

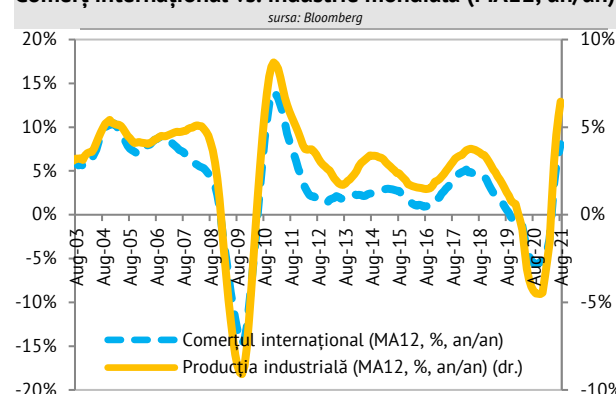
| Structura PIB | 2018 (%) | 2019 (%) | 2020 (%) |
|---------------|----------|----------|----------|
|---------------|----------|----------|----------|

| | | | |
|-----------------------|------|------|------|
| Consum privat | 63.8 | 62.8 | 61.1 |
| Consum public | 16.8 | 17.7 | 18.9 |
| Investiții productive | 21.1 | 22.6 | 24.6 |
| Exporturi | 41.9 | 40.4 | 37.3 |
| Importuri | 45.3 | 44.5 | 41.7 |

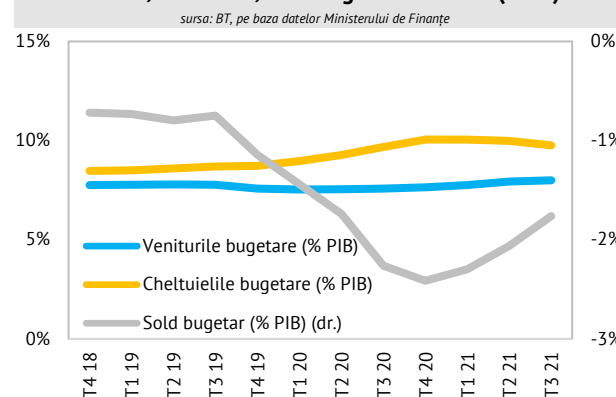
| Macro indicatori | Perioada | an/an (%) | nivel (%) |
|------------------|----------|-----------|-----------|
|------------------|----------|-----------|-----------|

| | | | |
|------------------------------------|-----------------|------|------|
| PIB real | T2/2021 | 13.9 | - |
| rata inflației IPC | Sep-21 | 6.29 | - |
| rata șomajului | Aug-21 | - | 5.20 |
| rata dobânzii de politică monetară | din 06-Oct-2021 | - | 1.50 |
| ROBOR (IRCC) | T2/2021 | - | 1.08 |

Comerț internațional vs. industrie mondială (MA12, an/an)



Venituri, cheltuieli, sold bugetar România (MA4)



- Atragem atenția cu privire la factorii de risc la adresa evoluției economiei României pe termen scurt și mediu: climatul macro-financiar internațional; persistența crizei sanitare; mix-ul intern de politici economice, inclusiv în contextul tensiunilor politice; provocările de ordin geo-politic.

Scenariul macroeconomic central

| Indicator / an | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB nominal (miliarde EUR) | 223.2 | 218.2 | 242.3 | 265.2 | 284.8 |
| PIB real (% an/an) | 4.2 | -3.9 | 7.3 | 5.1 | 4.1 |
| Consum privat (% an/an) | 3.9 | -5.3 | 7.2 | 5.0 | 4.2 |
| Investiții productive (% an/an) | 12.9 | 6.8 | 11.9 | 12.3 | 9.1 |
| Consum public (% an/an) | 7.3 | 1.7 | 1.5 | 3.6 | 3.3 |
| Exporturi (% an/an) | 5.4 | -9.7 | 25.7 | 10.2 | 4.4 |
| Importuri (% an/an) | 8.6 | -5.1 | 25.3 | 13.1 | 7.2 |
| Rata șomajului (%) | 3.9 | 5.0 | 5.4 | 4.6 | 4.6 |
| Inflația* (IAPC) (% an/an, medie) | 3.9 | 2.3 | 3.8 | 4.2 | 3.0 |
| Rata de dobândă de referință (%) | 2.50 | 1.50 | 1.75 | 2.50 | 2.50 |
| Deficit bugetar (% PIB) (ESA) | 4.4 | 9.4 | 6.0 | 4.0 | 3.0 |
| Datoria publică (% PIB) | 35.3 | 47.4 | 44.7 | 42.0 | 40.2 |
| Contul curent (% PIB) | -4.9 | -5.2 | -6.2 | -6.1 | -6.4 |
| Rata de dobândă titluri 10 ani (medie anuală) (%) | 4.5 | 3.9 | 3.6 | 4.2 | 4.4 |
| EUR/RON (medie anuală) | 4.75 | 4.84 | 4.93 | 5.00 | 5.06 |

Evoluții recente

Activitatea economică și piața muncii SUA

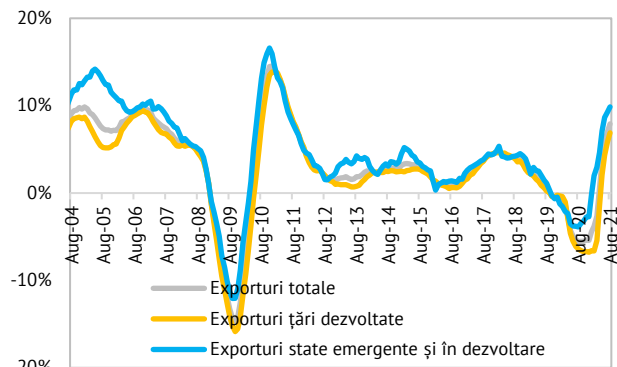
- Conform indicatorului PMI Compozit (calculat de JPMorgan și Markit Economics) economia mondială a continuat să crească în septembrie, pentru a 15-a lună la rând, cu un ritm în ușoară accelerare, evoluție determinată de ameliorarea climatului din sfera sectorului de servicii (cel mai afectat de incidența crizei sanitare), pe fondul procesului de vaccinare la nivel mondial.
- Pe de altă parte, industria prelucrătoare a crescut în septembrie cu cel mai slab ritm din luna februarie, în contextul intensificării presiunilor inflaționiste și distorsiunilor la nivelul lanțurilor mondiale de producție.
- În perioada recentă am asistat la acumularea de semnale de normalizare a dinamicii anuale pentru comerțul internațional și industria mondială.
- Cele mai recente previziuni macroeconomice ale Fondului Monetar Internațional (FMI) indică perspectiva creșterii PIB-ului mondial cu ritmuri anuale de 5,9% în 2021, respectiv 4,9% în 2022, după ajustarea din anul pandemic 2020.
- În SUA (prima economie a lumii, cu un PIB nominal de 20,9 trilioane dolari în anul pandemic 2020) PIB-ul s-a majorat cu o dinamică anuală de 12,2% în T2, în accelerare de la 0,5% în T1, evoluție determinată de ameliorarea cererii interne, pe fondul campaniei de vaccinare (care a permis redeschiderea economiei) și resimțirii mix-ului relaxat (fără precedent) de politici economice în implementare pe parcursul ultimelor trimestre.
- Se evidențiază majorarea investițiilor productive pentru al treilea trimestru la rând în T2, cu un ritm anual în accelerare la 15%, evoluție care confirmă intrarea economiei într-un nou ciclu economic și exprimă perspective favorabile pentru dinamica economiei pe termen mediu.
- Consumul privat (principala componentă a PIB și, totodată, motorul economiei mondiale) a crescut cu 16,2% an/an în T2 (în accelerare de la 2,1% an/an în T1), evoluție susținută de ameliorarea climatului din sfera pieței forței de muncă, redeschiderea economiei și mix-ul relaxat de politici economice în implementare.
- Pe de altă parte, consumul public a scăzut cu 0,1% an/an în T2.
- La nivelul cererii externe nete, se evidențiază redinamizarea exporturilor totale – avans cu 18,6% an/an în T2, după ajustarea pe parcursul a cinci trimestre consecutiv.
- Cu toate acestea, importurile au consemnat un ritm de creștere mai puternic în T2. de 30,6%. în accelerare de la 6,2% în T1.

Calendar macroeconomic octombrie 2021

| instituție | data | indicator |
|------------|--------|---------------------------------------|
| BNR | 1 Oct | Rezervele internaționale (Sep) |
| INS | 4 Oct | Prețuri producător industrie (Aug) |
| INS | 5 Oct | Venituri și cheltuieli populație (T2) |
| BNR | 5 Oct | Ședința de politică monetară |
| INS | 6 Oct | Comerțul cu amănuntul (Aug) |
| INS | 11 Oct | Evoluția PIB și componentelor (T2) |
| INS | 11 Oct | Balanța comercială cu bunuri (Aug) |
| INS | 12 Oct | Dinamica prețurilor de consum (Sep) |
| INS | 12 Oct | Salariul mediu net (Aug) |
| BNR | 14 Oct | Balanța de plăți (Aug) |
| INS | 14 Oct | Comenzile noi în industrie (Aug) |
| INS | 14 Oct | Producția industrială (Aug) |
| INS | 15 Oct | Sectorul de construcții (Aug) |
| INS | 15 Oct | Valoarea producției agricole (2020) |
| BNR | 25 Oct | Indicatorii monetari (Sep) |
| INS | 28 Oct | Tendențe în economie (Oct-Dec) |
| INS | 29 Oct | Autorizații de construire (Sep) |

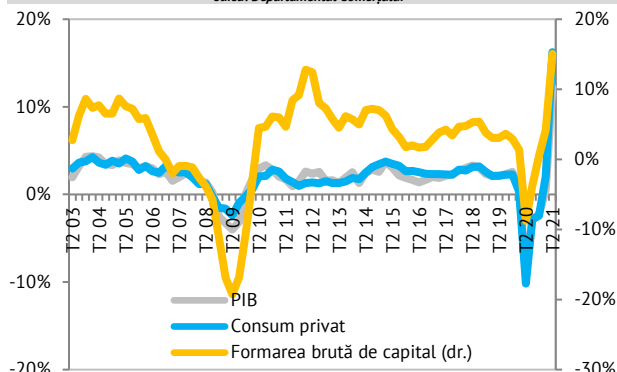
Volumul exporturilor (MA12, an/an)

sursa: CPB, Olanda



PIB, investiții productive, consum privat SUA (an/an)

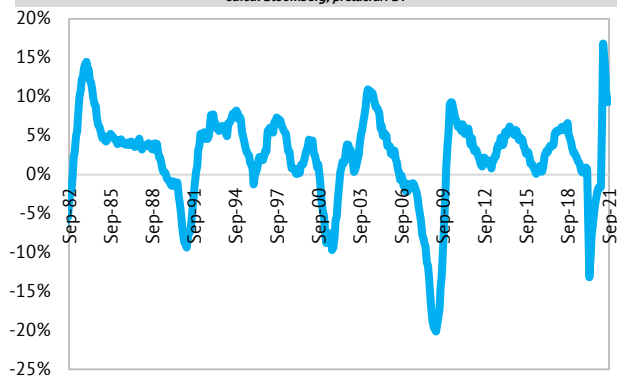
sursa: Departamentul Comerțului



- În semestrul I PIB-ul SUA a crescut cu 6,1% an/an, pe fondul procesului de redeschidere (în contextul campaniei de vaccinare) și mix-ului relaxat de politici economice în implementare după incidența pandemiei.
- Investițiile productive și consumul privat au crescut cu ritmuri anuale de 9,4%, respectiv 8,8%, evoluție susținută de nivelul redus al costurilor de finanțare.
- Consumul public a urcat cu doar 0,6% an/an în prima jumătate din 2021.
- În sfera cererii externe nete, exporturile și importurile totale s-au majorat cu ritmuri anuale de 4,1%, respectiv 17,3% în perioada ianuarie – iunie 2021.
- Pe parcursul ultimelor luni s-au acumulat semnale de decelerare la nivelul primei economii a lumii, influențate de disiparea graduală a efectului bază, accelerarea inflației și intensificarea provocărilor din sfera lanțurilor mondiale de producție.
- Astfel, indicatorii economici avansați au decelerat pe parcursul ultimelor luni (aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă), ceea ce exprimă perspective de temperare pentru dinamica anuală a PIB-ului din trimestrele următoare.
- De asemenea, industria și comerțul cu amănuntul au crescut cu ritmuri anuale în decelerare pe parcursul ultimelor luni.
- Cu toate acestea, indicatorul PMI Compozit (calculat de Markit Economics) exprimă creșterea economiei SUA cu un ritm în accelerare în octombrie.
- La nivelul pieței forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze recent – rata șomajului în scădere la 4,8% în septembrie (de la 5,2% în august), nivelul minim din martie 2020, aspect evidențiat în al doilea grafic alăturat.

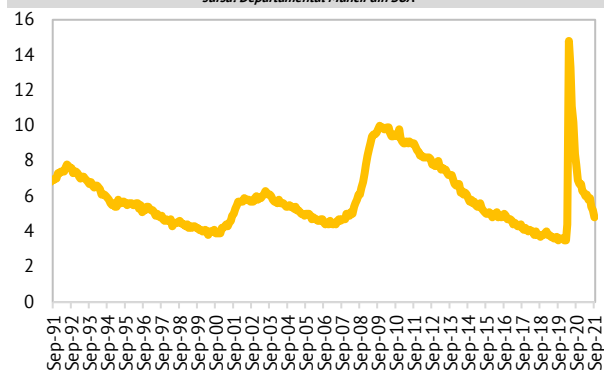
Indicatorii economici avansați din SUA (an/an)

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



Rata șomajului în SUA (%)

sursa: Departamentul Muncii din SUA

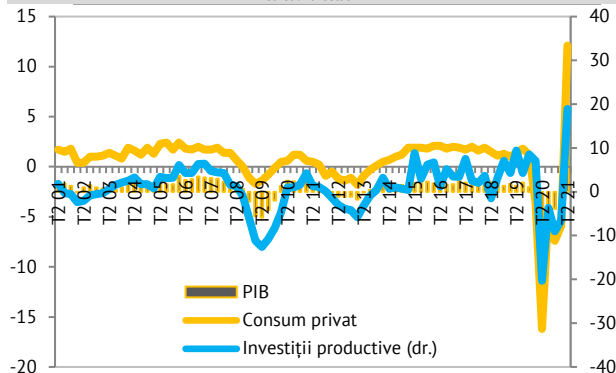


Zona Euro

- În perioada recentă s-au consemnat evoluții mixte ale indicatorilor macroeconomici din regiune, influențate de climatul macro-financiar internațional, intensificarea presiunilor inflaționiste și persistența provocărilor la nivelul lanțurilor mondiale de producție.
- Aceste evoluții exprimă perspective de decelerare pentru ritmul anual de creștere economică pe termen scurt, după dinamica anuală record din T2, inclusiv în contextul disipării graduale a efectului bază.
- Astfel, conform estimărilor finale Eurostat economia Zonei Euro a crescut cu o dinamică anuală de 14,5% în trimestrul II (ritm record), pe fondul redinamizării cererii interne (dat fiind procesul de redeschidere) și implementării unui mix relaxat (fără precedent) de politici economice la nivel regional după incidența pandemiei coronavirus (cea mai severă criză sanitară la nivelul mondial în ultimul secol).
- Pe de o parte, se evidențiază majorarea investițiilor productive (motorul economiei) cu o dinamică anuală de 18,9% în T2 (ritm record, după cum se poate observa în al treilea grafic din partea dreaptă), susținută de redeschiderea economiei și de nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- Totodată, consumul privat (principală componentă a PIB) s-a majorat cu 12,1% an/an în perioada aprilie – iunie 2021, pe fondul redeschiderii economiei și mix-ului relaxat de politici economice în implementare pe parcursul ultimelor trimestre.
- De asemenea, consumul public a crescut pentru al patrulea trimestru la rând în T2, cu o dinamică anuală în accelerare la 7,1% (de la 2,9% în T1).
- Pe de altă parte, în sfera cererii externe nete se evidențiază avansul exporturilor din regiune cu o dinamică anuală de 26,9% în T2, evoluție influențată de relansarea economică mondială.
- Importurile regiunii au crescut cu un ritm anual de doar 22,3% în trimestrul II.
- În perioada recentă s-au acumulat semnale de decelerare pentru evoluția economiei (după creșterea record din T2), în contextul disipării graduale a efectului bază, intensificării presiunilor inflaționiste și distorsiunilor la nivelul lanțurilor mondiale de producție (cu implicații nefavorabile pentru industrie și construcții).

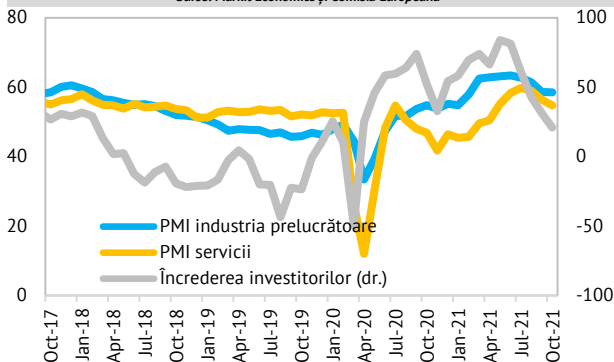
PIB-ul, consumul privat și investițiile productive în Zona Euro (% an/an)

sursa: Eurostat



Indicatorii PMI vs. încrederea în economie în Zona Euro

Surse: Markit Economics și Comisia Europeană



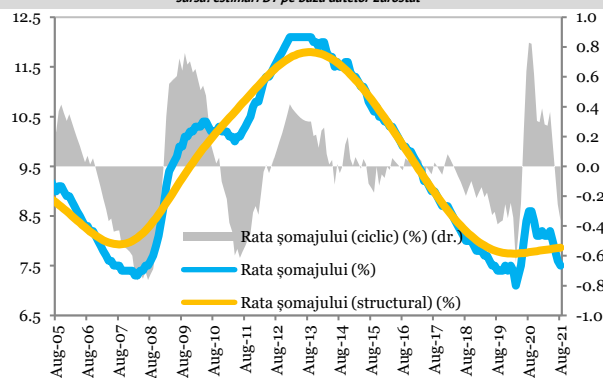
- Astfel, încrederea consumatorilor s-a deteriorat în luna octombrie, conform indicatorului calculat de Comisia Europeană, ceea ce exprimă perspective de decelerare pentru dinamica anuală a consumului privat (principala componentă a PIB) pe termen scurt.
- Totodată, ritmul de creștere economică din regiune a decelerat în luna octombrie, aspect reflectat de dinamica indicatorului PMI Compozit (calculat de Markit Economics) (acesta a înregistrat cel mai redus nivel din aprilie, după cum se poate observa în ultimul grafic de pe pagina anterioară).
- Nu în ultimul rând, climatul din sfera comerțului cu amănuntul, industriei și sectorului de construcții s-a deteriorat la începutul trimestrului III.
- La nivelul pieței forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze în primele luni ale trimestrului III, evoluție susținută de majorarea investițiilor productive.
- Astfel, numărul șomerilor (15-74 ani) a scăzut pentru a șasea lună consecutiv în august, cu un ritm lunar de 3%, la 12,1 milioane, nivelul minim din mai 2020.
- Rata șomajului s-a diminuat de la 7,8% în iulie la 7,7% în august, cel mai redus nivel din primăvara anului 2020, momentul incidenței pandemiei COVID-19.

România

- Conform estimărilor provizorii (2) ale Institutului Național de Statistică (comunicate la începutul lunii octombrie) economia României a crescut cu un ritm trimestrial de 1,9% în T2 (revizuire în sus de la 1,8%).
- În dinamică an/an PIB-ul României s-a majorat cu 13,9% în T2 (revizuire în sus de la 13% în T1) evoluție determinată de contribuția cererii interne, susținută de procesul de redeschidere, relansarea economică mondială și europeană și mix-ul relaxat de politici economice în implementare pe parcursul ultimelor trimestre.
- Cererea internă a contribuit cu 16 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei din T2 (revizuire în sus de la 14,9 puncte procentuale), în contextul redeschiderii economiei și mix-ului relaxat de politici economice.
- Investițiile productive (motorul economiei) au urcat cu 12,6% an/an în T2 (revizuire în sus de la 12% an/an), evoluție susținută de nivelul redus al costurilor reale de finanțare, care exprimă premise favorabile pentru dinamica economiei pe termen mediu.
- Totodată, ritmul anual al consumului gospodăriilor populației (principala componentă a PIB) a fost revizuit în sus, de la 10,1% la 11,8%, dinamică susținută de redeschiderea economiei și nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- Nu în ultimul rând, consumul public a avut o contribuție de 0,5 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei din perioada aprilie - .
- La polul opus, exportul net a avut o contribuție nefavorabilă la dinamica anuală a economiei din T2 (-2,1 puncte procentuale): exporturile și importurile au crescut cu 41,8% an/an, respectiv 42,2% an/an.
- Prin urmare, în semestrul I PIB-ul României a crescut cu 7% an/an (revizuire de la 6,5% an/an), pe fondul redeschiderii economiei și mix-ului relaxat de politici economice în implementare după incidența pandemiei coronavirus.
- Majorarea investițiilor productive cu 12,3% an/an exprimă perspective foarte bune pentru dinamica economiei pe termen mediu.
- Totodată, consumul gospodăriilor populației s-a majorat cu 6,3% an/an în semestrul I, evoluție susținută de redeschiderea economiei și nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- La nivelul consumului guvernamental s-au consemnat evoluții mixte ale principalelor componente: pe segmentul individual avans de 1,5% an/an, iar la nivelul segmentului colectiv o ajustare cu 3% an/an.
- Nu în ultimul rând, variația stocurilor a contribuit pozitiv la ritmul an/an al PIB din semestrul I, dată fiind majorarea formării brute de capital cu 26,9% an/an.
- Pe de altă parte, exportul net a avut o contribuție nefavorabilă la dinamica anuală a PIB din prima jumătate a anului curent, dat fiind că exporturile au crescut cu 17,5% an/an, iar importurile s-au majorat cu 20,8% an/an.
- Din perspectiva ofertei agregate se evidențiază creșterea valorii adăugate brute în comerț cu ridicata și amănuntul, reparare auto-moto, transport și depozitare și HORECA (cu 10,4% an/an), industrie (cu 10,6% an/an) și IT&C (cu 14,4% an/an).

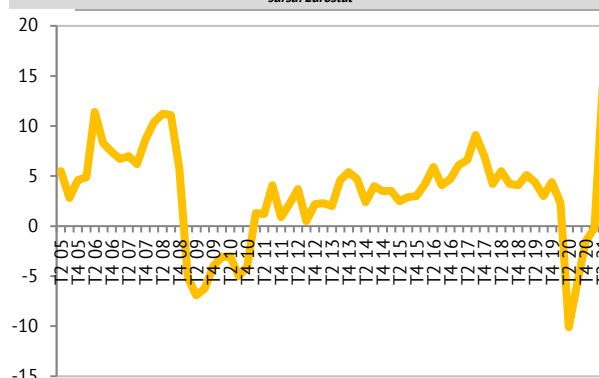
Rata șomajului vs. componenta structurală (%)

sursa: estimări BT pe baza datelor Eurostat



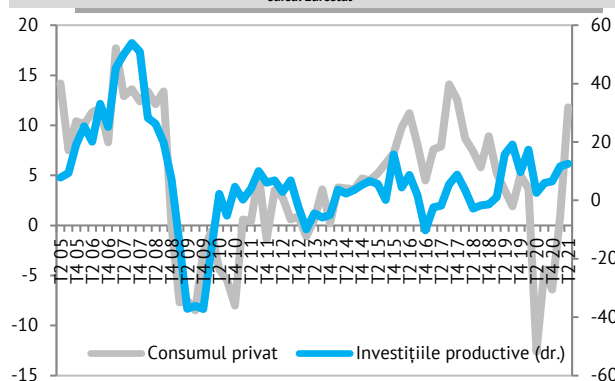
PIB-ul României (% an/an)

sursa: Eurostat



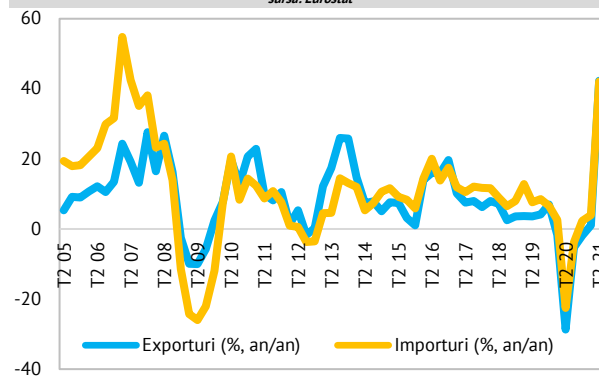
Consum privat vs. investiții productive România (% an/an)

sursa: Eurostat

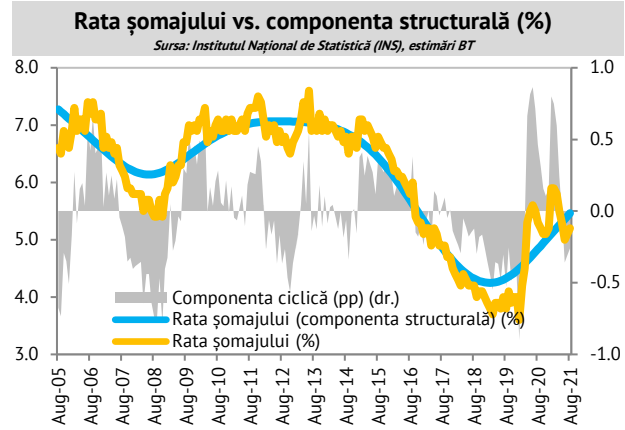


Exporturi vs. importuri România (% an/an)

sursa: Eurostat

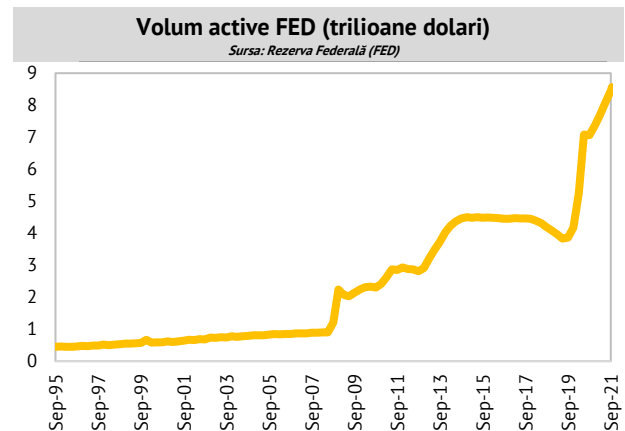
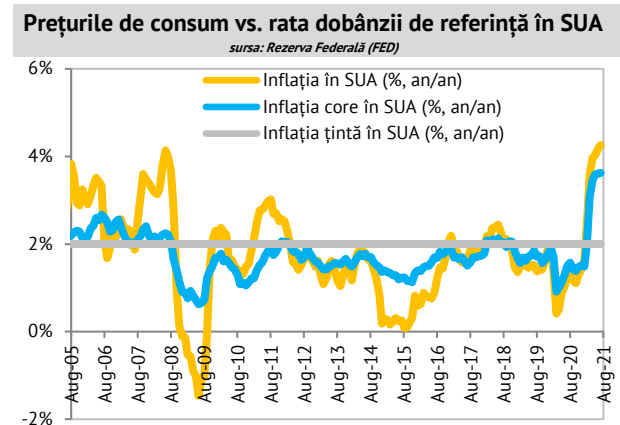


- La polul opus, construcțiile s-au majorat cu 4,9% an/an, iar sectorul primar s-a ajustat cu 1% an/an în prima jumătate a anului curent, conform INS.
- Pe de altă parte, climatul din sfera pieței forței de muncă s-a deteriorat în august, evoluție determinată de provocările din sfera economiei reale și intensificarea presiunilor inflaționiste.
- Astfel, numărul șomerilor (15-74 ani) a urcat pentru a doua lună la rând în august, cu o dinamică lunară de 1,8% la 428 mii (maximul din mai). În dinamică an/an numărul de șomeri a scăzut cu 9,8% în august, dar s-a majorat cu 1,5% la opt luni, în contextul provocărilor din economia reală și intensificării presiunilor inflaționiste.
- Rata șomajului a crescut de la 5,1% în iulie la 5,2% în august (cel mai ridicat nivel din mai), cu următoarea distribuție: 5,5% la bărbați și 4,8% la femei.
- În primele opt luni din 2021 rata medie a șomajului s-a situat la 5,5%, în majorare cu 0,5 puncte procentuale an/an, în contextul incidenței pandemiei, persistenței crizei sanitare și consecințelor acesteia.
- Estimările econometrice elaborate (și reprezentate în primul grafic alăturat) indică evoluția ratei șomajului la un nivel inferior componentei structurale pentru a patra lună la rând în august, ceea ce confirmă intrarea într-un nou ciclu economic.



Economia Financiară SUA

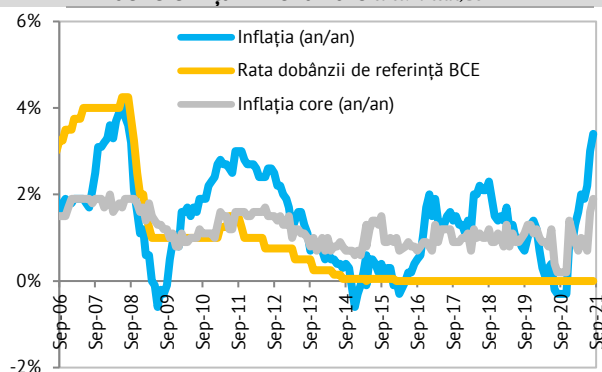
- Prețurile de consum (pe indicatorul PCE, agreat de FED) au crescut pentru a 16-a lună consecutiv în august, cu un ritm lunar în consolidare la 0,40%. Componenta core/bază s-a majorat pentru a noua lună la rând în august, cu o dinamică lunară de 0,33% (în ușoară accelerare de la 0,32% în iulie).
- În dinamică an/an prețurile de consum au accelerat de la 4,16% an/an în iulie la 4,26% an/an în august, cel mai ridicat nivel din ianuarie 1991, aspect evidențiat în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Componenta core a prețurilor de consum s-a majorat de la 3,60% an/an în iulie la 3,62% an/an în august, nivelul maxim din mai 1991.
- Prin urmare, în perioada ianuarie – august 2021 prețurile de consum din SUA s-au majorat cu un ritm mediu anual de 3,2% (componenta core/bază cu 2,8%), pe fondul șocurilor din sfera ofertei, într-un context caracterizat prin climatul favorabil la nivelul cererii agregate, ca urmare a redeschiderii economiei (pe fondul procesului de vaccinare) și mix-ului relaxat (fără precedent) de politici economice în implementare.
- La a șasea ședință de politică monetară din 2021 (luna septembrie) Rezerva Federală a actualizat scenariul macroeconomic central pe termen scurt și mediu, prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor din sfera economiei reale și din economia financiară.
- Prognozele actualizate de FED indică perspective de majorare pentru PIB cu ritmuri anuale de 5,9% în T4 2021, 3,8% în T4 2022, 2,5% în T4 2023, respectiv 2% în T4 2024 (previziunea pe termen lung fiind de 1,8% an/an).
- În ceea ce privește rata șomajului banca centrală previzionează niveluri de 4,8% în T4 2021, 3,8% în T4 2022, 3,5% în T4 2023 și T4 2024 și un nivel de 4% pe termen lung.
- Nu în ultimul rând, FED prognozează o creștere a prețurilor de consum cu dinamici anuale de 4,2% în T4 2021, 2,2% în T4 2022 și T4 2023, respectiv 2,1% în T4 2024 (și 2% pe termen mediu-lung).
- În acest context banca centrală a menținut rata de dobândă de referință la nivelul minim istoric (0,00% - 0,25%).
- Pe de altă parte, banca centrală a semnalat startul procesului de normalizare a politicii monetare pe termen scurt, prin reducerea programului de cumpărări de active până la finalul anului curent (*tapering*).
- Conform minutei ședinței FED din luna septembrie banca centrală ar putea reduce volumul cumpărărilor lunare de titluri de stat și de titluri ipotecare cu dinamici lunare de 10 miliarde USD, respectiv 5 miliarde USD începând cu luna noiembrie.
- Subliniem faptul că după incidența pandemiei FED a cumpărat titluri de stat și titluri ipotecare cu dinamici lunare de 80 miliarde USD, respectiv 40 miliarde USD.



Zona Euro

- Estimările preliminare Eurostat indică creșterea prețurilor de consum cu un ritm lunar de 0,5% în septembrie (componenta core în urcare cu 0,5% lună/lună), evidențiindu-se majorarea prețurilor la energie și la bunuri industriale non-energie, cu dinamici lunare de 1,3%, respectiv 2,3%.
- Ritmul anual al prețurilor de consum din Zona Euro a accelerat de la 3% în august la 3,4% în septembrie, nivelul maxim din toamna anului 2008, după cum se poate observa în primul grafic alăturat.
- Componenta core a prețurilor de consum din regiune s-a majorat de la 1,6% an/an în august la 1,9% an/an în septembrie.
- Astfel, în perioada ianuarie – septembrie 2021 prețurile de consum din Zona Euro au crescut cu 1,9% an/an (componenta core în urcare cu 1,1% an/an), după cum se poate observa tot în primul grafic alăturat.
- La a șasea ședință de politică monetară din 2021 Banca Centrală Europeană (BCE) a actualizat scenariul macroeconomic central pe termen scurt și mediu, prin încorporarea celor mai recente evoluții macro-financiare, internaționale și regionale.
- Pe de altă parte, BCE a semnalat perspectiva consolidării politicii monetare acomodative pe termen mediu.

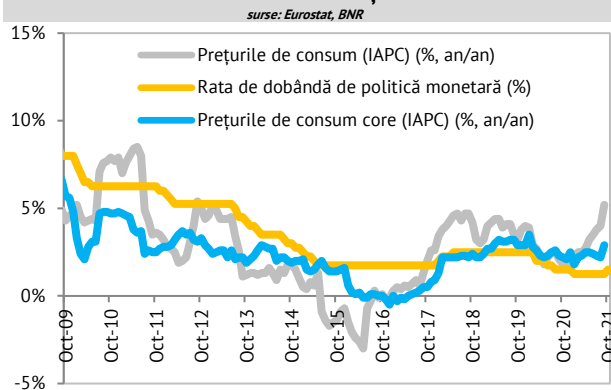
Dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în Zona Euro surse: Eurostat, BCE



România

- Astfel, conform Institutului Național de Statistică (INS) prețurile de consum din România au crescut cu o dinamică lunară de 0,84% în septembrie, în accelerare de la 0,24% în august.
- Prețurile la bunuri alimentare (30,69% din coșul de consum) s-au majorat cu 0,95% lună/lună în septembrie, evoluție determinată de creșterea prețurilor la ulei/slănină/grăsimi, ouă și legume/conserve din legume cu dinamici lunare de 2,06%, 2,18%, respectiv 5,97%.
- Pe de altă parte, prețurile la fructe/conserve din fructe s-au ajustat cu 1,4% lună/lună în septembrie.
- De asemenea, prețurile la bunuri nealimentare (48,79% din coșul de consum) au urcat cu un ritm lunar de 0,73% în septembrie, pe fondul majorării prețurilor la combustibili și tutun/țigări cu dinamici lunare de 1,63%, respectiv 1,72%.
- Nu în ultimul rând, tarifele la servicii (20,52% din coșul de consum) au consemnat un avans lunar de 0,96%, dinamică puternic influențată de tendința de creștere pentru cursul EUR/RON (media lunară în urcare cu 0,48% lună/lună la nivelul record de 4,9465).
- Dinamica anuală a prețurilor de consum a accelerat de la 5,25% în august la 6,29% în septembrie, cel mai ridicat nivel din vara anului 2011.
- Prețurile la bunuri alimentare au accelerat de la 2,70% în august la 4,26% în septembrie, cel mai ridicat nivel din octombrie 2020.
- De asemenea, prețurile la produse nealimentare s-au majorat cu 8,71% an/an în septembrie, ritmul maxim din decembrie 2010.
- Nu în ultimul rând, tarifele la servicii au accelerat de la 2,97% în august la 3,75% în septembrie, cel mai ridicat nivel din martie 2020.
- Pe indicele armonizat al prețurilor de consum inflația a accelerat de la 4% în august la 5,2% în septembrie, cel mai ridicat nivel din septembrie 2012, după cum se poate observa în ultimul grafic din partea dreaptă.
- Prin urmare, în perioada ianuarie – septembrie 2021 prețurile de consum din România au crescut cu o dinamică medie anuală de 4,07%, evoluție determinată, în principal, de șocurile din sfera ofertei.

Dinamica prețurilor de consum (IAPC) vs. rata de dobândă de referință în România surse: Eurostat, BNR



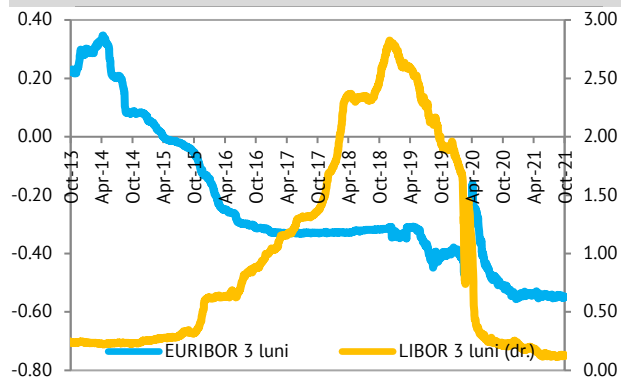
Piața financiară SUA

- În luna septembrie dimensiunea financiară a primei economii a lumii a încorporat informațiile macroeconomice, semnalele de politică monetară (din principalele blocuri economice ale lumii), știrile din sfera companiilor listate și dinamica cotațiilor internaționale la materii prime.
- Pe piața monetară rata de dobândă pe scadența trei luni s-a majorat cu 8,8% între final de august și sfârșitul lunii septembrie, la 0,130% (declin cu 10,7% trimestru/trimestru, cu 45,4% de la început de 2021 și cu 44,4% an/an), aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă.
- Această evoluție a fost determinată de intensificarea presiunilor inflaționiste și de consolidarea climatului pozitiv din sfera economiei reale, factori care au contribuit la creșterea probabilității ca FED să majoreze rata de dobândă de politică monetară mai devreme comparativ cu așteptările anterioare.
- Se evidențiază însă consolidarea tendinței de creștere pentru rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în prima economie a lumii și în economia mondială), susținută de premisele de evoluție pentru ritmul anual al PIB-ului nominal și perspectivele de politică monetară din trimestrele următoare din SUA – FED a semnalat startul procesului de *tapering* până la final de 2021 și majorarea ratei de dobândă de referință începând cu 2022. Astfel, media lunară de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani a urcat cu 6,9% între august și septembrie la 1,368%. La final de septembrie acest indicator s-a situat la 1,492%, în majorare cu 62,9% de la începutul anului.
- Perspectivele ca FED să lanseze ciclul monetar post-pandemie înainte de Banca Centrală Europeană coroborate cu intensificarea percepției de risc pe piețele financiare internaționale au contribuit la aprecierea dolarului comparativ cu moneda unică europeană cu 2,2% lună/lună, 1,1% an/an, 2,6% trimestru/trimestru, respectiv 6% ytd în septembrie, conform datelor Băncii Centrale Europene.
- Nu în ultimul rând, pe piața bursieră indicele Dow Jones a scăzut în septembrie, cu 4,3% lună/lună și cu 1,9% trimestru/trimestru, la 33,844 puncte (avans cu 10,6% de la începutul anului). Evoluția a fost determinată de intensificarea percepției de risc investițional, în contextul accelerării inflației și provocărilor cu care se confruntă compania Evergrande din China.

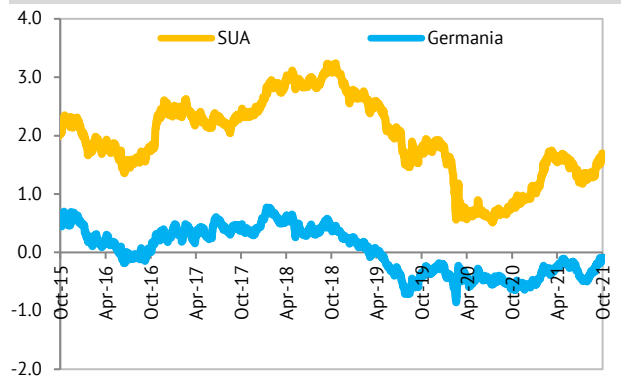
Zona Euro

- În Zona Euro (principalul partener economic al României) economia financiară a reacționat în septembrie la climatul macro-financiar internațional (inclusiv provocările din sfera pieței imobiliare din China, a doua economie a lumii), știrile macroeconomice regionale, informațiile companiilor listate și dinamica cotațiilor la materii prime (inclusiv creșterea semnificativă a prețurilor la energie într-o perioadă foarte scurtă de timp, cu impact pentru venitul real disponibil al populației și pentru planurile de investiții ale companiilor).
- Astfel, intensificarea inflației (spre maximum din 2008) a determinat creșterea ratei de dobândă pe scadența trei luni din sfera pieței monetare de la -0,548% la final de august la -0,545% la sfârșitul lunii septembrie (nivel similar cu cel înregistrat la final de 2020), aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă.
- La nivelul pieței titlurilor de stat rata medie lunară de dobândă pentru obligațiunile suverane din Germania s-a situat la -0,302% în septembrie, creștere cu 15,8 puncte bază comparativ cu nivelul din luna august, aspect evidențiat în al doilea grafic din partea dreaptă. Între final de august și sfârșitul lunii septembrie acest indicator a crescut cu 18,9 puncte bază la -0,191%.
- Pe piața valutară cursul monedei unice europene s-a depreciat comparativ cu dolarul american în luna septembrie, evoluție determinată de intensificarea percepției de risc pe piețele financiare internaționale.
- Astfel, cursul EUR/USD a scăzut cu 2,2% între final de august și sfârșitul de septembrie, la 1,1579 (declin cu 2,6% trimestru/trimestru, 1,1% an/an și 5,6% ytd), aspect evidențiat în al treilea grafic alăturat.
- La nivelul pieței de acțiuni indicele bursier pan-european EuroStoxx 50 a scăzut cu un ritm lunar de 3,5% la 4,048 puncte în septembrie (declin cu 0,4% trimestru/trimestru, dar avans cu 13,9% de la începutul anului), după cum se poate observa în ultimul grafic din partea dreaptă.

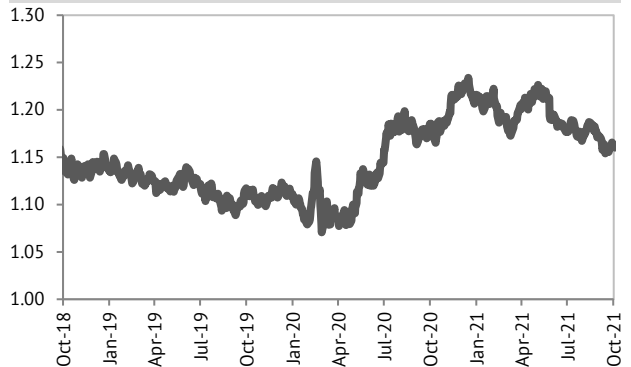
Rata de dobândă pe scadența 3 luni (%) sursa: Bloomberg



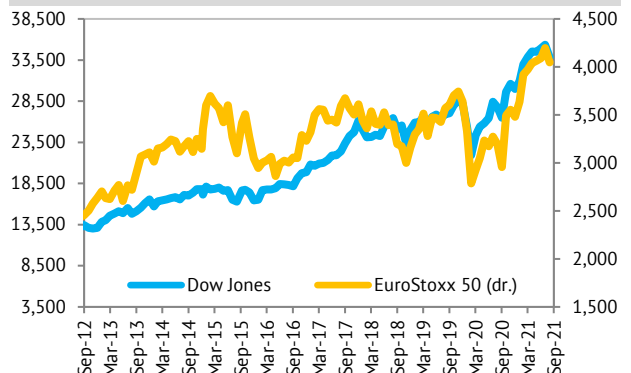
Rata dobânzii la titluri de stat 10 ani (%) sursa: Bloomberg



EUR/USD (cursul de referință) sursa: BCE



Indicii bursieri (puncte) sursa: Bloomberg



România

- Dimensiunea financiară a economiei interne a reacționat în septembrie la climatul macro-financiar internațional și la știrile economice (inclusiv semnalele de politică monetară) și tensiunile politice din România. Se evidențiază majorarea ratelor de dobândă pe piața monetară și pe piața titlurilor de stat și continuarea tendinței de apreciere graduală pentru cursul mediu lunar EUR/RON.

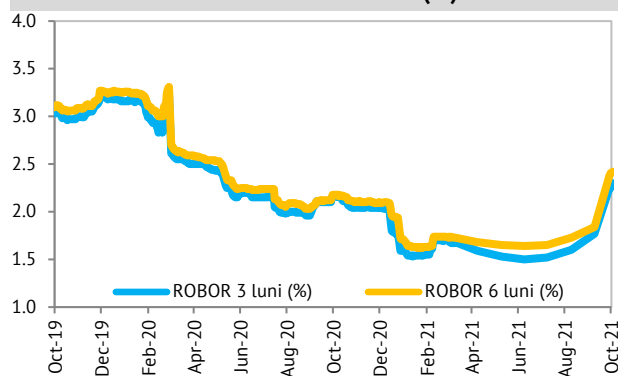
Piața monetară

- Nivelurile ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au situat la final de septembrie la 1,78%, 1,78%, 1,78%, 1,77%, 1,77%, 1,84%, respectiv 1,94%, în creștere cu ritmuri lunare de 20%, 19%, 16%, 12%, 11%, 6%, respectiv 7%.
- Între finalul anului pandemic 2020 și sfârșitul lunii septembrie ROBOR pe scadența overnight a crescut cu 15 puncte bază. Pe de altă parte, nivelurile ROBOR pe scadențele tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni au scăzut cu ritmuri de patru puncte bază, 16 puncte bază, 24 puncte bază, 26 puncte bază, 26 puncte bază, respectiv 19 puncte bază.
- În dinamică an/an (final de septembrie 2021 raportat la sfârșit de septembrie 2020) nivelurile ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au diminuat cu dinamici de 1,36 puncte procentuale, 1,36 puncte procentuale, 1,37 puncte procentuale, 1,33 puncte procentuale, 1,34 puncte procentuale, 1,27 puncte procentuale, respectiv 1,19 puncte procentuale.
- Nivelurile medii lunare ROBOR au crescut pe scadențele o lună, trei luni, șase luni și 12 luni cu ritmuri lunare de 4%, 5%, 4%, respectiv 4% între august și septembrie, pe fondul perspectivelor de politică monetară (inclusiv operațiunile *depo* derulate de banca centrală).
- Cu toate acestea, în dinamică an/an nivelurile medii lunare ROBOR s-au diminuat în medie cu 22% în septembrie, pe fondul măsurilor de relaxare a politicii monetare implementate de banca centrală după incidența pandemiei coronavirus.
- Nu în ultimul rând, datele Băncii Naționale a României (BNR) indică creșterea volumului mediu zilnic al operațiunilor interbancare cu 7,5% lună/lună la 5,9 miliarde RON în septembrie (avans cu 46,4% an/an).

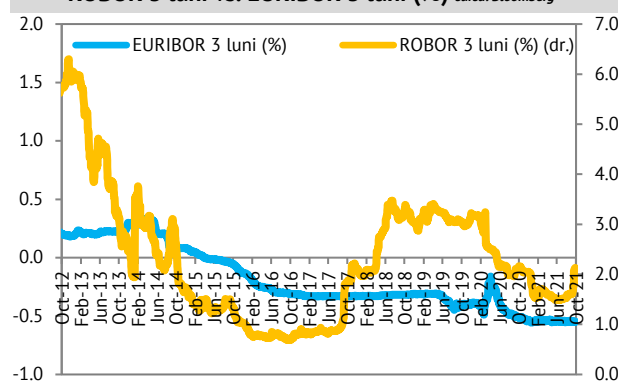
Piața titlurilor de stat

- Curba randamentelor s-a deplasat în sus în luna septembrie (în medie cu 28 puncte bază), evoluție influențată de climatul macro-financiar internațional și de știrile economice și politice interne. Se evidențiază majorarea ratei de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie), dinamică în convergență cu cele din SUA și Germania.
- În România evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici exprimă perspective de decelerare pentru dinamica anuală a PIB din T3. Se notează deteriorarea din sfera construcțiilor, sector intensiv în capital și forță de muncă. Totodată, presiunile inflaționiste au accelerat în septembrie (la maximul din 2011), în contextul șocurilor din sfera ofertei. Nu în ultimul rând, acumularea de tensiuni politice a contribuit la deteriorarea percepției de risc și creșterea costurilor de finanțare.
- Rata de dobândă titluri de stat la 10 ani a înregistrat un nivel mediu de 3,9705% în septembrie, în urcare cu 6,1% comparativ cu august.
- La final de septembrie rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a situat la 4,15%, în creștere cu 9,1% lună/lună, respectiv cu 40% ytd.
- Spread-ul de dobândă (diferența de rată de dobândă între scadența 10 ani și scadența 6 luni) a crescut cu 4,4% la 1,905 puncte procentuale în septembrie.
- În septembrie Ministerul de Finanțe s-a împrumutat cu 4 miliarde RON prin emisiune de titluri pe piața internă, cu 9,1% sub volumul programat.

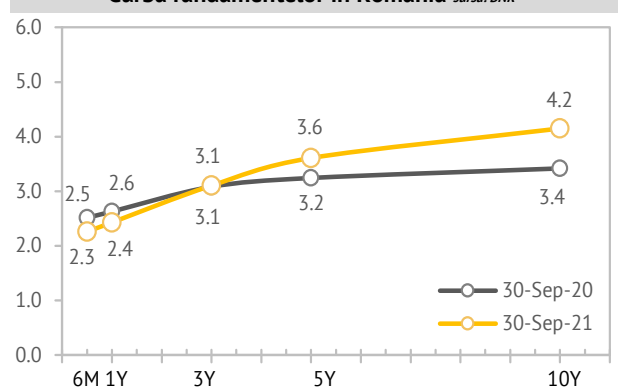
ROBOR 3 luni vs. ROBOR 6 luni (%) sursa: BNR



ROBOR 3 luni vs. EURIBOR 3 luni (%) sursa: Bloomberg



Curba randamentelor în România sursa: BNR



| licitații M. Finanțe (septembrie) | Valoare (mil. RON) | Scadență | Yield (%) |
|-----------------------------------|--------------------|-------------|-----------|
| ROGSHSTVFMX2 | 460.0 | 24-lun-2026 | 3.51 |
| RO4KELYFLVK4 | 310.0 | 11-Oct-2034 | 4.34 |
| RO0TLVC1MCW4 | 545.0 | 25-Noi-2024 | 3.34 |
| ROVRZSEM43E4 | 476.1 | 12-Feb-2029 | 3.84 |
| ROINPAL298G4 | 750.0 | 24-Oct-2030 | 3.88 |
| ROAW5KY5CD78 | 751.0 | 26-Ian-2028 | 3.65 |
| RO1J9H39WKT4 | 251.3 | 28-Apr-2036 | 4.33 |
| RO7P95F9FNY6 | 460.0 | 25-Oct-2027 | 3.75 |

Piața valutară

- La Banca Națională a României (BNR) cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4,9345-4,9495) în luna septembrie, evoluție influențată de intensificarea percepției de risc pe piețele financiare internaționale, semnalele de politică monetară și tensiunile politice din România.
- La sfârșit de septembrie cursul EUR/RON s-a situat la 4,9471, în majorare cu 0,25% lună/lună, 1,59% an/an, respectiv 1,60% ytd, aspect evidențiat în graficul alăturat.
- În a noua lună din 2021 cursul EUR/RON a înregistrat un nivel mediu de 4,9465 (maxim istoric), în creștere cu 0,48% lună/lună, respectiv cu 1,81% an/an.

Piața bursieră

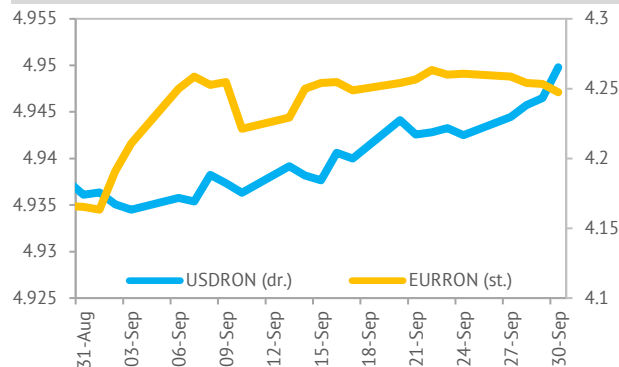
- Piața de acțiuni din România a încorporat climatul macro-financiar internațional și factorii interni în luna septembrie, evidențiindu-se rezistența la intensificarea percepției de risc pe piețele mondiale și la tensiunile politice interne.
- Astfel, indicele bursier BET s-a majorat pentru a doua lună consecutiv în septembrie, cu o dinamică lunară de 3,8%, până la 12.645,1 puncte (avans cu 29% de la începutul anului curent), aspect evidențiat în al doilea grafic alăturat.
- În a noua lună din 2021 indicele S&P 500 din SUA a scăzut cu 4,8% la 4,307,5 puncte (plus 14,7% ytd), iar indicele pan-european EuroStoxx 50 a pierdut 3,4% la 454,8 puncte (avans cu 14% în 2021), ajustări determinate de preocupările cu privire la evoluțiile din piața imobiliară din China (în contextul provocărilor Evergrande) și de intensificarea presiunilor inflaționiste.

Scenariul macroeconomic central

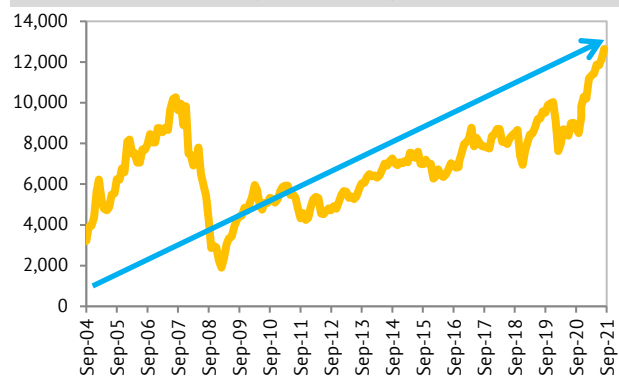
Economia reală SUA

- Conform celor mai recente prognoze macroeconomice agregate de Bloomberg prima economie a lumii ar putea crește cu dinamici anuale de 5,7% în 2021 (după ajustarea cu 3,4% din anul pandemic 2020, după cum se poate observa în al treilea grafic din partea dreaptă).
- Cu toate acestea, dinamica anuală a PIB se va normaliza/tempera în 2022 și 2023, spre niveluri de 4,0%, respectiv 2,4% (în convergență spre ritmul potențial)
- Această perspectivă a relansării puternice din 2021, urmată de decelerare în 2022 și 2023 este determinată, în principal, de premisele pentru investițiile productive (motorul economiei din perspectiva cererii agregate) – ritmuri anuale de 8,2% în 2021, 6,7% în 2022, respectiv 3,6% în 2023, după cum se poate observa tot în al treilea grafic din partea dreaptă.
- La nivelul consumului guvernamental previziunile Bloomberg indică perspective de creștere cu dinamici anuale de 0,9% în 2021, 1,6% în 2022, respectiv 1,4% în 2023.
- Nu în ultimul rând, în sfera cererii externe nete exporturile vor continua să evolueze la un ritm inferior importurilor în intervalul 2021-2023, conform datelor Bloomberg.
- Astfel, conform Bloomberg exporturile totale ale SUA ar putea crește cu ritmuri anuale de 4,7% în 2021, 5,6% în 2022, respectiv 4,8% în 2023.
- Pentru importurile SUA previziunile Bloomberg exprimă perspective de majorare cu dinamici anuale de 13,2% în 2021, 5% în 2022, respectiv 4,1% în 2023.
- La nivelul pieței forței de muncă din SUA cele mai recente prognoze agregate de Bloomberg exprimă perspective de scădere pentru rata medie anuală a șomajului de la 8,1% în 2020 la 5,5% în 2021, 4,2% în 2022, respectiv 3,6% în 2023 (evoluție determinată, în principal, de perspectivele favorabile pentru investițiile productive), aspect evidențiat în ultimul grafic din partea dreaptă.

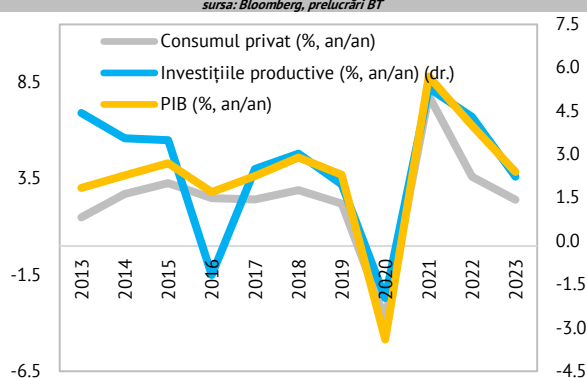
Cursul de schimb (RON fixing) sursa: BNR



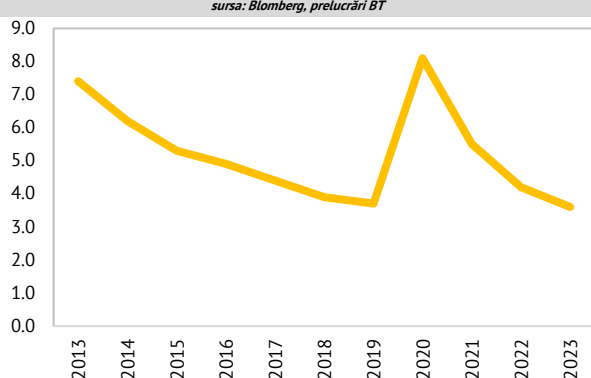
Indicele BET (valori lunare) sursa: Bloomberg



PIB, investiții, consum privat în SUA (% an/an) sursa: Bloomberg, prelucrări BT



Rata șomajului în SUA (%) sursa: Blomberg, prelucrări BT

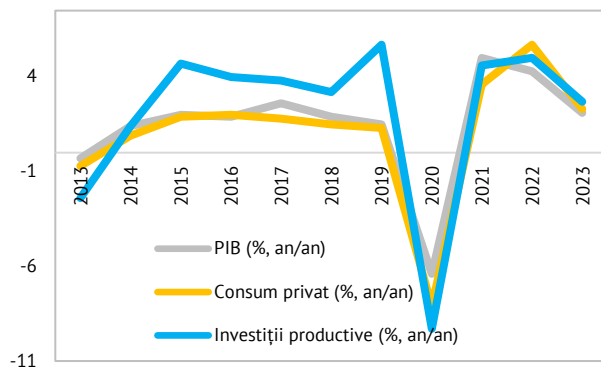


Zona Euro

- Pe parcursul ultimelor săptămâni s-au acumulat semnale de decelerare la nivelul economiei regiunii, evoluție determinată de disiparea graduală a efectului bază, intensificarea presiunilor inflaționiste și provocărilor din sfera lanțurilor mondiale de producție și semnalelor de decelerare din economia mondială.
- Se poate spune că asistăm la normalizarea dinamicii anuale a PIB-ului Zonei Euro, după avansul cu ritmul anual record de 14,5% din T2 (evoluție susținută de redeschiderea economiei și de mix-ul relaxat de politici economice, în implementare la nivel regional, după incidența pandemiei coronavirus, cea mai severă criză sanitară la nivel mondial din ultimul secol).
- Astfel, încrederea consumatorilor s-a deteriorat în octombrie, conform indicatorului calculat de Comisia Europeană, ceea ce exprimă perspective de decelerare pentru consumul privat (principala componentă a PIB), inclusiv în contextul presiunilor inflaționiste, cu impact la nivelul venitului real disponibil al populației.
- Totodată, economia Zonei Euro a continuat să crească în octombrie (pentru a opta lună consecutiv), dar cu un ritm în decelerare, conform indicatorului PMI Compozit (estimat de Markit Economics), evoluție influențată și de intensificarea distorsiunilor la nivelul lanțurilor mondiale de producție.
- Nu în ultimul rând, climatul din sfera construcțiilor s-a deteriorat abrupt și sever în august (ajustare cu 1,3% lună/lună și cu 1,6% an/an), ceea ce exprimă premise de decelerare pentru investițiile productive pe termen scurt (după ritmul anual record de 18,9% din T2). Acest scenariu este susținut și de majorarea recentă a costurilor de finanțare (rata de dobândă la titlurile de stat germane pe scadența 10 ani).
- Cele mai recente previziuni macroeconomice agregate de Bloomberg indică perspectiva creșterii economiei regiunii cu ritmuri anuale de 4,5% în 2021, 4,2% în 2022, respectiv 2% în 2023.
- Perspectiva este susținută de premisele favorabile pentru investițiile productive (motorul economiei s-ar putea majora cu ritmuri anuale de 4,6% în 2021, 5% în 2022, respectiv 2,7% în 2023), cu impact de antrenare pentru celelalte componente ale PIB.
- Pentru consumul privat scenariul central Bloomberg previzionează majorare cu ritmuri anuale de 3,6% în 2021, 5,7% în 2022, respectiv 2,3% în 2023.
- În scenariul Bloomberg consumul guvernamental ar putea crește cu dinamici anuale de 3,3% în 2021, 1,5% în 2022, respectiv 1,1% în 2023.
- Printre factorii de risc la adresa evoluției economiei regiunii pe termen scurt și mediu se menționează: climatul macro-financiar internațional, cu impact la nivelul percepției de risc investițional din regiune; dinamica crizei sanitare; mix-ul de politici economice în implementare, cu impact pentru evoluțiile indicatorilor din piața imobiliară și piața financiară (considerăm că tendințele puternic ascendente din perioada recentă nu sunt sustenabile).

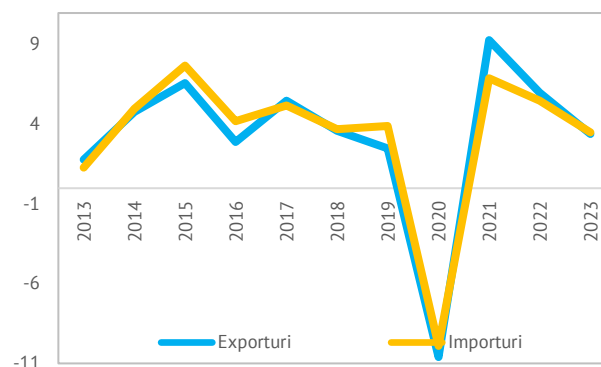
PIB, investiții și consum privat în Zona Euro (% an/an)

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



Exporturi vs. importuri Zona Euro (% an/an)

sursa: Bloomberg, prelucrări BT

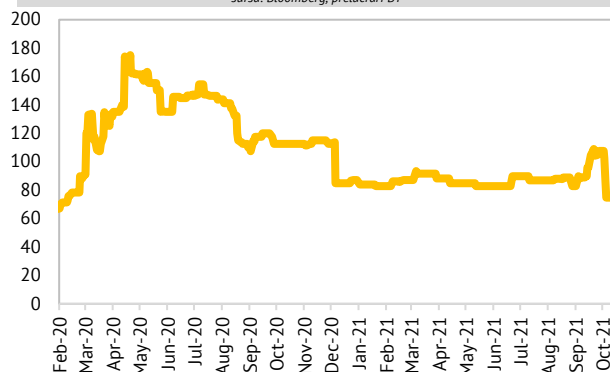


România

- În perioada recentă am asistat la acumularea de semnale de decelerare la nivelul economiei reale din România, evoluție influențată de disiparea graduală a efectului bază, intensificarea inflației, persistența distorsiunilor la nivelul lanțurilor mondiale de producție și tensiunile politice.
- Astfel, comerțul cu amănuntul (variabilă proxy pentru consumul privat) și producția industrială (indicator proxy pentru investițiile productive) au decelerat (ca dinamică anuală) pronunțat în T3 comparativ cu T2, conform datelor Institutului Național de Statistică (INS).
- Totodată, construcțiile (sector intensiv în capital și forță de muncă) au scăzut pentru a doua lună consecutiv în august, cu un ritm anual în intensificare, conform INS.
- Pe de altă parte, dinamica indicatorului CDS exprimă rezistența economiei interne la provocările recente (atât internaționale, cât și din România, inclusiv climatul politic). Astfel, indicatorul CDS a crescut puternic în septembrie, pe fondul tensiunilor politice, dar a scăzut semnificativ recent, spre nivelul minim din februarie 2020, aspect evidențiat în ultimul grafic din partea dreaptă.
- Totodată, agențiile de rating au menținut notele de țară în această toamnă, evidențiindu-se ameliorarea perspectivei de către Moody's (de la negativă la stabilă), pe fondul premiselor favorabile pentru consolidarea fiscal-bugetară pe plan intern, susținute de potențialul ridicat de creștere pentru PIB-ul nominal și de implementarea programelor Uniunii Europene.
- Am actualizat scenariul macroeconomic central pe termen scurt și mediu pentru economia României prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor macro-financiarilor, internaționali și interni.

CDS România (5 ani)

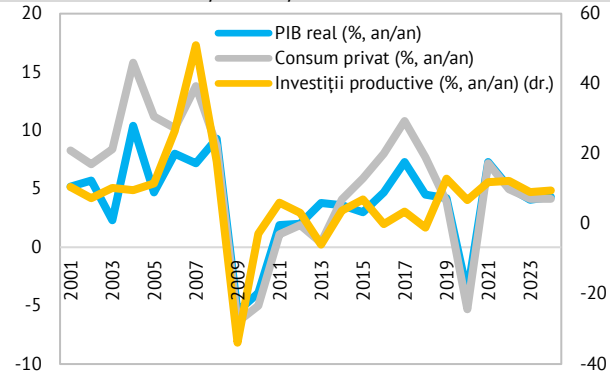
sursa: Bloomberg, prelucrări BT



- Conform prognozelor actualizate de BT economia României ar putea crește cu dinamici anuale de 7,3% în 2021, 5,1% în 2022, respectiv 4,1% în 2023, aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă.
- Acest scenariu este susținut de perspectivele favorabile pentru investițiile productive (motorul economiei), pe fondul nivelului redus al costurilor reale de finanțare, implementării programelor lansate de Uniunea Europeană după incidența pandemiei (Next Generation și cadrul financiar multianual 2021-2027) și potențialului ridicat de dezvoltare din economia internă în cadrul ciclului economic post-pandemie.
- Astfel, în scenariul macroeconomic central BT investițiile productive s-ar putea majora cu ritmuri anuale de 11,9% în 2021, 12,3% în 2022, respectiv 9,1% în 2023, cu impact de antrenare în economie, evoluție care exprimă premise favorabile pentru ritmul de creștere economică pe termen mediu.
- Perspectivele favorabile pentru investițiile productive sunt susținute și de dinamica pozitivă pentru investițiile străine directe din perioada recentă (volum cumulată de 4,4 miliarde EUR la opt luni, maximul din anul 2008, conform datelor BNR).
- Conform prognozelor revizuite, consumul privat (principală componentă a PIB) ar putea crește cu rate medii anuale de 7,2% în 2021, 5% în 2022, respectiv 4,2% în 2023, perspectivă susținută de ameliorarea climatului din sfera pieței forței de muncă și nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- În scenariul macroeconomic central BT rata medie anuală a șomajului ar putea să scadă de la 5,4% în 2021, la 4,6% în 2022 și 2023 (aspect evidențiat în ultimul grafic alăturat), dat fiind că perspectivele pozitive pentru investițiile productive vor fi contrabalansate de intensificarea procesului de digitalizare și de tranziția spre economia verde.
- De asemenea, ne așteptăm la creșterea consumului guvernamental cu dinamici anuale de 1,5% în 2021, 3,6% în 2022 și 3,3% în 2023, perspectivă susținută de implementarea programelor lansate de Uniunea Europeană recent (Next Generation și cadrul financiar multianual 2021-2027) (cu implicații favorabile pentru absorbția fondurilor europene pe plan intern).
- Pe de altă parte, la nivelul cererii externe nete ne așteptăm la continuarea tendinței de creștere a importurilor cu un ritm superior dinamicii importurilor pe termen mediu. Astfel, conform scenariului macroeconomic central BT exporturile și importurile totale s-ar putea majora cu dinamici medii anuale de 13,4%, respectiv 15,2% în intervalul 2021-2023.
- Atragem atenția cu privire la premisele foarte bune pentru dinamica economiei României în ciclul economic post-pandemie, susținute de o serie de factori, inclusiv persistența costurilor reale de finanțare la un nivel redus, climatul pozitiv din sectorul bancar, implementarea programelor Uniunii Europene, potențialul de dezvoltare la nivelul infrastructurii critice, intensificarea procesului de digitalizare și tranziția spre economia verde.
- Aceste perspective sunt susținute și de structura echilibrată a contribuției factorilor de producție la dinamica PIB potențial – se evidențiază echilibrul între contribuția factorului capital și contribuția productivității totale a factorilor de producție.
- De asemenea, subliniem perspectivele favorabile pentru România din perspectiva aderării la Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE), aspect care s-ar putea concretiza până la jumătatea acestui deceniu, cu implicații pozitive pentru dezvoltarea indicatorilor din sfera economiei reale și la nivelul economiei financiare.
- La finalul acestei analize atragem atenția și cu privire la riscurile și provocările la adresa economiei României din perspectiva termenului scurt, inclusiv persistența crizei sanitare (în perioada recentă numărul cazurilor confirmate și numărul cazurilor active au atins niveluri record); climatul macro-financiar internațional, cu implicații la nivelul percepției de risc investițional din România; deciziile de politică economică pe plan intern, mai ales în contextul persistenței tensiunilor politice; incertitudinile din perspectiva ordinii economice mondiale și arhitecturii sistemului financiar internațional din perioada post-pandemie.

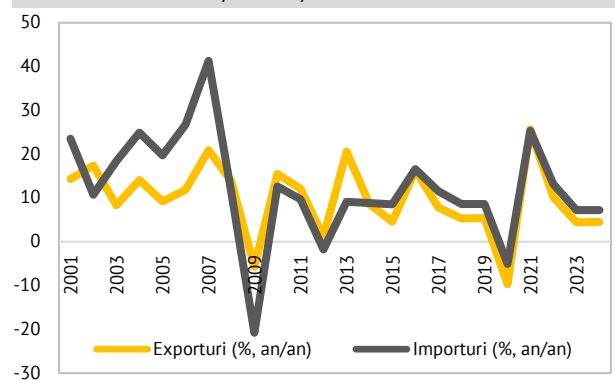
PIB, consum privat și investiții productive (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat



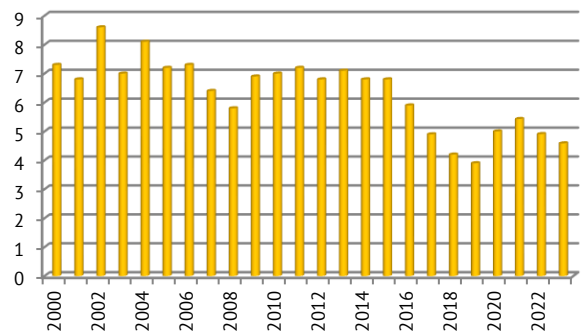
Exporturile vs. importurile (% an/an)

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat



Rata șomajului din România (%)

sursa: previziuni BT, utilizând date Eurostat



Economia financiară SUA

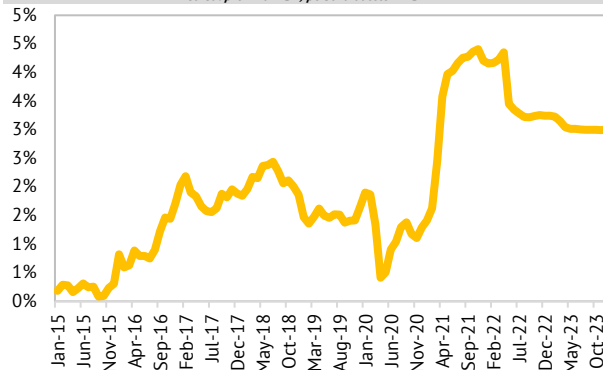
- Am revizuit prognozele pentru evoluția prețurilor de consum pe termen scurt și mediu din prima economie a lumii prin încorporarea celor mai recente dinamici ale indicatorilor macro-financiarilor.
- Conform prognozelor actualizate prețurile de consum din SUA ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 3,6% în 2021 (în accelerare de la 1,2% în 2020) și 2022, respectiv cu 3,1% în 2023, aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă.
- Date fiind perspectivele de persistență a dinamicii anuale a prețurilor de consum din SUA la un nivel superior țintei băncii centrale și de continuare a procesului de relansare economică post-pandemie pe termen scurt și mediu, ne așteptăm ca FED să inițieze un nou ciclu monetar pe termen scurt.
- Astfel, pe de o parte, banca centrală ar putea demara procesul de reducere a volumului de cumpărări de active (**tapering**) (de la un nivel lunar de 120 miliarde dolari) până la finalul anului curent.
- Pe de altă parte, FED se pregătește de majorarea ratei de dobândă de politică monetară, proces care va începe în 2022, probabil mai devreme comparativ cu așteptările actuale (finalul anului viitor), după cum se poate observa în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Aceste perspective de politică monetară din SUA au fost semnalate recent și de banca centrală (inclusiv stenograma ședinței din luna septembrie, a șasea din anul 2021).

Zona Euro

- Pentru dinamica anuală a prețurilor de consum din Zona Euro (principalul partener economic al României) previzionăm o accelerare de la 0,3% în anul pandemic 2020 la 2,3% în 2021, respectiv 3,3% în 2022.
- Acest scenariu este determinat, în principal, de șocurile din sfera ofertei, care ar putea determina ulterior o transpunere graduală a presiunilor spre nivelul core.
- Cu toate acestea, ne așteptăm ca presiunile inflaționiste din regiune să fie temporare, date fiind perspectivele de disipare graduală a impactului șocurilor din sfera ofertei (inclusiv majorarea semnificativă a prețurilor la energie într-o perioadă foarte scurtă, cu impact important la nivel de inflație, dată fiind dependența regiunii de importurile de energie).
- Astfel, în anul 2023 dinamica anuală a prețurilor de consum din Zona Euro s-ar putea tempera la 2,3%, după cum se poate observa în ultimul grafic alăturat.
- Altfel spus, prognozăm accelerarea ritmului mediu anual al prețurilor de consum din regiune, la un nivel superior celui țintit de Banca Centrală Europeană în trimestrele următoare, evoluție determinată, în principal, de șocurile din sfera ofertei.
- Conform prognozelor noastre dinamica anuală a prețurilor de consum din Zona Euro se va poziționa peste nivelul de 2% până la finalul anului 2023.
- Cu toate acestea, previzionăm o schimbare de tendință pentru ritmul anual al prețurilor de consum din regiune în a doua jumătate a anului 2022, pe fondul disipării graduale a șocurilor din sfera ofertei.
- Nu în ultimul rând, regiunea a fost mai puternic influențată de incidența pandemiei și consecințele acestui șoc sanitar, cel puțin din perspectiva analizei comparative cu SUA.
- Prin urmare, ne așteptăm ca Banca Centrală Europeană să mențină abordarea acomodativă a politicii monetare în trimestrele următoare, aspect semnalat la recente ședințe de politică monetară.

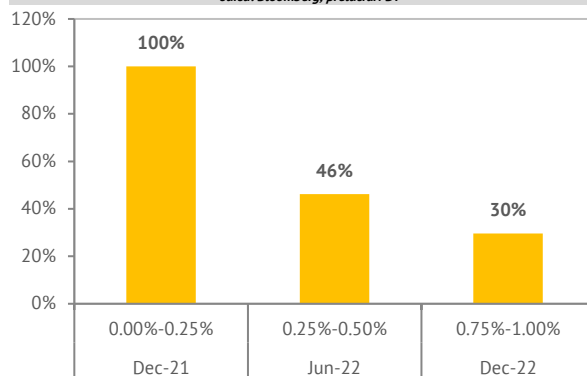
Dinamica prețurilor de consum în SUA (an/an)

sursa: previziuni BT, pe baza datelor FED



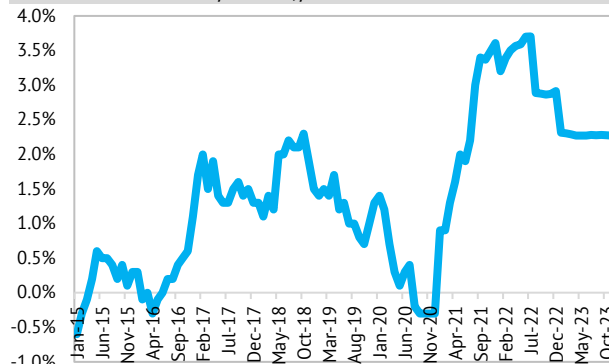
Rata de dobândă de referință SUA (probabilitate)

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



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

sursa: previziuni BT, pe baza datelor Eurostat

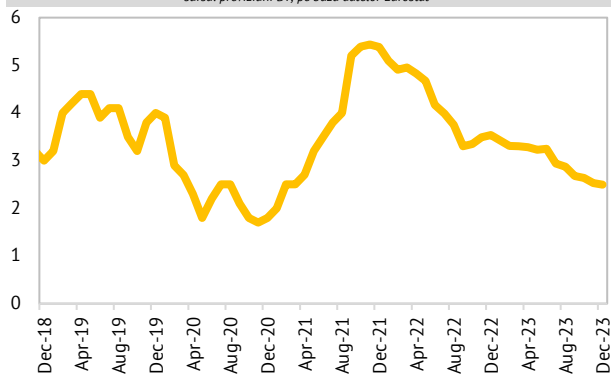


România

- Previiziunile revizuite prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor macro-financiari (internaționali și inter) exprimă perspectiva accelerării dinamicii anuale a prețurilor de consum din România de la nivelul de 2,3% din anul pandemic 2020 la 3,8% în 2021 și 4,2% în 2022, evoluție determinată, în principal, de șocurile din sfera ofertei (inclusiv majorarea cotațiilor la energie și materii prime și liberalizarea prețurilor la energie pentru consumatorii casnici).
- Pentru anul 2023 ne așteptăm la decelerarea ritmului mediu anual al prețurilor de consum la 3% (aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă), evoluție determinată de dispariția graduală a șocurilor din sfera ofertei și de normalizarea dinamicii anuale a PIB-ului.
- Conform acestui scenariu dinamica anuală a prețurilor de consum din România va schimba tendința (de la accelerare la decelerare) la începutul anului 2022, evoluție influențată și de normalizarea ritmului de creștere economică.
- În acest context (caracterizat prin persistența presiunilor inflaționiste pe termen scurt la un nivel ridicat și climat investițional pozitiv) ne așteptăm ca banca centrală să continue ciclul monetar post-pandemie inițiat în octombrie, prin noi majorări ale ratei de dobândă de politică monetară.
- Date fiind evoluțiile recente și perspectivele cu privire la dinamica prețurilor de consum și economiei pe termen considerăm că este ridicată probabilitatea ca rata de dobândă de politică monetară să se poziționeze la 2,5% la jumătatea anului viitor.

Dinamica prețurilor de consum în România (IAPC) (%)

sursa: previziuni BT, pe baza datelor Eurostat

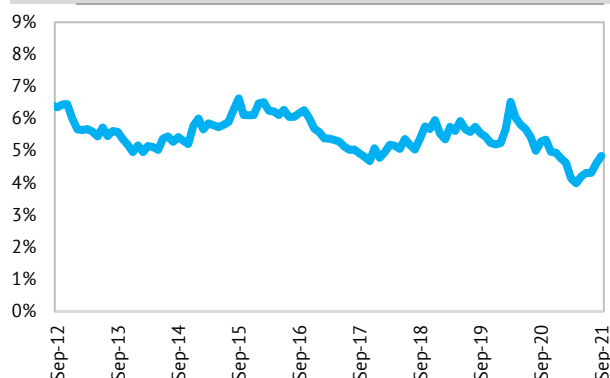


Piețele financiare SUA

- În perioada recentă am asistat la ameliorarea climatului din piețele financiare internaționale, după ajustările din luna septembrie, determinate de intensificarea percepției de risc, în contextul provocărilor din sfera pieței imobiliare din China și accelerării presiunilor inflaționiste (fapt care a determinat recalibrarea așteptărilor piețelor cu privire la deciziile de politică monetară din SUA pentru trimestrele următoare).
- Se evidențiază majorarea în tandem a ratelor de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru costul de finanțare în economie) și a indicilor bursieri, ceea ce exprimă faptul că am asistat la ieșiri de fluxuri de capital din piețele de obligațiuni suverane și intrări pe piețele de acțiuni la nivel mondial.
- Pentru perioada următoare ne așteptăm la consolidarea unui mix relaxat de politici economice în economia SUA – persistența costurilor reale de finanțare la un nivel redus, coroborat cu implementarea unor ample programe investiționale (aspect semnalat de Administrația Biden).
- Cu toate acestea, FED a semnalat tranziția spre un nou ciclu monetar, ceea ce va contribui la creșterea graduală a ratelor de dobândă pe piața monetară și pe piața de titluri de stat în trimestrele următoare.
- Ciclul monetar post-pandemie la nivelul FED nu va fi unul agresiv, cel puțin în anii următori, mai ales în contextul accepțiunii cu privire la faptul că intensificarea recentă a presiunilor inflaționiste are caracter tranzitoriu.
- Pe de altă parte, perspectivele de politică economică pe termen mediu exprimă premise favorabile pentru climatul din economia reală, dar și pentru rezultatele financiare ale companiilor în prima parte a ciclului economic post-pandemie, cu aspecte pozitive pentru piața de acțiuni.
- Atragem însă atenția cu privire la nivelul ridicat de evaluare pentru indicii bursieri, dar și la tendința puternic ascendentă în tandem a pieței de acțiuni și pieței imobiliare pe parcursul ultimelor trimestre, fapt care ar putea determina incidența unor ajustări pe termen scurt.

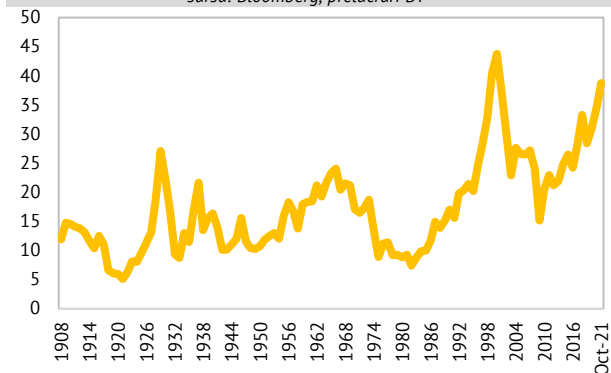
Prima de risc pe piața de capital din SUA

sursa: Damodaran, prelucrări BT



Indicator PER ajustat indice S&P 500

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



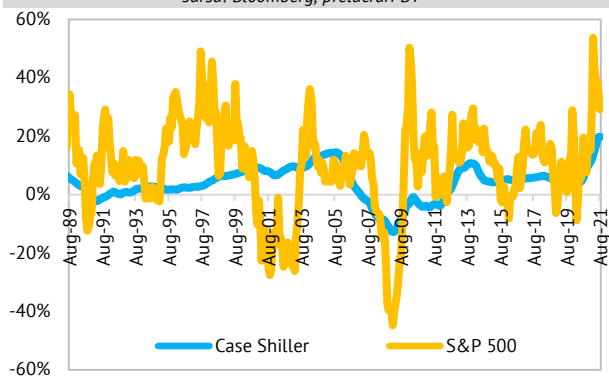
- Astfel, conform Bloomberg prețurile caselor din principalele 20 zone metropolitane și indicele bursier S&P 500 au crescut cu ritmuri anuale de 15,9%, respectiv 34,6% în perioada ianuarie – august 2021.
- Nu în ultimul rând, la nivelul pieței valutare ne așteptăm la consolidarea tendinței de depreciere a dolarului american din perspectiva termenului mediu.
- Pe termen scurt este ridicată însă probabilitatea unei aprecieri a dolarului SUA, mai ales în contextul perspectivelor de ajustare la nivelul pieței de acțiuni și pieței imobiliare (după avansul puternic înregistrat pe parcursul ultimelor trimestre).

Zona Euro

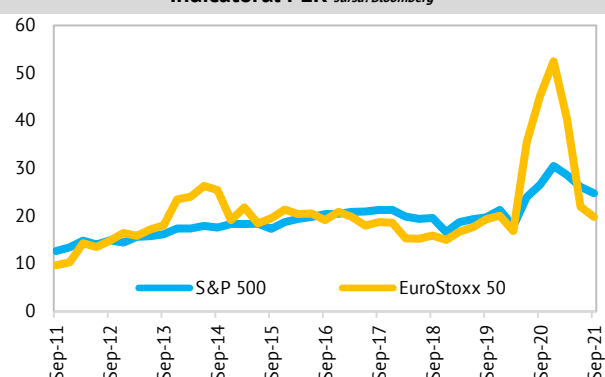
- La nivelul dimensiunii financiare a economiei Zonei Euro (principalul partener economic al României) ne așteptăm la evoluții influențate în trimestrele următoare de factori precum: climatul macro-financiar mondial; mix-ul de politici economice în implementare la nivel regional; știrile companiilor listate (inclusiv raportările financiare trimestriale); fluctuațiile cotațiilor internaționale la țigări și alte materii prime (inclusiv dinamica prețurilor la energie, cu impact pentru ritmurile investițiilor și consumului privat din regiune, puternic dependentă de importuri).
- Pe piața monetară ne așteptăm la consolidarea ratelor de dobândă pe termen scurt, cu perspectiva lansării unei tendinței de creștere graduală, pe fondul semnalelor Băncii Centrale Europene, care se pregătește de lansarea ciclului monetar post-pandemie.
- La nivelul pieței titlurilor de stat previzionăm o evoluție convergentă cu cea din piața americană - normalizarea graduală a ratelor nominale de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani.
- Cu toate acestea, atragem atenția cu privire la perspectiva persistenței diferențialului de rată de dobândă dintre SUA și Germania pe termen mediu, date fiind semnalele de politică monetară (FED va iniția ciclul monetar post-pandemie înaintea Băncii Centrale Europene).
- În ceea ce privește piața de acțiuni din Europa previzionăm o dinamică convergentă cu cele din piețele americane și mondiale, dat fiind nivelul ridicat al gradului de integrare financiară.
- Atragem atenția cu privire la probabilitatea ridicată a incidenței unor ajustări pe termen scurt și reiterăm perspectivele pozitive pentru indicii bursieri pe termen mediu, susținute de climatul pozitiv din sfera economiei reale la începutul unui nou ciclu economic, persistența costurilor reale de finanțare la un nivel redus și implementarea programelor lansate de Uniunea Europeană după incidența pandemiei.
- La nivelul pieței valutare ne așteptăm la aprecierea cursului EUR/USD pe termen mediu, în convergență spre maximele istorice, pe fondul perspectivelor favorabile pentru dinamica percepției de risc investițional, cel puțin în prima parte a ciclului economic post-pandemie (până în 2025).
- Cu toate acestea, pe termen scurt sunt posibile ajustări pe piețele financiare și o depreciere a cursului EUR/USD, în contextul premiselor de intensificare a percepției de risc investițional.
- Printre factorii de risc și provocările la adresa dimensiunii financiare a economiei Zonei Euro pe termen scurt menționăm: dinamica crizei sanitare, climatul macro-financiar internațional, nivelul ridicat al prețurilor la energie, mix-ul de politici economice din regiune și incertitudinile din sferile geo-economică și geo-politică.

Prețuri case vs. prețuri acțiuni (an/an)

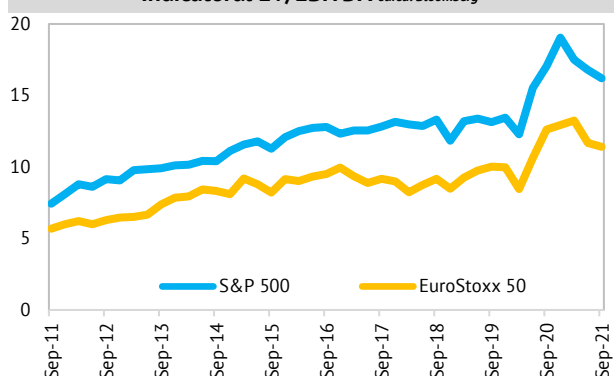
sursa: Bloomberg, prelucrări BT



Indicatorul PER sursa: Bloomberg



Indicatorul EV/EBITDA sursa: Bloomberg



- Am actualizat previziunile pentru dimensiunea financiară a economiei interne prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor macro-financiar, mondiali, europeni și interni.
- Conform prognozelor actualizate prețurile de consum din România (pe indicele armonizat UE) ar putea crește cu dinamici medii anuale de 3,8% în 2021, 4,2% în 2022, respectiv 3% în 2023.
- Cu alte cuvinte, ne așteptăm la continuarea tendinței ascendente pe termen scurt pentru dinamica anuală a prețurilor de consum (pe fondul șocurilor din sfera ofertei, inclusiv majorarea cotațiilor la energie din perioada recentă).
- Pe de altă parte, previzionăm schimbarea de tendință pentru ritmul anual al prețurilor de consum (de la accelerare la decelerare) din ianuarie 2022, evoluție determinată de disiparea graduală a șocurilor din sfera ofertei (începând cu liberalizarea prețurilor la energie pentru consumatorii casnici de la 1 ianuarie).
- Date fiind perspectivele cu privire la evoluția prețurilor de consum și dinamica economiei pe termen scurt ne așteptăm la continuarea ciclului monetar lansat de banca centrală în octombrie, prin noi majorări ale ratei de dobândă de referință, pentru contracararea presiunilor inflaționiste și ancorarea anticipațiilor cu privire la dinamica prețurilor de consum pe termen mediu, în convergență spre nivelul țintit de BNR.
- De asemenea, am revizuit prognozele și pentru rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani din România (barometru pentru costul de finanțare în economie).
- Noile previziuni (evidențiate în graficul alăturat) exprimă perspectiva scăderii nivelului mediu anual al ratei de dobândă la obligațiunile suverane pe scadența 10 ani de la 3,9% în anul pandemic 2020 la 3,6% în 2021. Pentru 2022 și 2023 ne așteptăm la creșterea acestui indicator spre niveluri medii anuale de 4,24%, respectiv 4,35%.
- Această perspectivă este susținută de premisele de normalizare pentru rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani din SUA, precum și de premisele de evoluție pentru dinamica anuală a PIB-ului nominal pe plan intern.
- Nu în ultimul rând, pentru cursul mediu anual EUR/RON previzionăm continuarea tendinței de creștere graduală, spre niveluri de 4,93 în 2021, 5,00 în 2022, respectiv 5,06 în 2023.
- Acest scenariu este influențat de persistența deficitelor gemene și de riscurile asociate tranziției spre noua economie, verde și digitală.
- Nu în ultimul rând, atragem atenția cu privire la factorii de risc la adresa evoluției economiei financiare din România pe termen scurt și mediu: climatul macro-financiar internațional (cu implicații la nivelul percepției de risc investițional pe plan intern); criza sanitară; mix-ul de politici economice pe plan intern, în context de persistență a tensiunilor politice; provocările la adresa ordinii economice mondiale și arhitecturii sistemului financiar-internațional în perioada post-pandemie.

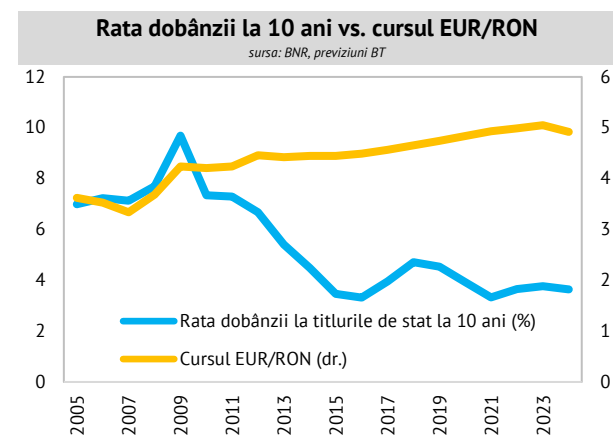
dr. Andrei Rădulescu

Director Analiză Macroeconomică, Banca Transilvania
research@bancatransilvania.ro

| licitații M. Finanțe (octombrie) | Valoare (mil. RON) | Instrument | Maturitate |
|----------------------------------|--------------------|-------------|-------------|
| 04-Oct-2021 | 460 | Titluri | 11-Oct-2034 |
| 04-Oct-2021 | 575 | Titluri | 17-Iun-2024 |
| 07-Oct-2021 | 400 | Certificate | 25-Apr-2022 |
| 07-Oct-2021 | 575 | Titluri | 25-Noi-2025 |
| 11-Oct-2021 | 460 | Titluri | 25-Oct-2027 |
| 14-Oct-2021 | 400 | Certificate | 26-Sep-2022 |
| 14-Oct-2021 | 690 | Titluri | 24-Oct-2030 |
| 18-Oct-2021 | 345 | Titluri | 28-Apr-2036 |
| 18-Oct-2021 | 345 | Titluri | 12-Feb-2029 |
| 21-Oct-2021 | 690 | Titluri | 24-Iun-2026 |
| 25-Oct-2021 | 690 | Titluri | 26-Ian-2028 |

| titluri de stat în circulație | Valoare (mil. RON) | Cupon (%) | Maturitate |
|-------------------------------|--------------------|-----------|------------|
| RO3008PB3J26 | 313.7 | | Apr-22 |
| RO6BU8A5HQ2 | 474.0 | | Iul-22 |
| RO1624DBN027 | 12,053.6 | 3.25 | Apr-24 |
| ROGSHSTVFMX2 | 7,997.6 | 3.25 | Iun-26 |
| RO1631DBN055 | 10,955.3 | 3.65 | Sep-31 |

| | Cursul de schimb EUR/RON | | | |
|------|--------------------------|-------|--------|---------|
| | Min | Medie | Max | Mediana |
| 2019 | 4.6634 | 4.75 | 4.7808 | 4.75 |
| 2020 | 4.7642 | 4.84 | 4.8750 | 4.84 |
| 2021 | 4.8691 | 4.93 | 4.9653 | 4.93 |
| 2022 | 4.9270 | 5.00 | 5.0574 | 4.99 |
| 2023 | 4.9330 | 5.06 | 5.1483 | 5.05 |



Acest raport este publicat în România de Banca Transilvania/subsidiarele sale, o instituție financiar-bancară ale cărei activități sunt reglementate și supravegheate consolidat de Banca Națională a României (BNR) și Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF). Rapoartele de analiză emise de Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale au un caracter pur informativ, nefiind concepute/prevăzute cu scopul utilizării ca instrumente auxiliare în procesul de luare a deciziilor de investiții și nici cu scopul utilizării acestora în orice etapă a prestării unor servicii sau activități de investiții. Orice persoană care înțelege să folosească aceste rapoarte de analiză în procesul de luare a deciziilor de investiții, precum și folosirea acestora în orice etapă a prestării unor servicii sau activități de investiții își asumă în mod expres toate riscurile aferente, Banca Transilvania neavând nici o obligație legală sau de orice altă natură față de persoana în discuție care ar deriva din publicarea acestor rapoarte de analiză. Cu alte cuvinte, analizele publicate de Banca Transilvania sau oricare dintre subsidiarele sale nu trebuie interpretate ca: a) Ofertă de vânzare/subscriere sau orice alt serviciu sau activitate de investiții cu privire la instrumente financiare menționate în rapoarte; b) Element de reclamă pentru instrumentele financiare menționate în rapoarte. Pentru a evita orice confuzie, persoanele care se abonează prin introducerea e-mailului pe [BT Research](#) în vederea abonării la aceste rapoarte nu sunt considerate ca fiind clienți ai Băncii Transilvania și/sau ai subsidiarelor sale, iar abonarea nu reprezintă un contract de orice natură (inclusiv de prestare de servicii financiare). În acest sens subliniem că Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale nu solicită informații de natura datelor cu caracter personal de la persoanele menționate mai sus, în afara e-mail-ului care va fi folosit pentru comunicarea acestor rapoarte.

Informațiile care stau la baza acestor rapoarte au fost obținute din surse publice, considerate, în limita datelor disponibile publice, relevante și de încredere cum ar fi: institute de statistică, Bănci Centrale, agenții financiare & organizații interne și internaționale etc. Lista menționată nu este exhaustivă, Banca Transilvania având dreptul să modifice în orice moment și fără un preaviz prealabil sursele publice utilizate. Atragem însă atenția cu privire la faptul că acuratețea/corectitudinea acestor informații din surse publice nu poate fi verificată, atestată și/sau contestată de instituția noastră. Opiniile analitice exprimate în rapoarte reflectă punctul de vedere al analiștilor la momentul publicării, rezultat prin raționament independent cu metode analitice specifice. Rapoartele emise pot să nu coincidă cu poziția tuturor societăților din Grupul Financiar Banca Transilvania. Opiniile au fost exprimate cu bună-credință, fără omisiuni intenționate și în condiții limitate de acces la informații: a existat acces doar la datele și informațiile făcute publice de către organisme și organizații naționale și internaționale. Rapoartele de analiză nu conțin și/sau nu sunt fundamentate pe date care pot să fie considerate informații privilegiate în sensul legii aplicabile, Banca Transilvania respectând în totalitate cerințele legale privind gestiunea informației privilegiate și cele privind prevenirea abuzului de piață.

Atragem atenția cu privire la faptul că rapoartele de analiză prezente nu sunt servicii sau activități de investiții în sensul pachetului legislativ european Mifid II/Mifir, astfel încât subliniem că persoanele care folosesc informațiile din prezentele rapoarte nu beneficiază de protecția oferită de cadrul de reglementare menționat mai sus, fiind singurii răspunzători pentru orice potențial prejudiciu rezultat din utilizarea acestei informații. Rapoartele de analiză ale Băncii Transilvania sau ale subsidiarelor sale ar putea fi nepotrivite pentru unii investitori (în funcție de situația financiară, orizontul și obiectivele investiționale). Subliniem că rapoartele de analiză nu reprezintă recomandări individuale și/sau personalizate unei anumite persoane sau grup de persoane de orice natură. Aceste rapoarte nu au fost emise la solicitarea unei terțe părți față de Banca Transilvania și/sau în legătură cu realizarea uneia sau mai multor tranzacții cu instrumente financiare. Valoarea instrumentelor financiare la care se face referire în analizele elaborate fluctuează în timp, iar performanța trecută nu constituie sub nicio formă un indicator pentru performanța viitoare. Totodată, subliniem faptul că investițiilor le sunt asociate factori de risc, care nu sunt totalmente explicați în rapoarte. Altfel spus, Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale sau orice colaborator nu sunt responsabili pentru niciun fel de pierdere directă și/sau potențială rezultată din utilizarea elementelor publicate în raport.

Rapoartele de analiză emise pot fi modificate oricând fără o notificare prealabilă, Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale rezervându-și dreptul de a întrerupe publicarea fără aviz prealabil. Remunerația autorilor rapoartelor de analiză nu este în niciun fel influențată de opiniile exprimate în cadrul acestora. Banca Transilvania, angajații sau colaboratorii săi sau ai subsidiarelor sale pot avea expunere pe orice instrument financiar analizat în raport. Reproducerea totală sau parțială a acestui raport este permisă doar prin menționarea sursei.

Arhiva rapoartelor de analiză emise de Banca Transilvania/subsidiarele sale poate fi consultată accesând [BT Research](#).