

## Economia mondială în ameliorare în martie

27 aprilie 2023

### Evoluții macroeconomice recente

- Climatul macroeconomic mondial s-a ameliorat în martie, dat fiind că eliminarea restricțiilor sanitare în China și temperarea presiunilor inflaționiste au contrabalansat persistența tensiunilor geo-politice și turbulențele din sectorul bancar din SUA și Elveția.
- Astfel, conform indicatorului PMI Compozit (estimat de Markit Economics și JPMorgan) economia mondială a crescut pentru a doua lună consecutiv în martie, cu un ritm în accelerare (cea mai bună evoluție din iunie 2022), pe fondul dinamicii în ameliorare din sectorul de servicii, în contextul redeschiderii economiei Chinei și atenuării presiunilor inflaționiste.
- Prima economie a lumii (SUA, cu un PIB nominal de peste 26,1 trilioane dolari în 2022) se află în proces de ajustare, cu perspectiva incidenței recesiunii, după dinamica nefavorabilă a productivității muncii din 2022, scenariu susținut și de scăderea indicatorilor economici avansați cu 7,8% an/an în martie.
- PIB-ul Chinei (a doua economie a lumii, cu o dimensiune nominală de 18 trilioane dolari) a accelerat la 4,5% an/an în T1, evidențiindu-se majorarea investițiilor în active fixe cu 5,1% an/an, în contextul eliminării restricțiilor sanitare.
- Economia Zonei Euro (principalul partener economic al României) a crescut pentru a patra lună la rând în aprilie, cu un ritm în accelerare (la maximum din mai 2022).
- La nivelul economiei României se evidențiază continuarea ciclului investițional post-pandemie, aspect reflectat de creșterea investițiilor străine directe și de ameliorarea ratei de absorbție a fondurilor europene în primele luni din 2023. Pe de altă parte, consumul privat (principală componentă a PIB) este afectat de nivelul ridicat al presiunilor inflaționiste.
- Pe piețele financiare internaționale climatul s-a ameliorat în ultimele săptămâni, evoluție susținută de perspectivele de recalibrare a politicii monetare din principalele blocuri economice ale lumii și de sezonul de raportări financiare trimestriale (T1 2023).

### Scenariul macroeconomic central

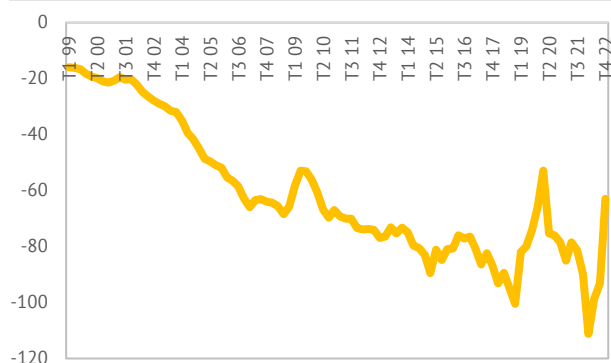
- Previzunile pentru dinamica economiei naționale pe termen scurt și mediu au fost revizuite prin încorporarea celor mai recente evoluții macro-financiare, într-o perspectivă de la economia mondială la economia națională.
- În scenariul macroeconomic central actualizat economia României ar putea crește cu ritmuri anuale de 2,9% în 2023 (în decelerare de la 4,7% în 2022), 3,7% în 2024, respectiv 4,0% în 2025.
- Acest scenariu are la bază perspectivele de consolidare a fluxurilor investiționale post-pandemie în trimestrele următoare, pe fondul implementării programelor europene și temperării presiunilor inflaționiste.
- Astfel, investițiile productive s-ar putea majora cu ritmuri anuale de 5,5% în 2023, 5,8% în 2024, respectiv 7,2% în 2025, cu impact de antrenare pentru celelalte componente ale PIB-ului.
- Pentru consumul privat (principală componentă a PIB) noile previziuni exprimă creștere cu rate anuale de 2,9% în 2023, 4,8% în 2024, respectiv 4,8% în 2025.
- În ceea ce privește consumul public previziunile revizuite indică creștere cu dinamici anuale de 3,3% în 2023 și 4,5% în 2024 și 2025.
- Nu în ultimul rând, în sfera cererii externe previziunile actualizate exprimă perspective de creștere pentru exporturile și importurile totale (bunuri și servicii) cu dinamici medii anuale de 6,0%, respectiv 7,7% în perioada 2023 – 2025.

Structura PIB	2020 (%)	2021 (%)	2022 (%)
Consum privat	61.1	62.4	63.4
Consum public	18.7	17.7	16.8
Investiții productive	23.5	23.7	24.9
Exporturi	36.9	40.6	43.0
Importuri	41.2	46.3	49.8

Macro indicatori	Perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T4/2022	4.50	-
rata inflației IPC	Mar-2023	14.53	-
rata șomajului	Feb-2023	-	5.50
rata dobânzii de politică monetară	din 11-lan-2023	-	7.00
ROBOR (IRCC)	T4/2022	-	5.98

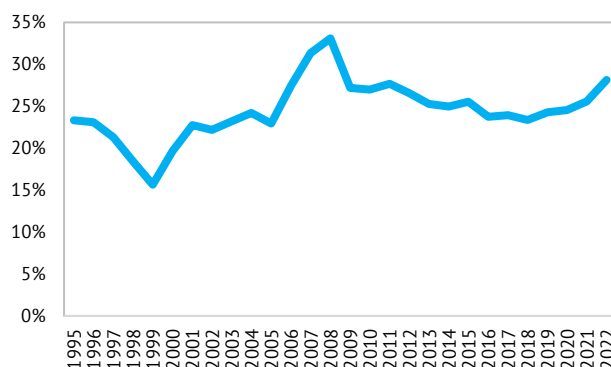
### Deficit comercial SUA – China (miliarde dolari)

sursa: Departamentul Comerțului din SUA, prelucrări BT



### Investiții productive / PIB în România

sursa: Eurostat, prelucrări BT



- În ceea ce privește factorii de risc la adresa dinamicii economiei naționale în trimestrele următoare se menționează: evoluțiile macro-financiare internaționale, tensiunile geo-politice regionale, mix-ul intern de politici economice (îndeosebi ritmul reformelor structurale) și modificările climatice.

## Scenariul macroeconomic central

Indicator / an	2021	2022	2023	2024	2025
PIB nominal (miliarde EUR)	241.3	285.9	322.8	352.4	384.7
PIB real (% an/an)	5.8	4.7	2.9	3.7	4.0
Consum privat (% an/an)	8.1	5.5	2.9	4.8	4.8
Investiții productive (% an/an)	1.9	8.0	5.5	5.8	7.2
Consum public (% an/an)	1.3	4.3	3.3	4.5	4.5
Exporturi (% an/an)	12.6	9.6	5.9	6.3	5.6
Importuri (% an/an)	14.9	9.9	6.9	8.4	7.8
Rata șomajului (%)	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	4.1	12.0	9.3	4.5	3.8
Rata de dobândă de referință (%)	1.75	6.75	6.00	5.00	4.00
Deficit bugetar (% PIB) (ESA)	7.1	6.2	4.7	3.9	3.6
Contul curent (% PIB)	-7.2	-9.3	-6.2	-5.9	-6.2
Rata de dobândă titluri 10 ani (medie anuală) (%)	3.7	7.6	7.1	6.2	5.6
EUR/RON (medie anuală)	4.92	4.93	4.96	4.99	5.01

## Evoluții recente

### Activitatea economică și piața muncii SUA

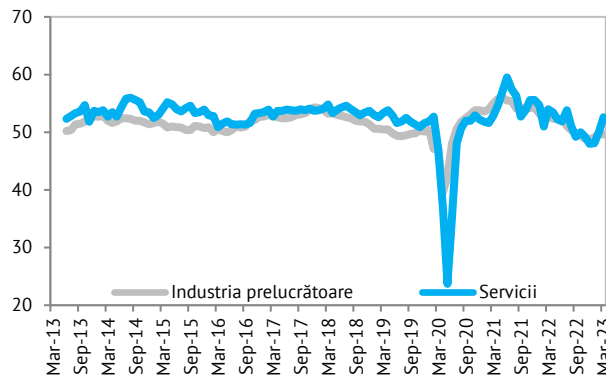
- Climatul macroeconomic mondial s-a ameliorat la începutul anului curent, evoluție influențată de ajustările din sfera cotațiilor la materii prime și redeschiderea economiei în China.
- Astfel, conform indicatorului PMI Compozit, economia mondială a crescut pentru a doua lună consecutiv în martie, cu un ritm în accelerare, spre cea mai bună evoluție din iunie 2022.
- Se evidențiază creșterea sectorului de servicii cu cea mai bună dinamică din decembrie 2021, după cum se poate nota în primul grafic din partea dreaptă.
- Pe de altă parte, industria prelucrătoare a scăzut pentru a șaptea lună la rând în martie, în contextul climatului dificil din sfera comerțului internațional.
- În SUA estimările finale ale Departamentului Comerțului exprimă deteriorarea climatului macroeconomic la finalul anului trecut, pe fondul nivelului ridicat al presiunilor inflaționiste și costurilor nominale de finanțare și persistenței incertitudinilor.
- Astfel, conform Departamentului Comerțului, PIB-ul SUA a crescut cu o rată trimestrială anualizată de 2,6% în T4, în decelerare de la 3,2% în T3 2022.
- Se evidențiază contribuția negativă a formării brute de capital fix la dinamica PIB-ului pentru al treilea trimestru consecutiv (-0,68 puncte procentuale).
- De asemenea, contribuția consumului privat la ritmul economiei a decelerat de la 1,54 puncte procentuale în T3 la 0,70 puncte procentuale în T4, cea mai slabă evoluție din T2 2020 (din perioada primului val al pandemiei coronavirus).
- Pe de altă parte, consumul public a contribuit cu 0,65 puncte procentuale la dinamica trimestrială anualizată a economiei din T4 2022.
- De asemenea, variația stocurilor și exportul net au contribuit cu 1,47 puncte procentuale, respectiv cu 0,42 puncte procentuale la ritmul economiei din T4.
- Din perspectiva an/an prima economie a lumii a crescut cu doar 0,9% în T4 2022, cea mai slabă evoluție din T4 2020.
- Se evidențiază scăderea investițiilor productive pentru al treilea trimestru consecutiv în T4, cu o rată anuală în intensificare la 2,0%, cel mai sever declin din T3 2020, aspect evidențiat în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Consumul privat a decelerat de la 2,2% an/an în T3 la 1,7% an/an în T4, cea mai slabă evoluție din T4 2020.

## Calendar macroeconomic aprilie 2023

instituție	data	indicator
BNR	3 aprilie	Rezervele internaționale (Mar)
INS	4 aprilie	Turismul (Feb)
INS	4 aprilie	Prețurile producției industriale (Feb)
BNR	4 aprilie	Ședința de politică monetară
INS	6 aprilie	Comerțul cu amănuntul (Feb)
INS	7 aprilie	PIB-ul și componentele (2022)
INS	10 aprilie	Balanța comercială (Feb)
INS	13 aprilie	Comenzile în industrie (Feb)
INS	13 aprilie	Producția industrială (Feb)
INS	13 aprilie	Prețurile de consum (Mar)
BNR	13 aprilie	Balanța de plăți (Feb)
INS	19 aprilie	Construcțiile (Feb)
INS	20 aprilie	Ocuparea și șomajul (2022)
BNR	27 aprilie	Indicatorii monetari (Mar)
INS	28 aprilie	Tendențele în economie (Apr-Iun)
INS	28 aprilie	Autorizațiile de construire (Mar)

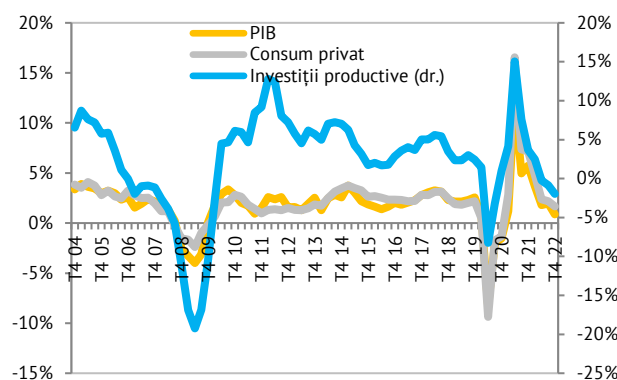
### Evoluția indicatorilor PMI la nivel mondial (puncte)

sursa: Markit Economics, prelucrări BT



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

sursa: Departamentul Comerțului, prelucrări BT



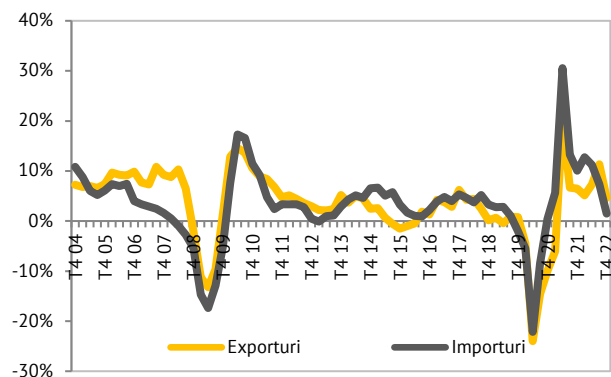
- Pe de altă parte, consumul guvernamental a crescut cu 0,9% an/an în T4, cel mai bun ritm din T1 2021.
- Nu în ultimul rând, la nivelul cererii externe nete se evidențiază creșterea exporturilor totale cu 4,6% an/an în T4, ritm superior celui înregistrat de importuri, de 1,5% an/an.
- Prin urmare, economia americană a urcat cu 2,1% an/an în 2022, în decelerare de la 5,9% an/an în 2021.
- Se notează scăderea investițiilor productive cu 0,2% an/an, pe fondul intensificării inflației și percepției de risc (indicele S&P 500 s-a ajustat cu 19,4% în 2022).
- Totodată, consumul guvernamental s-a diminuat cu 0,6% an/an în 2022.
- De asemenea, consumul privat s-a temperat de la 8,3% an/an în 2021 la 2,7% an/an în 2022, dat fiind că accelerarea inflației a avut impact nefavorabil pentru venitul real disponibil al populației.
- În sfera cererii externe nete exporturile totale au accelerat de la 6,1% an/an în 2021 la 7,1% an/an în 2022, iar importurile au decelerat de la 14,1% an/an în 2021 la 8,1% an/an în 2022.
- Pe piața forței de muncă se evidențiază decelerarea procesului de generare de noi locuri de muncă la 236 mii în martie (minimul din decembrie 2020).
- Rata șomajului a scăzut de la 3,6% în februarie la 3,5% în martie, dar s-a poziționat pentru a doua lună consecutiv peste nivelul componentei structurale, conform estimărilor econometrice elaborate și reprezentate în al doilea grafic alăturat.

## Zona Euro

- Estimările Eurostat indică continuarea procesului de relansare economică post-pandemie în regiune în T4 2022, dar cu un ritm anual în decelerare, pe fondul deteriorării climatului investițional.
- PIB-ul Zonei Euro a crescut pentru al șaptelea trimestru consecutiv în T4 2022, dar cu o dinamică anuală în decelerare la 1,5% (cea mai slabă evoluție din T1 2021).
- Se evidențiază scăderea investițiilor productive pentru prima oară după șase trimestre de creștere, cu o rată anuală de 0,1% în T4, evoluție determinată de presiunile inflaționiste și incertitudinile fără precedent, în contextul tensiunilor geo-politice și confruntării totale între SUA și China.
- Pe de altă parte, consumul privat (principala componentă a PIB) a crescut pentru al șaptelea trimestru consecutiv în T4, dar cu un ritm anual în decelerare la 0,8% (cea mai slabă evoluție din T1 2021), după cum se poate observa în al treilea grafic.
- Evoluția a fost determinată de nivelul ridicat al inflației, cu impact pentru venitul real disponibil al populației.
- Consumul public a urcat pentru al 10-lea trimestru la rând în T4, iar dinamica anuală a accelerat la 0,4%, cea mai bună evoluție din T2 2022.
- La nivelul cererii externe nete exporturile și importurile au continuat să crească în ultimul trimestru din 2022, pentru al șaptelea trimestru la rând, dar cu rate anuale în decelerare la 4,4%, respectiv 3,0%, de la 7,9%, respectiv 11,0% în T3, după cum se poate observa în ultimul grafic alăturat.
- Astfel, în 2022 economia regiunii a crescut cu 3,5% an/an, în decelerare de la 5,3% an/an în 2021, evoluție determinată, în principal, de deteriorarea contribuției cererii externe nete, pe fondul provocărilor la adresa modelului de creștere economică din ultimele trei decenii.
- Se evidențiază însă accelerarea investițiilor productive, de la 3,4% an/an în 2021 la 3,8% an/an în 2022, ca urmare a nivelului accesibil al costurilor reale de finanțare și implementării programelor Uniunii Europene, într-un context dominat de consecințele crizei din Ucraina.
- De asemenea, consumul privat (principala componentă a PIB) a crescut cu 4,4% an/an în 2022, în accelerare de la 3,6% an/an în 2021.
- Pe de altă parte, consumul public a decelerat de la 4,3% an/an în 2021 la 1,1% an/an în 2022.
- La nivelul cererii externe nete exporturile și importurile totale (bunuri și servicii) au crescut cu 7,0% an/an, respectiv 7,9% an/an în 2022, ritmuri în decelerare de la 10,5% an/an, respectiv 8,2% an/an în 2021.
- Indicatorii macroeconomici comunicați în regiune în perioada recentă au prezentat evoluții mixte.
- Astfel, încrederea în economie s-a deteriorat în martie, indicatorul Comisiei Europene scăzând la nivelul minim din decembrie 2022.
- Pe de altă parte, economia regiunii a crescut pentru a treia lună consecutiv în martie, cu un ritm în accelerare (cel mai bun din mai), conform Markit Economics.

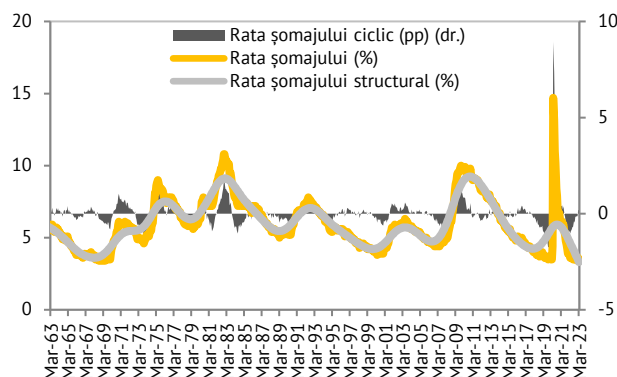
### Exporturi vs. importuri în SUA (an/an)

sursa: Departamentul Comerțului, prelucrări BT



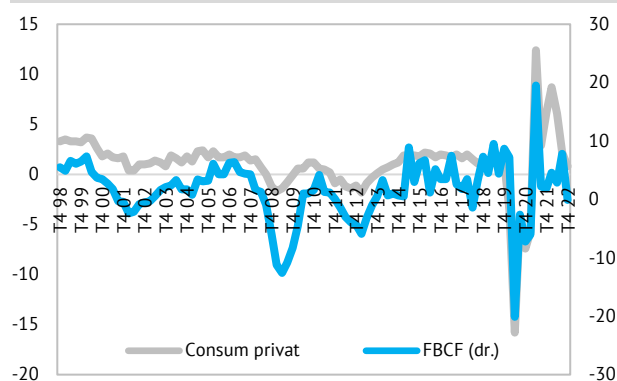
### Rata șomajului vs. tendința în SUA

sursa: estimări BT, utilizând datele Departamentului Muncii



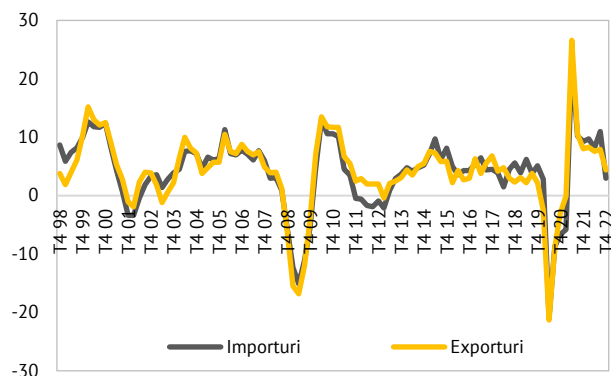
### Consum privat vs. investiții productive în Zona Euro (% an/an)

sursa: Eurostat



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

sursa: Eurostat, prelucrări BT



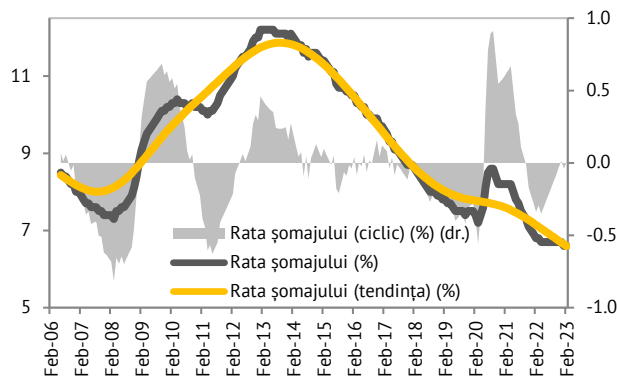
- Nu în ultimul rând, volumul vânzărilor din comerțul cu amănuntul a scăzut pentru a cincea lună consecutiv în februarie, cu o dinamică anuală în intensificare la 3,0%, cea mai slabă evoluție din ianuarie 2021.
- La nivelul pieței forței de muncă din regiune numărul de șomeri (15-74 ani) a scăzut pentru a treia lună consecutiv în februarie, cu un ritm lunar de 0,53%, la 11,1 milioane, nivel minim istoric.
- În dinamică an/an numărul șomerilor din regiune s-a diminuat pentru a 21-a lună la rând în februarie, cu un ritm în atenuare la 2,3% și a scăzut cu 2,4% în primele două luni din 2023.
- Rata șomajului s-a consolidat la 6,6% în februarie, nivel minim istoric, după cum se poate observa în primul grafic din partea dreaptă.
- Astfel, la două luni din 2023 rata șomajului din Zona Euro s-a situat la 6,6%, în diminuare de la 6,9% în perioada similară din 2022.
- Estimările econometrice elaborate (și reprezentate în primul grafic din partea dreaptă) indică evoluția ratei șomajului din regiune la un nivel superior componente structurale în februarie.

## România

- Institutul Național de Statistică (INS) a comunicat în aprilie estimările provizorii (2) cu privire la evoluția PIB-ului și componentelor în trimestrul IV și întreg anul 2022.
- Se evidențiază o revizuire în jos a estimărilor cu privire la dinamica anuală a economiei din ultimul trimestru din 2022, în contextul unor evoluții mai slabe pentru consumul gospodăriilor populației și pentru investițiile productive.
- Astfel, datele INS exprimă creșterea PIB-ului pentru al zecelea trimestru consecutiv în T4 2022, cu o rată trimestrială de 1,0%, în temperare de la 1,2% în T3 2022.
- Din perspectiva an/an PIB-ul a crescut pentru al șaptelea trimestru la rând în T4, cu un ritm în accelerare la 4,5% (de la 3,7% în T3), revizuire în diminuare de la 4,6% (după cum indicau estimările provizorii (1) publicate în martie).
- Consumul gospodăriilor populației și formarea brută de capital fix s-au majorat cu ritmuri anuale de 5,1%, respectiv 11,8% în T4 2022, rate revizuite în jos comparativ cu estimărilor provizorii (1), care indicau 5,2%, respectiv 16,2%.
- Pe de altă parte, INS a revizuit în sus estimările cu privire la dinamica anuală a exporturilor și importurilor totale, de la 1,7% la 5,2%, respectiv de la 3,3% la 4,8%.
- Astfel, în 2022 economia națională a crescut cu 4,7% an/an, revizuire în jos de 4,8% an/an.
- Cererea internă a contribuit cu 5,4 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB-ului din 2022, evidențiindu-se accelerarea investițiilor productive la 8% an/an (revizuire în jos de la 9,2% an/an), evoluție susținută de ritmul investițiilor străine directe și ameliorarea ratei de absorbție a fondurilor europene.
- Subliniem faptul că INS a revizuit în sens pozitiv contribuția consumului public la dinamica anuală a PIB din 2022, de la -0,4 puncte procentuale la 0,8 puncte procentuale.
- Pe de altă parte, estimările cu privire la dinamica consumului gospodăriilor populației au fost menținute la 5,5% an/a pentru 2022.
- Nu în ultimul rând, INS a revizuit în sens pozitiv estimările privind contribuția cererii externe nete la ritmul anual de creștere economică din 2022, de la -0,8 puncte procentuale la -0,7 puncte procentuale: exporturile și importurile totale au crescut cu 9,6% an/an, respectiv 9,9% an/an.
- Din perspectiva ofertei agregate se evidențiază creșterea valorii adăugate brute în ramura IT&C cu 20% an/an.
- Totodată, construcțiile (sector intensiv în capital și forță de muncă) au urcat cu 11,2% an/an în 2022.
- Nu în ultimul rând, componenta ciclică comerț cu ridicata și cu amănuntul, repararea autovehiculelor și motocicletelor, transport și depozitare, hoteluri și restaurante a crescut cu 6,7% an/an.
- La polul opus, valoarea adăugată brută din sectorul primar (agricultură/silvicultură/pescuit) a scăzut cu 11,6% an/an în 2022.
- De asemenea, industria s-a ajustat cu 2,3% an/an în 2022.

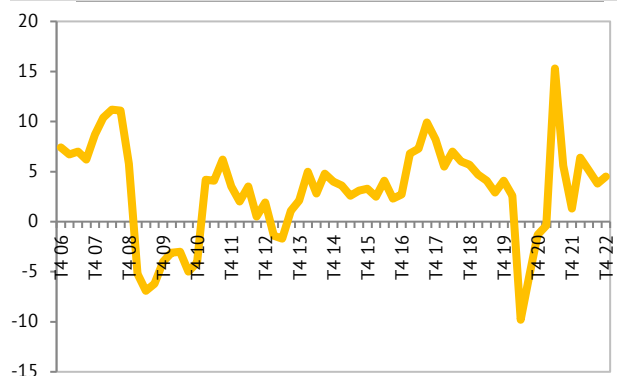
### Rata șomajului vs. componenta structurală (%)

sursa: estimări BT pe baza datelor Eurostat



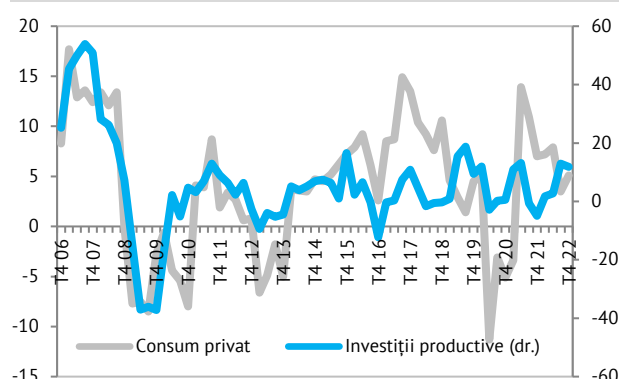
### PIB-ul României (% an/an)

sursa: Eurostat



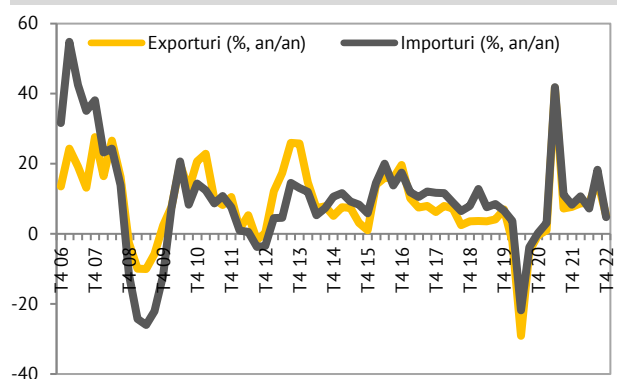
### Consum privat vs. investiții productive România (% an/an)

sursa: Eurostat



### Exporturi vs. importuri în România

sursa: Eurostat



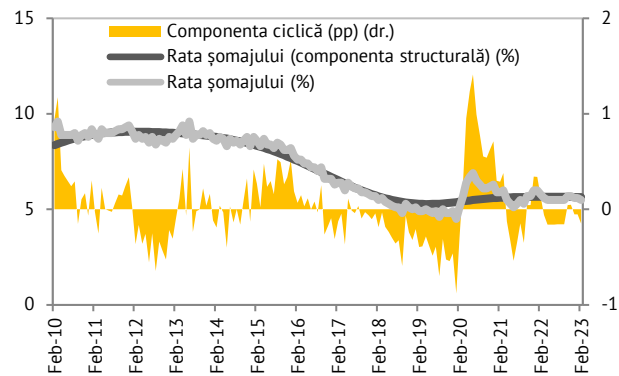
- Conform INS numărului șomerilor (15-74 ani) a scăzut pentru a treia lună la rând în februarie, cu 1,2% raportat la ianuarie, la 459,3 mii, minimul din septembrie.
- În dinamică an/an indicatorul s-a ajustat pentru a treia lună consecutiv în februarie, cu un ritm de 5,7%, înregistrând un declin cu 5,9% în primele două luni din 2023.
- Rata șomajului s-a diminuat de la 5,6% în ianuarie la 5,5% în februarie, cel mai redus nivel din septembrie 2022, aspect evidențiat în primul grafic alăturat.
- Evoluția a fost determinată de declinul ratei șomajului la bărbați, de la 5,8% în ianuarie la 5,7% în februarie, nivelul minim din iunie 2021.
- Rata șomajului la femei a stagnat la 5,3% în februarie, maximum din ianuarie 2022.
- Astfel, în intervalul ianuarie – februarie 2023 rata șomajului din România a înregistrat un nivel mediu de 5,6%, în scădere cu 0,4 puncte procentuale an/an.
- Se evidențiază diminuarea ratei șomajului la bărbați cu o dinamică anuală de 0,4 puncte procentuale, la 5,8%.
- De asemenea, rata șomajului la femei a prezentat un nivel mediu de 5,3% în intervalul ianuarie – februarie, în ajustare cu 0,3 puncte procentuale an/an.
- Estimările econometrice elaborate (și reprezentate în primul grafic din partea dreaptă) indică evoluția ratei șomajului din România la un nivel inferior componentei structurale pentru a treia lună consecutiv în februarie.

## Economia Financiară SUA

- Datele publicate de Departamentul Comerțului indică creșterea prețurilor de consum din prima economie a lumii pentru a șaptea lună la rând în februarie, cu o rată lunară în decelerare la 0,26%.
- În dinamică an/an prețurile de consum au decelerat de la 5,35% în ianuarie la 5,00% în februarie, cel mai redus nivel din septembrie 2021, aspect evidențiat în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Pe segmentul core prețurile de consum au urcat pentru a 34-a lună la rând în februarie, cu un ritm lunar în temperare la 0,30%.
- Rata anuală a componentei core a prețurilor de consum a decelerat de la 4,67% în ianuarie la 4,60% în februarie, cel mai redus nivel din octombrie 2021, după cum se poate nota în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Prin urmare, în perioada ianuarie – februarie 2023 prețurile de consum au crescut cu 5,17% an/an în medie (componenta core cu 4,63% an/an în medie), pe fondul impactului suprapunerii șocurilor din sfera ofertei și consecințelor evenimentelor din Ucraina.
- Considerăm că decelerarea ritmului anual al prețurilor de consum în februarie a fost determinată de o serie de factori, inclusiv dinamica economiei sub potențial și ajustările cotațiilor la materii prime.
- La a doua ședință de politică monetară din 2023 Rezerva Federală (FED) a actualizat scenariul macroeconomic central pe termen scurt și mediu prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor din economia reală și din economia financiară.
- Conform noilor previziuni prima economie a lumii ar putea crește cu dinamici anuale de 0,4% în T4 2023 (revizuire în jos de la 0,5%), 1,2% în T4 2024 (ajustare de la 1,6%), respectiv 1,9% în T4 2025 (revizuire în sus de la 1,8%).
- În acest scenariu rata șomajului s-ar putea situa la 4,5% în T4 2023 (revizuire în jos de la 4,6%), 4,6% în T4 2024, respectiv T4 2025 (actualizare în sus de la 4,5%).
- Pentru dinamica anuală a prețurilor de consum FED previzionează niveluri de 3,3% în T4 2023 (majorare de la 3,1%), 2,5% în T4 2024, respectiv 2,1% în T4 2025.
- Componenta core a prețurilor de consum s-ar putea situa la 3,6% an/an în T4 2023 (majorare de la 3,5%), 2,6% an/an (revizuire în sus de la 2,5%) în T4 2024, respectiv 2,1% an/an în T4 2025.
- Nu în ultimul rând, pentru rata de dobândă de referință FED prognozează 5,1% la final de 2023, 4,3% la final de 2024 (revizuire în sus de la 4,1%), respectiv 3,1% la final de 2025.
- Perspectivele de persistență a inflației peste nivelul țintă în trimestrele următoare (mai ales în contextul dinamicii pe segmentul core) au determinat banca centrală să continue procesul de majorare a ratei de dobândă de referință la ședința din martie, cu 25 puncte bază la (4,75% - 5,00%).
- De asemenea, la conferința de presă Președintele Powell a semnalat perspectiva continuării acestui ciclu de creștere a ratei de dobândă de referință.
- Pe de altă parte, prognozele și comunicatul ședinței FED coroborate cu deteriorarea climatului din economia reală, temperarea presiunilor inflaționiste și cu provocările din sectorul bancar exprimă faptul că ne apropiem de finalul procesului de normalizare a politicii monetare în prima economie a lumii.

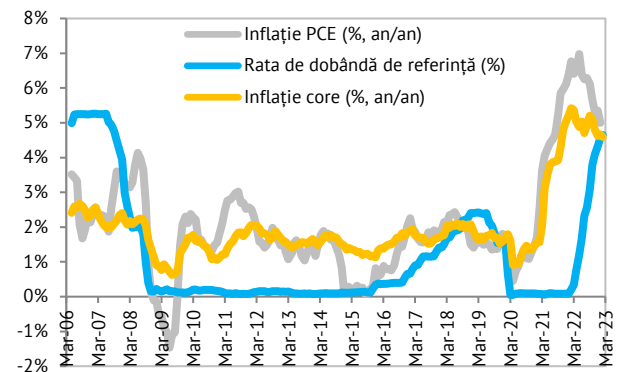
### Rata șomajului vs. componenta structurală (%)

sursa: Institutul Național de Statistică (INS), estimări BT



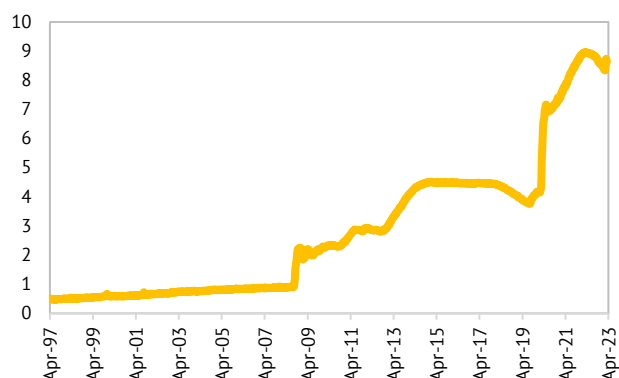
### Prețurile de consum vs. rata dobândii de referință în SUA

sursa: Rezerva Federală (FED)



### Volum active FED (trilioane dolari)

sursa: Rezerva Federală (FED)



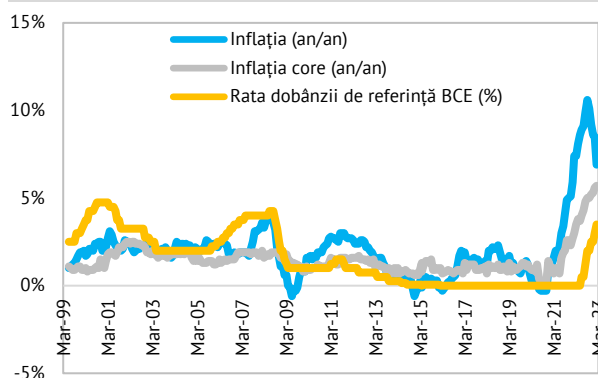
## Zona Euro

- Conform Eurostat prețurile de consum au urcat cu 0,9% lună/lună în martie, notându-se creșterea prețurilor la bunuri industriale non-energie cu 2,3%.
- Prețurile la bunuri alimentare neprocesate au înregistrat un avans lunar de 1,9%.
- Totodată, prețurile la produse alimentare procesate/băuturi/tutun și tarifele la servicii au urcat lună/lună cu 1,1%, respectiv 0,6% în martie.
- La polul opus, prețurile la energie s-au ajustat cu un ritm lunar de 2,2% în martie.
- Rata anuală a prețurilor de consum a decelerat de la 8,5% în februarie la 6,9% în martie, minimul din februarie 2022 (luna declanșării crizei din Ucraina).
- Se evidențiază scăderea prețurilor la energie cu 0,9% an/an.
- Prețurile la bunuri industriale non-energie au decelerat de la 6,8% an/an în februarie la 6,6% an/an în martie.
- La polul opus, prețurile la bunuri alimentare neprocesate au accelerat de la 13,9% an/an în februarie la 14,7% an/an în martie.
- De asemenea, tarifele serviciilor au accelerat de la 4,8% an/an în februarie la 5,1% an/an în martie.
- Nu în ultimul rând, prețurile la bunuri alimentare procesate/băuturi/tutun au crescut cu 15,7% an/an în martie, în accelerare de la 15,4% an/an în februarie.
- Pe segmentul core prețurile de consum au urcat cu un ritm lunar de 1,3% în martie, dinamica anuală accelerând la 5,7%.
- În trimestrul I prețurile de consum s-au majorat cu 8,0% an/an în medie (componenta core cu 5,5% an/an), pe fondul impactului suprapunerii șocurilor din sfera ofertei și consecințelor evenimentelor din Ucraina.

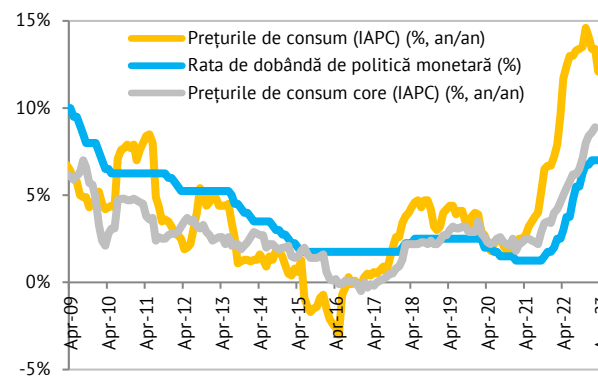
## România

- Conform datelor INS prețurile de consum din România au crescut cu un ritm lunar de 1,01% în martie, în accelerare de la 0,98% în februarie.
- Se evidențiază creșterea prețurilor la bunuri alimentare (32,26% din coșul de consum) cu 1,89% lună/lună (spre deosebire de ritmul de 1,85% din februarie).
- Prețurile la fructe & conserve din fructe, carne, preparate și conserve din carne, pește și conserve din pește și legume & conserve de legume s-au majorat cu dinamici lunare de 1,44%, 1,48%, 2,49% respectiv 8,95% în martie.
- De asemenea, tarifele serviciilor (18,62% din coșul de consum) au crescut cu 1,08% lună/lună în martie, evoluție influențată și de aprecierea cursului mediu EUR/RON cu un ritm lunar de 0,38% spre cel mai ridicat nivel din octombrie.
- Nu în ultimul rând, prețurile la produse nealimentare (49,12% din coș) au consemnat un avans lunar de 0,35% în martie, notându-se creșterea prețurilor la energie electrică cu o rată lunară de 4,78%.
- Din perspectiva an/an prețurile de consum din România au decelerat de la 15,52% în februarie la 14,53% în martie, cel mai redus nivel din mai 2022.
- Prețurile la produse alimentare s-au temperat de la 22,4% an/an în februarie la 21,6% an/an în martie, nivelul minim din noiembrie 2022, aspect reflectat în al treilea grafic alăturat.
- De asemenea, prețurile la bunuri nealimentare au decelerat de la 12,7% an/an în februarie la 11,1% an/an în martie, cel mai redus nivel din martie 2022.
- Pe de altă parte, tarifele la servicii au accelerat de la 10,4% an/an în februarie la 10,8% an/an în martie, nivelul maxim din ianuarie 2006.
- Prin urmare, în trimestrul I prețurile de consum au crescut cu 15,0% an/an în medie.
- Prețurile la bunuri alimentare, produse nealimentare și tarifele la servicii au urcat cu rate medii anuale de 22,1%, 11,9%, respectiv 10,5%.
- Pe indicele armonizat UE prețurile de consum au decelerat de la 13,4% an/an în februarie la 12,1% an/an în martie, nivelul minim din aprilie 2022 (avans cu 13% an/an în trimestrul I), conform datelor INS.
- La a treia ședință de politică monetară din 2023 Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a României (BNR) a menținut rata de dobândă de referință la 7,00% și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%, respectiv 5%, decizii în linie cu așteptările noastre și ale pieței financiare.
- În cadrul comunicatului ședinței banca centrală evidențiază perspectiva unei decelerării pronunțate a dinamicii anuale a prețurilor de consum și de temperare a ritmului anual al activității economice pe termen scurt, într-un context dominat de un nivel ridicat al incertitudinilor.

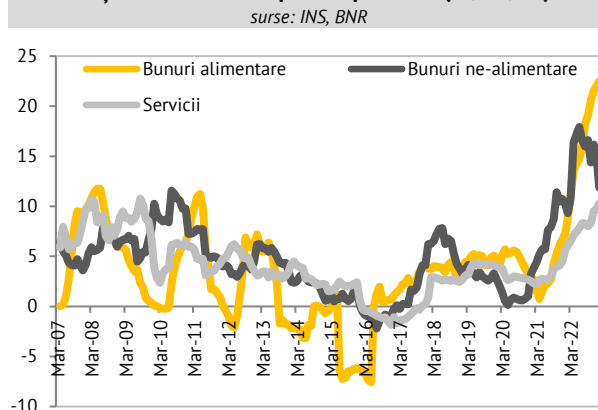
### Dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în Zona Euro surse: Eurostat, BCE



### Dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în România surse: INS, BNR



### Prețurile de consum pe componente (% an/an) surse: INS, BNR



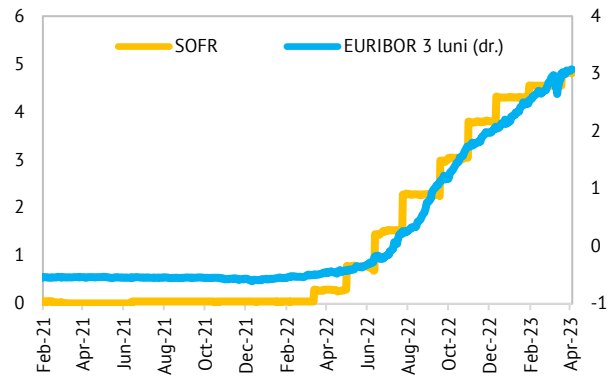
## Piața financiară SUA

- Dimensiunea financiară a economiei SUA (prima din lume, cu un PIB nominal de peste 26,1 trilioane dolari la final de 2022) a încorporat informațiile din sfera macroeconomică (inclusiv deciziile și semnalele Rezervei Federale), intensificarea riscurilor la nivelul sectorului bancar, știrile companiilor listate și dinamica cotațiilor internaționale la materii prime în luna martie și trimestrul I 2023.
- Se evidențiază evoluția divergentă a ratelor de dobândă (creștere pe piața monetară vs. scădere pe scadența 10 ani a pieței titlurilor de stat), majorarea indicelui bursier Dow Jones și deprecierea cursului dolarului raportat la moneda unică europeană.
- Astfel, nivelul SOFR s-a situat la 4,87% la final de martie, în creștere cu 32 puncte bază lună/lună, cu 57 puncte bază ytd și cu 4,58 puncte procentuale an/an, aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă.
- Această evoluție a fost determinată de impulsul monetar – la ședința de politică monetară din martie (a doua din acest an) Rezerva Federală (FED) a continuat ciclul de majorare a ratei de dobândă de referință, cu 25 puncte bază la (4,75% - 5,00%).
- Pe de altă parte, rata dobânzii la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în SUA și în economia mondială) a scăzut cu 11,6% între final de februarie și sfârșitul lunii martie, la 3,473% (diminuare cu 10,5% de la începutul anului), după cum se poate observa în al doilea grafic alăturat.
- În martie acest indicator a înregistrat un nivel mediu de 3,66%, în scădere cu 2,9% raportat la februarie.
- La nivelul pieței de acțiuni indicele Dow Jones a crescut cu 1,9% în martie, la 33.274,2 puncte (avans cu 0,4% de la începutul anului curent), în pofida provocărilor cu care se confruntă sectorul bancar (s-au înregistrat retrageri masive de depozite la unele instituții).
- Nu în ultimul rând, la nivelul pieței valutare cursul dolarului SUA s-a depreciat raportat la EUR cu 2,4% între final de februarie și sfârșitul lunii martie (declin cu 1,9% de la început de 2023), aspect reflectat în al treilea grafic din partea dreaptă.
- Evoluția a fost influențată de o serie de factori, inclusiv diminuarea diferențialului de rată de dobândă între SUA și Zona Euro și orientarea fluxurilor comerciale internaționale (îndeosebi cele derulate de țările emergente) către monede alternative la dolarul SUA.

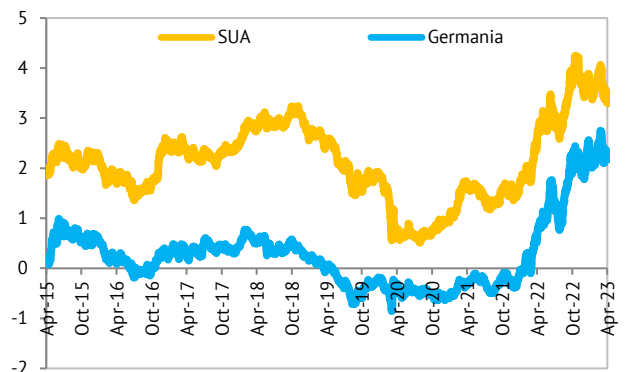
## Zona Euro

- Climatul din sfera financiară a economiei Zonei Euro (principalul partener economic al României) a fost influențat în luna martie de evoluția percepției de risc pe piețele financiare internaționale, știrile macroeconomice regionale (inclusiv deciziile și semnalele de politică monetară ale Băncii Centrale Europene), informațiile companiilor listate și fluctuațiile din piețele de materii prime.
- La nivelul pieței monetare EURIBOR la trei luni a crescut cu 29 puncte bază între final de februarie și sfârșitul lunii martie, la 3,038% (plus 91 puncte bază de la început de 2023 și avans cu 3,5 puncte procentuale an/an), după cum se poate observa în primul grafic din partea dreaptă.
- Evoluția a fost determinată de procesul de normalizare a politicii monetare – la a doua ședință de politică monetară din 2023 Consiliul Guvernatorilor Băncii Centrale Europene a hotărât creșterea ratei de dobândă de referință cu 50 puncte bază la 3,50%, pentru contracararea nivelului ridicat al presiunilor inflaționiste și ancorarea așteptărilor privind ritmul anual al prețurilor de consum pe termen mediu, în convergență spre țintă.
- În sfera pieței titlurilor de stat rata de dobândă pe scadența ani din Germania (economia locomotivă a regiunii, cu un PIB nominal de 3,9 trilioane EUR în 2022) a scăzut cu 12,9% între final de februarie și sfârșitul lunii martie, la 2,301% (declin cu 10,2% de la începutul anului curent).
- Barometrul pentru costul de finanțare în economie a înregistrat un nivel mediu de 2,40% în martie, în diminuare cu 0,5% comparativ cu nivelul din februarie.
- În sfera pieței de acțiuni indicele pan-european EuroStoxx 50 a urcat cu 1,8% între final de februarie și sfârșit de martie, la 4.315,1 puncte (plus 13,7% de la începutul anului), după cum se poate nota în al patrulea grafic alăturat.
- Nu în ultimul rând, la nivelul pieței valutare cursul EUR/USD s-a apreciat cu 2,4% între final de februarie și finele lunii martie, la 1,0875 (creștere cu 2% de la începutul anului curent), după cum se poate observa în al treilea grafic din partea dreaptă.

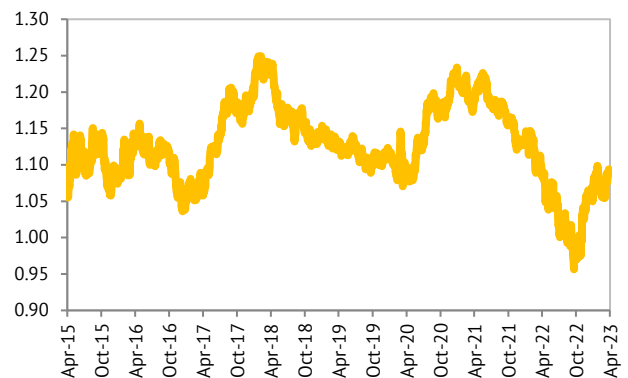
Rata de dobândă pe piața monetară (%) sursa: Bloomberg



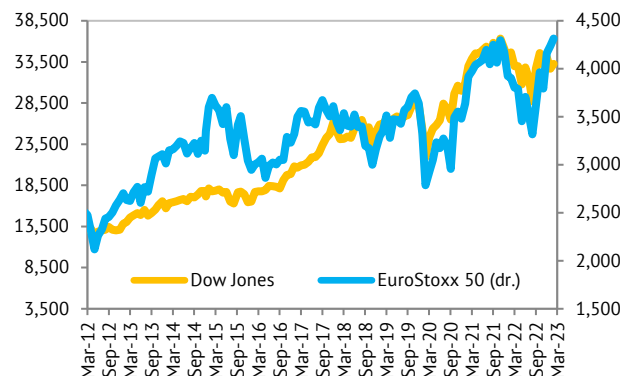
Rata dobânzii la titluri de stat 10 ani (%) sursa: Bloomberg



EUR/USD (cursul de referință) sursa: BCE



Indicii bursieri (puncte) sursa: Bloomberg



## România

- În martie economia financiară a încorporat climatul internațional și știrile interne. Se evidențiază scăderea ratelor de dobândă pe piața monetară și pe piața titlurilor de stat, în pofida intensificării percepției de risc.

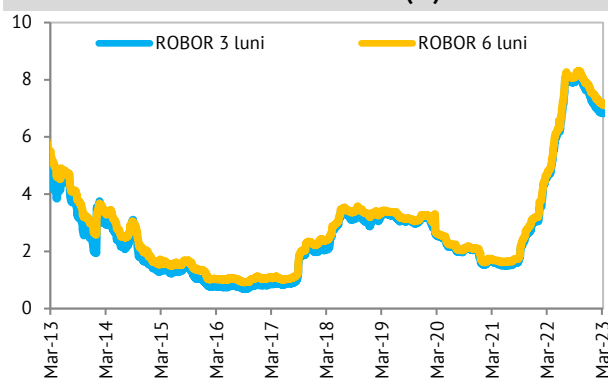
## Piața monetară

- Statisticile BNR indică scăderea generalizată a ratelor medii lunare de dobândă din sfera pieței monetare în martie, evoluție determinată, în principal, de perspectivele de decelerare pentru dinamica anuală a prețurilor de consum în trimestrele următoare (în convergență spre intervalul țintit de banca centrală).
- Nivelurile ROBOR pe scadențele overnight și tomorrow next s-au situat la 6,10%, respectiv 6,10% la final de martie, în creștere lună/lună cu 0,2%, respectiv 0,2%.
- Pe de altă parte, nivelurile ROBOR la o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au redus între final de februarie și sfârșit de martie cu 0,3% (la 6,14%), 0,8% (la 6,21%), 1,6% (la 6,85%), 1,5% (la 7,19%), respectiv 1,6% (la 7,55%).
- În dinamică an/an (final de martie raportat la finele lunii martie 2022) nivelurile ROBOR au crescut cu 2,3 puncte procentuale în medie, evoluție determinată de ciclul de majorare a ratei de dobândă de referință implementat de banca centrală.
- BNR a crescut rata de dobândă de referință de la 2,00% în ianuarie 2022 la 7,00% în ianuarie 2023.
- Cu toate acestea, mediile lunare ROBOR au înregistrat scăderi generalizate în a treia lună a anului curent.
- Astfel, în martie nivelurile medii lunare ale ratelor de dobândă pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au situat la 6,06%, 6,06%, 6,11%, 6,23%, 6,89%, 7,23%, respectiv 7,59%, în diminuare cu ritmuri lună/lună de 1,3%, 1,2%, 1,3%, 1,2%, 2,6%, 2,5%, respectiv 2,4%.
- Din perspectiva an/an nivelurile medii lunare ale ratelor de dobândă pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au menținut pe tendința ascendentă în martie, cu dinamici de 61%, 61%, 60%, 46%, 58%, 62%, respectiv 67%.

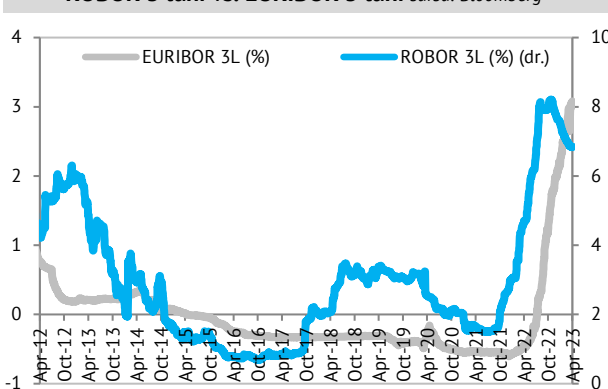
## Piața titlurilor de stat

- Curba randamentelor s-a deplasat în jos între final de februarie și sfârșit de martie, în medie cu 33 puncte bază, conform datelor Băncii Naționale a României (BNR).
- Din perspectiva macroeconomică, în SUA declinul indicatorilor economici avansați pentru a opta lună la rând în februarie (cu 6,5% an/an) exprimă premise de recesiune pe termen scurt. Totodată, indicatorii de încredere a consumatorilor au evoluat mixt în martie. Pe piața imobiliară ritmul anual al prețurilor caselor a decelerat la 2,5% în ianuarie, minimum din noiembrie 2019. Pe de altă parte, prețurile de consum (PCE) au decelerat la 5,0% an/an în februarie, minimum din septembrie 2021. Nu în ultimul rând, FED a majorat rata dobânzii de referință cu 25 puncte bază la (4,75% - 5,00%) la ședința din martie. Evoluția economiei cu un ritm sub potențial și temperarea presiunilor inflaționiste au determinat scăderea ratei de dobândă la titlurile de stat la 10 ani cu 11,6% între final de februarie și sfârșit de martie, la 3,473% (declin cu 10,5% în 2023). Indicatorul a prezentat o medie de 3,66% în martie, în diminuare cu 2,9% raportat la valoarea din februarie.
- La nivelul Zonei Euro încrederea în economie s-a deteriorat în martie (spre minimum din decembrie). Totodată, comerțul cu amănuntul a scăzut pentru a cincea lună la rând în februarie, din perspectiva an/an. Pe de altă parte, economia a crescut pentru a treia lună consecutiv în martie, conform indicatorului PMI Compozit, evoluție susținută și de temperarea inflației (la 6,9% an/an în martie, minimum din februarie 2022). La a doua ședință de politică monetară din 2023 BCE a majorat rata dobânzii de referință cu 50 puncte bază la 3,50%. La nivelul pieței titlurilor de stat rata dobânzii la 10 ani din Germania a scăzut cu 12,9% între final de februarie și sfârșit de martie la 2,301% (minus 10,2% în 2023). Indicatorul a prezentat o medie de 2,40% în martie, în diminuare cu 0,5% lună/lună.
- Pe plan național se evidențiază ameliorarea încrederii în economie în martie (indicatorul Comisiei Europene la maximum din noiembrie) și creșterea investițiilor străine directe cu peste 30% an/an în ianuarie, evoluții care exprimă premise de continuare a fluxurilor investiționale. Pe de altă parte, comerțul cu amănuntul se ajustează în contextul nivelului ridicat al inflației. Totodată, deficitul bugetar s-a intensificat în primele două luni ale anului curent. Pe piața titlurilor de stat rata de dobândă pe scadența 10 ani a scăzut cu 5,7% între final de februarie și sfârșit de martie la 7,34% (declin cu 10,4% în 2023), evoluție influențată și de cumpărările efectuate de banca centrală pe piața secundară (1,3 miliarde RON). Media lunară a fost 7,46% în martie, în scădere cu 1,1% lună/lună.

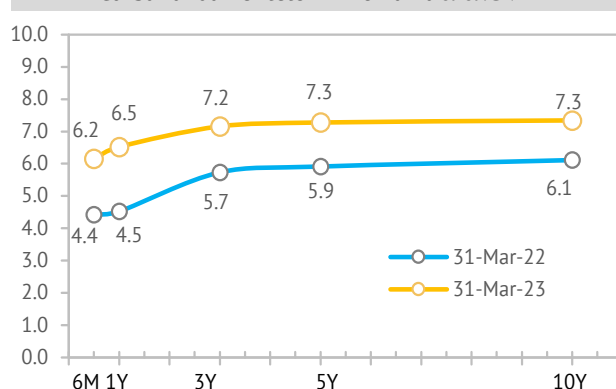
ROBOR 3 luni vs. ROBOR 6 luni (%) sursa: BNR



ROBOR 3 luni vs. EURIBOR 3 luni sursa: Bloomberg



Curba randamentelor în România sursa: BNR



licitații M. Finanțe (martie)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1J9H39WKT4	725.0	28-Apr-36	7.99
RODD24CXRK47	377.0	28-Iul-25	7.27
ROZBOC49U096	674.2	30-Oct-28	7.59
RO0DU3PR9NF9	300.1	24-Feb-38	7.99
RO1JS63DR5A5	649.2	28-Apr-31	7.59
RO7P95F9FNY6	698.8	25-Oct-27	7.26
ROUI63LAZET1	423.4	28-Feb-24	6.70
RO52CQA3C829	646.0	29-Sep-32	7.51
RO0TLVC1MCW4	460.0	25-Noi-24	6.86
ROXL7LT7QZ66	943.0	29-Apr-30	7.32
ROJOLNOCKHR8	575.0	25-Noi-25	7.07
RO1227DBN011	601.0	26-Iul-27	7.15



## Piața valutară

- Cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4,9136 – 4,9491) la BNR în a treia lună a anului curent, evidențiindu-se o tendință de apreciere, spre cel mai ridicat nivel din martie 2022, după cum se poate nota în primul grafic din partea dreaptă.
- La final de martie EUR/RON s-a situat la 4,9491, în creștere cu 0,59% lună/lună, cu 0,03% ytd și cu 0,05% an/an.
- În a treia lună a anului curent EUR/RON a prezentat un nivel mediu de 4,9263, în apreciere cu 0,38% raportat la februarie, dar în depreciere cu 0,44% an/an.

## Piața bursieră

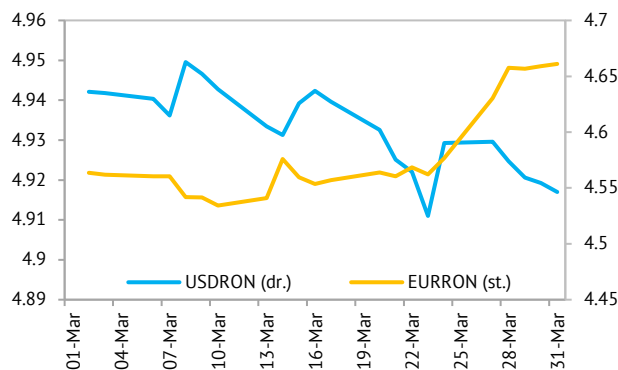
- La nivelul pieței de acțiuni indicele BET a scăzut în martie, evoluție determinată de intensificarea percepției de risc pe piețele financiare internaționale, în contextul turbulențelor din sectorul bancar (american și european).
- Indicele BET s-a situat la 12.111,5 puncte la final de martie, în scădere cu 1,6% comparativ cu nivelul de la sfârșitul lunii februarie (avans cu 3,8% în 2023).
- În martie indicele S&P 500 din SUA a urcat cu o rată lunară de 3,5% la 4.109,3 puncte (plus 7% de la început de an), iar indicele pan-european Stoxx 600 a scăzut cu 0,7% la 457,8 puncte (avans cu 7,8% în 2023).

## Scenariul macroeconomic central

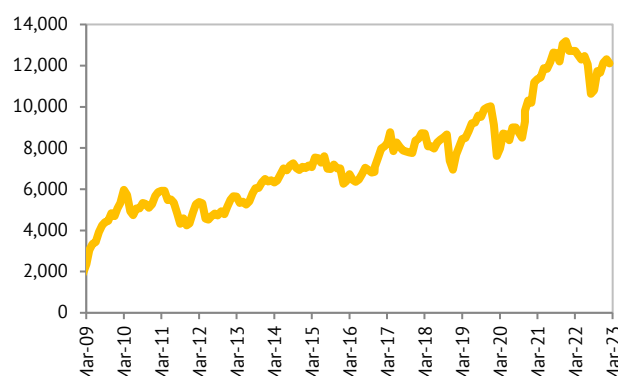
### Economia reală SUA

- Indicatorii macroeconomici comunicați recent au prezentat evoluții predominant nefavorabile, evidențiindu-se declinul productivității muncii pentru al patrulea trimestru consecutiv în T4, cu un ritm anual în intensificare la 1,8%, expresie a alocării ineficiente a resurselor în economie.
- De altfel, indicatorul care măsoară climatul de afaceri din sfera companiilor mici a scăzut cu 0,8 puncte lună/lună la 90,1 puncte în martie (minimul din decembrie 2022, pe fondul persistenței incertitudinilor), perioadă în care încrederea consumatorilor a atins minimul din decembrie 2022, dat fiind că nivelul ridicat al inflației afectează venitul real disponibil al populației.
- Totodată, indicatorii economici avansați au scăzut în februarie spre minimul din februarie 2021.
- Pe de altă parte, economia americană a crescut pentru a doua lună consecutiv în martie, cu un ritm în accelerare, conform indicatorului PMI Compozit (la maximul din mai 2022), evoluție influențată și de temperarea presiunilor inflaționiste – datele publicate de Departamentul Muncii indică creșterea prețurilor de consum cu 5% an/an în martie, cel mai redus nivel din aprilie 2021.
- Cele mai recente previziuni macroeconomice agregate de Bloomberg exprimă premise de creștere pentru prima economie a lumii cu dinamici anuale de 1,2% în 2023, 0,8% în 2024, respectiv 2,0% în 2025.
- În scenariul Bloomberg investițiile productive ar putea să scadă cu 2,7% an/an în 2023, pe fondul ajustărilor așteptate la nivelul companiilor pentru ameliorarea productivității.
- Pe de altă parte, conform Bloomberg investițiile productive se vor redinamiza la 1,1% an/an în 2024, respectiv 3,6% an/an în 2025.
- Pentru consumul privat (principala componentă a PIB-ului SUA și, totodată, motorul economiei mondiale) previziunile Bloomberg indică creștere cu rate anuale de 1,5% în 2023, 1,0% în 2024, respectiv 2,0% în 2025.
- Consumul governmental ar putea urca cu rate anuale de 1,8% în 2023, 1,0% în 2024, respectiv 1,0% în 2025 în scenariul Bloomberg.
- Subliniem faptul că în acest scenariu contribuția exportului net la ritmul anual de creștere economică se va ameliora în trimestrele următoare.
- Astfel, exporturile americane s-ar putea majora cu dinamici anuale de 3,0% în 2023, 1,6% în 2024, respectiv 3,0% în 2025.
- Pentru importurile totale prognozele Bloomberg exprimă ritmuri anuale de -1,2% în 2023, 1,4% în 2024, respectiv 3,2% în 2025.
- Pentru rata medie anuală a șomajului previziunile Bloomberg indică creștere de la 3,6% în 2022 la 3,9% în 2023 și 4,6% în 2024, urmată de scădere la 4,4% în 2025.

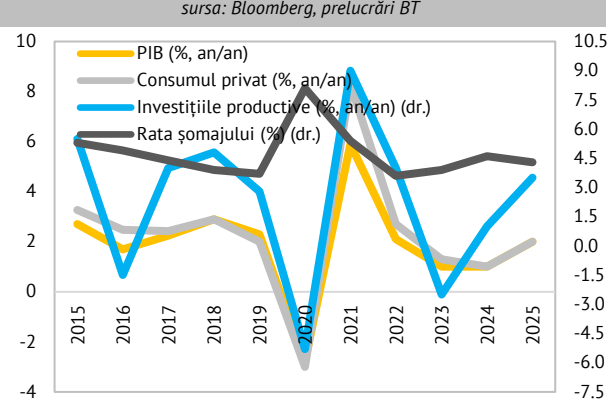
Cursul de schimb (RON fixing) sursa: BNR



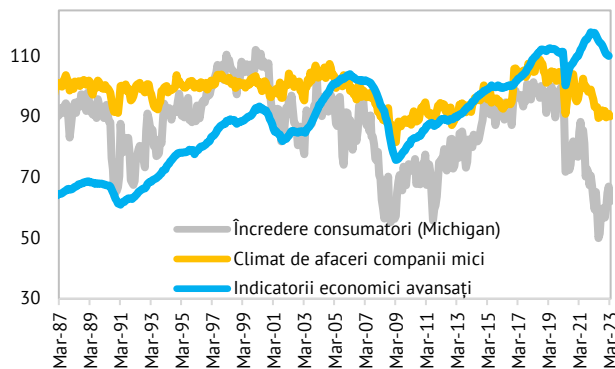
Indicele BET (valori lunare) sursa: Bloomberg



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



Indicatori de încredere în economia SUA sursa: Bloomberg, prelucrări BT

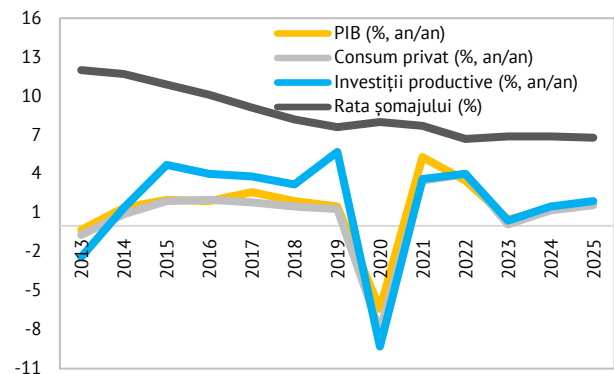


## Zona Euro

- Indicatorii economici comunicați recent au evoluat mixt, în contextul fragmentării fluxurilor economice mondiale, provocărilor bancare și politicilor economice.
- Se evidențiază creșterea economiei regiunii pentru a treia lună consecutiv în martie, cu un ritm în accelerare, indicatorul PMI Compozit (estimat de Markit Economics) urcând cu o rată lunară de 2,1 puncte, la 54,1 puncte, nivelul maxim din mai 2022.
- Pe de altă parte, indicatorul de încredere în economie (estimat de Comisia Europeană) a scăzut cu 0,3 puncte lună/lună la 99,3 puncte în martie, minimul din decembrie 2022.
- Analiza indicatorilor economici coincidenți (*pe medie mobilă de 12 luni*) evidențiază creșterea producției industriale din regiune pentru a 22-a lună consecutiv în februarie, dar cu o dinamică anuală în decelerare la 2,0%, cea mai slabă evoluție din aprilie 2021, după cum se poate observa în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Totodată, construcțiile (sector intensiv în capital și forță de muncă) au crescut pentru a 22-a lună consecutiv în ianuarie, dar cu o dinamică anuală în temperare la 2,2%, cel mai redus ritm din aprilie 2021.
- Pe de altă parte, comerțul cu amănuntul a scăzut pentru a doua lună consecutiv în februarie, cu 0,8% an/an, cea mai slabă evoluție din februarie 2021.
- În sfera pieței forței de muncă climatul pozitiv s-a consolidat la începutul anului curent, rata șomajului menținându-se la nivelul minim istoric de 6,6% în februarie.
- Conform celor mai recente prognoze agregate de Bloomberg (și evidențiate în primul grafic din partea dreaptă) economia Zonei Euro ar putea crește cu dinamici anuale în accelerare de la 0,6% în 2023 la 1,0% în 2024, respectiv 1,6% în 2025.
- Scenariul are la bază perspectivele de redinamizare a fluxurilor investiționale, pe fondul nivelului accesibil al costurilor reale de finanțare și implementării programelor lansate de Uniunea Europeană după incidența pandemiei coronavirus.
- Investițiile productive s-ar putea majora cu ritmuri anuale de 1,1% în 2024 (în redinamizare după declinul cu 0,5% an/an din 2023) și 2,0% în 2025, cu impact de antrenare în economie.
- Pentru consumul privat (principală componentă a PIB) previziunile Bloomberg exprimă creștere cu rate anuale de 0,2% în 2023 la 1,2% în 2024 și 1,5% în 2025.
- În scenariul Bloomberg consumul guvernamental din regiune s-ar putea majora cu dinamici anuale de 1,1% în 2023, 1,1% în 2024, respectiv 1,1% în 2025.
- La nivelul cererii externe nete previziunile Bloomberg exprimă perspective de creștere pentru exporturile totale (bunuri și servicii) cu ritmuri anuale de 2,5% în 2023, 2,7% în 2024 și 2,9% în 2025.
- Importurile ar putea urca an/an cu 2,0% în 2023, 2,7% în 2024 și 3,2% în 2025.
- Nu în ultimul rând, la nivelul pieței forței de muncă rata medie anuală a șomajului din Zona Euro s-ar putea majora de la 6,7% în 2022 la 6,9% în 2023, 2024 și 2025.

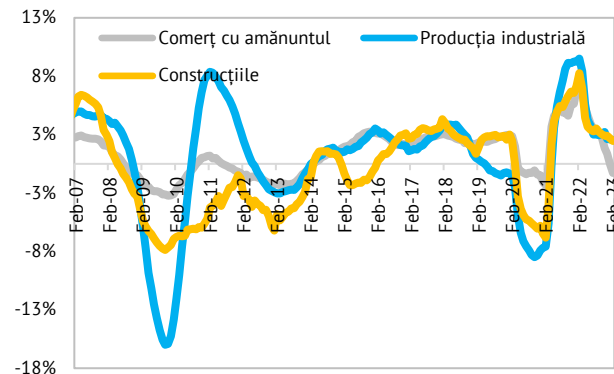
### Previziuni indicatori macroeconomici Zona Euro

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



### Industrie, construcții, comerț cu amănuntul (MA12, an/an)

sursa: Eurostat, prelucrări BT

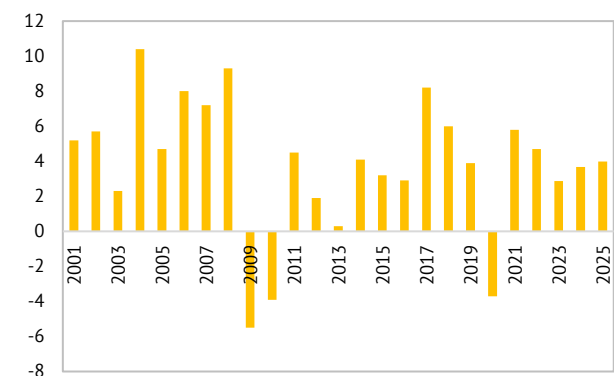


## România

- Am actualizat scenariul macroeconomic central pe termen scurt și mediu pe economia României prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor macro-financiari, mondiali, europeni, regionali și interni, inclusiv estimările provizorii (2) privind dinamica PIB-ului și componentelor din trimestrul IV și întreg anul 2022.
- Previziunile macroeconomice actualizate exprimă perspective de consolidare a procesului de relansare economică post-pandemie în trimestrele următoare, pe fondul continuării fluxurilor investiționale în economie, în contextul implementării programelor Uniunii Europene și nivelului accesibil al costurilor reale de finanțare.

### Prognoze pentru ritmul anual al PIB (%)

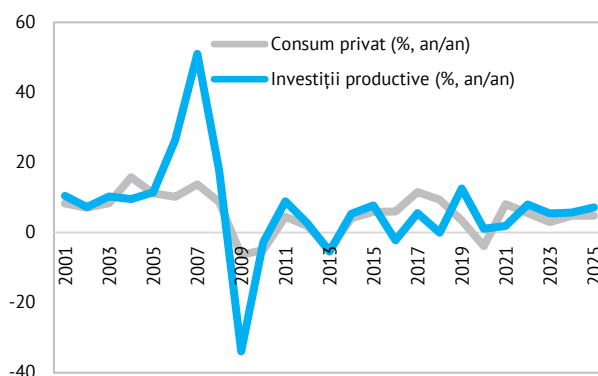
sursa: BT, utilizând datele Eurostat



- Astfel, conform noilor previziuni economia României ar putea crește cu ritmuri anuale de 2,9% în 2023 (decelerare de la 4,7% în 2022), 3,7% în 2024, respectiv 4,0% în 2025, aspect evidențiat în ultimul grafic pe pagina anterioară.
- Scenariul este susținut de perspectivele de continuare a ciclului investițional post-pandemie, pe fondul premiselor de implementare a programelor lansate de Uniunea Europeană după incidența crizei sanitare și de diminuare a costurilor nominale de finanțare (în contextul temperării presiunilor inflaționiste).
- De asemenea, fenomenul de *nearshoring* și nivelul ridicat de încredere pe care capitalul străin îl are în potențialul de creștere și dezvoltare pe termen mediu sunt factori care susțin continuarea ciclului investițional post-pandemie.
- Conform previziunilor actualizate investițiile productive ar putea să crească cu rate anuale în accelerare de la 5,5% în 2023 la 5,8% în 2024, respectiv 7,2% în 2025, cu impact de antrenare în economie.
- În scenariul actualizat, consumul privat (principala componentă a PIB) s-ar putea majora cu dinamici anuale de 2,9% în 2023 (în decelerare de la 5,5% în 2022, dat fiind că nivelul ridicat al inflației are impact nefavorabil pentru venitul real disponibil al populației), 4,8% în 2024 și 4,8% în 2025 (date fiind perspectivele de convergență a inflației spre nivelul țintit de banca centrală).
- Pentru consumul public previziunile actualizate indică creșteri cu dinamici anuale de 3,3% în 2023 și 4,5% în 2024 și 2025, într-o evoluție susținută de implementarea programelor europene.
- La nivelul cererii externe nete noile prognoze exprimă perspective de evoluție pentru exporturile și importurile totale cu ritmuri medii anuale de 6,0%, respectiv 7,7% în perioada 2023-2025, după cum se poate observa în doilea grafic alăturat.
- Nu în ultimul rând, pe piața forței de muncă previzionăm consolidarea ratei medii anuale a șomajului la 5,6% în perioada 2023-2025, după cum se poate observa în ultimul grafic din partea dreaptă.
- Atragem atenția cu privire la factorii de risc pentru evoluția economiei naționale în perioada următoare: incertitudinea din sfera macro-financiară mondială, inclusiv ca urmare a persistenței tensiunilor geo-politice; deciziile de politică economică pe plan intern (mai ales ritmul reformelor structurale); modificările climatice.

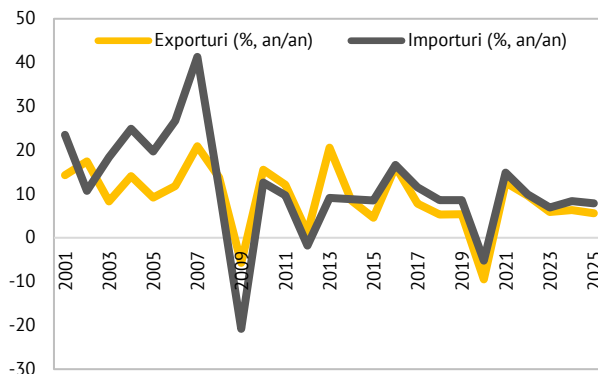
### Consum privat vs. investiții productive

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat



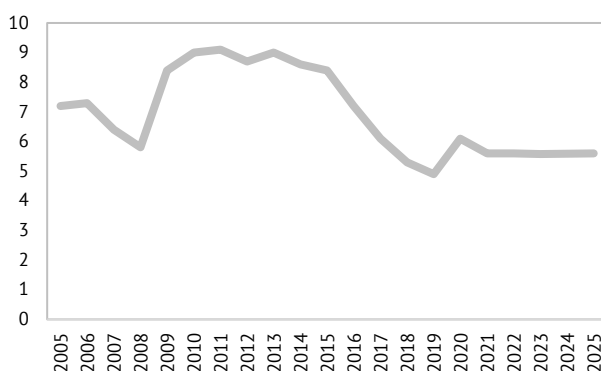
### Exporturile vs. importurile

sursa: previziuni BT pe baza datelor Eurostat



### Rata șomajului din România (%)

sursa: previziuni BT, utilizând date Eurostat



## Economia financiară SUA

- În ceea ce privește prețurile de consum din prima economie a lumii (pe indicatorul PCE agreat de FED) previziunile Bloomberg arată temperarea ritmului anual de la 6,3% în 2022 la 3,9% în 2023, 2,5% în 2024, respectiv 2,1% în 2025.
- Conform acestui scenariu, prețurile de consum pe segmentul core ar putea crește cu rate medii anuale în temperare de la 5,0% în 2022 la 4,0% în 2023, 2,5% în 2024, respectiv 2,0% în 2025.
- Am actualizat prognozele pentru dinamica prețurilor de consum din SUA (pe indicatorul PCE) prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor macro-financiari.

Previziunile revizuite indică perspectiva creșterii prețurilor de consum din SUA cu dinamici anuale în decelerare de la 6,3% în 2022 la 4,1% în 2023, 3,1% în 2024, respectiv 3,0% în 2025, după cum se poate observa în primul grafic din partea dreaptă.

Scenariul este susținut de perspectivele de disipare a impactului șocurilor din sfera ofertei și de evoluția economiei cu un ritm inferior componentei tendință pe termen scurt.

Date fiind previziunile pentru evoluția prețurilor de consum și activității economice din trimestrele următoare, precum și turbulențele din sectorul bancar (cu riscuri la adresa stabilității financiare) apreciem că este ridicată probabilitatea ca banca centrală din SUA să fie foarte aproape de finalul ciclului de majorare a ratei de dobândă de referință.

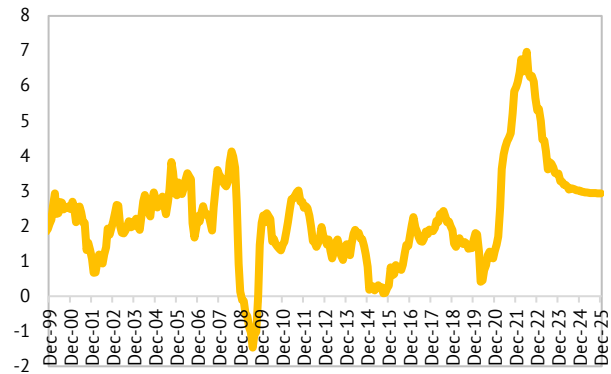
- De altfel, previziunile de primăvară ale Rezervei Federale exprimă faptul că rata efectivă de dobândă de politică monetară s-ar putea diminua de la 5,1% la final de 2023, la 4,3% la sfârșitul anului 2024 și 3,1% la finele anului 2025.
- Cu alte cuvinte, am putea asista la recalibrarea politicii monetare din SUA în trimestrele următoare, cu o probabilitate în creștere ca acest proces să fie în 2023, condiționat de temperarea mai pronunțată a inflației și de persistența percepției de risc la un nivel ridicat pe piețele financiare internaționale.

## Zona Euro

- Conform celor mai recente prognoze macroeconomice agregate de Bloomberg (și reprezentate în al treilea grafic alăturat) economia Zonei Euro ar putea crește cu ritmuri anuale de 0,6% în 2023, 1,0% în 2024, respectiv 1,6% în 2025.
- În scenariul Bloomberg prețurile de consum din regiune ar putea urca cu ritmuri medii anuale în decelerare de la 8,4% în 2022 la 5,6% în 2023, 2,5% în 2024, respectiv 2,2% în 2025.
- Am revizuit previziunile pentru evoluția prețurilor de consum din regiune prin încorporarea datelor comunicate de Eurostat în aprilie.
- Prognozele actualizate exprimă perspectiva creșterii prețurilor de consum cu dinamici medii anuale în temperare de la 8,4% în 2022 la 6,1% în 2023, 4,4% în 2024 și 4,4% în 2025.
- În ceea ce privește politica monetară, considerăm că este ridicată probabilitatea ca Banca Centrală Europeană (BCE) să majoreze din nou ratele de dobândă la ședința de politică monetară din mai (a treia din acest an).
- Cu toate acestea, atragem atenția cu privire la faptul că am putea asista la o diminuare a ritmului de majorare a ratei de dobândă, de la 50 puncte bază la 25 puncte bază, în contextul persistenței factorilor de risc (cu impact pentru ritmul activității economice) și perspectivelor de consolidare a tendinței de decelerare pentru dinamica anuală a prețurilor de consum (în convergență spre nivelul țintit).

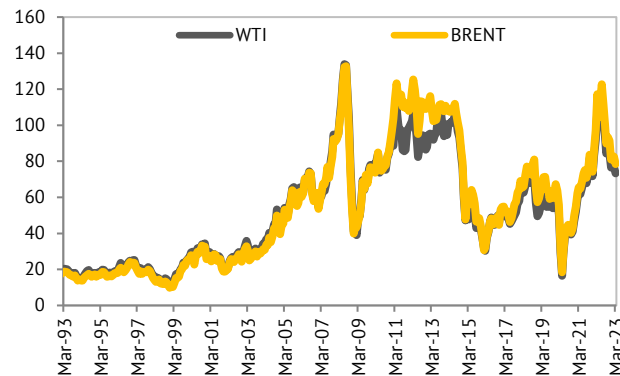
### Dinamica prețurilor de consum în SUA (% an/an)

sursa: previziuni BT, pe baza datelor FED



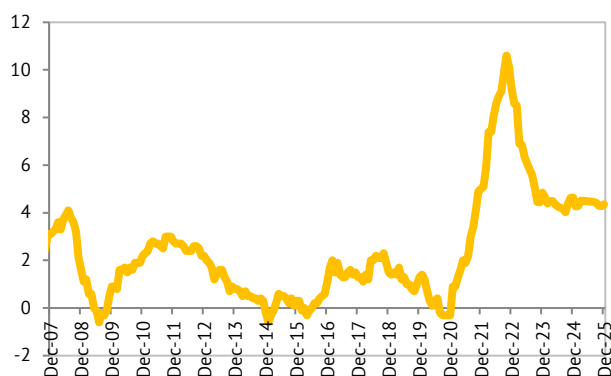
### Cotații internaționale la țiței (dolari/baril)

sursa: Bloomberg



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

sursa: previziuni BT, pe baza datelor Eurostat

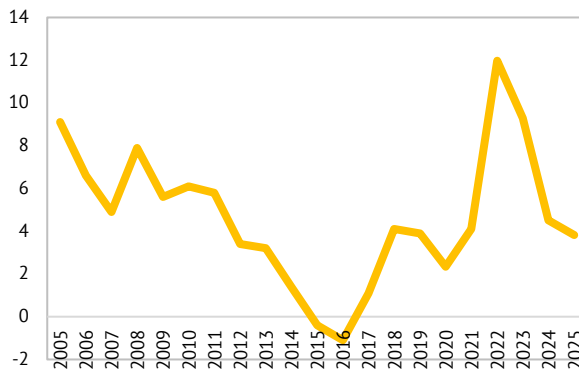


## România

- Am revizuit prognozele pentru evoluția prețurilor de consum pe termen scurt și mediu prin încorporarea celor mai recente dinamici ale indicatorilor din sferele reală și financiară ale economiei, din planurile mondial, european, regional și intern, inclusiv a datelor cu privire la ritmul prețurilor de consum din luna martie și trimestrul I din anul curent.
- Conform previziunile actualizate, prețurile de consum (pe indicele armonizat UE) ar putea crește cu dinamici medii anuale în decelerare de la 12,0% în 2022 la 9,3% în 2023, 4,5% în 2024, respectiv 3,8% în 2025, aspect evidențiat în primul grafic din partea dreaptă.
- Cu alte cuvinte, în acest scenariu ritmul anual al prețurilor de consum din România a schimbat tendința, de la una de accelerare la una de decelerare, evoluție determinată de disiparea graduală a impactului șocurilor din sfera ofertei și dinamica economiei cu un ritm sub potențial.
- Având în vedere perspectivele pentru evoluția prețurilor de consum și activității economice în trimestrele următoare considerăm că este foarte ridicată probabilitatea ca banca centrală să mențină rata de dobândă de referință la ședințele următoare de politică monetară.
- Totodată, apreciem că banca centrală ar putea iniția un proces de reducere a ratei de dobândă de politică monetară în a doua jumătate din 2023, condiționat de o decelerare mai pronunțată a ritmului anual al prețurilor de consum.

### Prețurile de consum în România (IAPC) (% an/an)

sursa: previziuni BT, pe baza datelor Eurostat

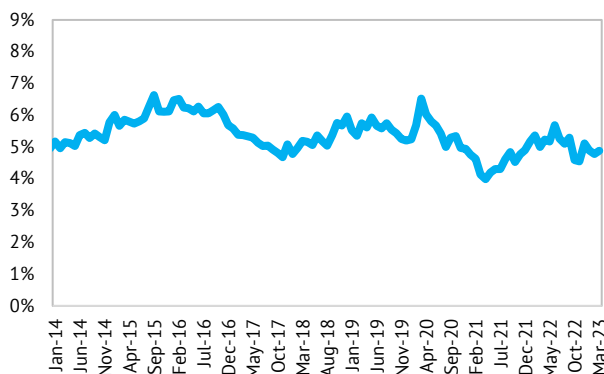


## Piețele financiare SUA

- Climatul din piețele financiare internaționale s-a ameliorat pe parcursul ultimelor săptămâni, într-un context caracterizat prin temperarea presiunilor inflaționiste, ajustările cotațiilor la materii prime, redeschiderea economiei Chinei, sezonul de raportări financiare trimestriale.
- Astfel, în prezent indicii bursieri din SUA se tranzacționează în apropiere de cele mai ridicate niveluri din prima jumătate a lunii februarie.
- Se poate spune că piața de acțiuni prezintă un grad ridicat de rezistență la turbulențele din sectorul bancar din SUA și Elveția.
- De altfel, privind în perspectiva istorică, prima de risc pe piața de acțiuni din SUA continuă să se poziționeze sub nivelul mediu din perioada 2008-2023, după cum se poate observa în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Pe de altă parte, atragem atenția cu privire la faptul că economia SUA se confruntă cu un proces de ajustare în prezent, în contextul alocării ineficiente a resurselor pe parcursul ultimelor trimestre, aspect reflectat de scăderea productivității muncii în 2022 cu cel mai sever ritm din 1974.
- Astfel, investițiile productive din prima economie a lumii au scăzut pentru al patrulea trimestru consecutiv în T1 2023, cu o dinamică anuală în intensificare la 3,2%, conform primelor estimări ale Departamentului Comerțului.
- Pentru perioada imediat următoare ne așteptăm la o evoluție a pieței financiare din SUA influențată de:
  - măsurile de politică economică (mai ales semnalele din sfera politicii monetare, precum și ritmul implementării programelor anunțate de Administrație);
  - tensiunile geo-politice și geo-economice – confruntarea totală cu China;
  - informațiile din sfera companiilor listate;
- Astfel, după terminarea sezonului de raportări financiare pe primul trimestru din acest an este posibil să asistăm la o undă de corecție pe piața de acțiuni din SUA, în contextul perspectivelor de deteriorare a climatului din piața forței de muncă și de creștere a costurilor reale de finanțare (inclusiv ca urmare a decelerării inflației).

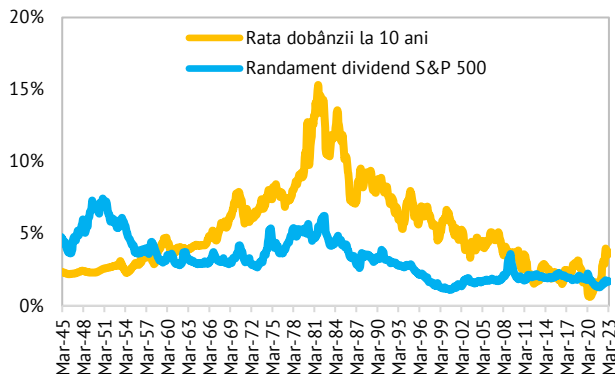
### Prima de risc pe piața de acțiuni din SUA

surse: Damodaran, prelucrări BT



### Randament dividend vs. rata dobânzii la 10 ani în SUA

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



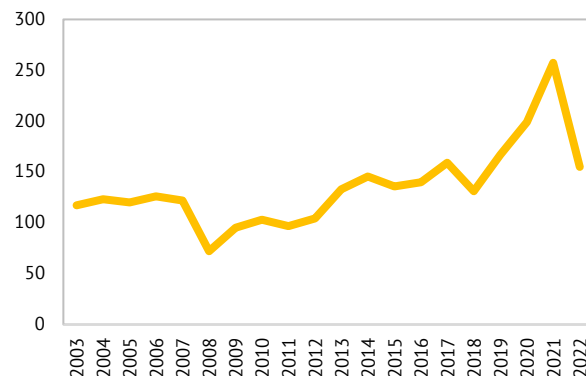
- Cu toate acestea, piața de acțiuni din SUA are potențial de creștere în trimestrele următoare, perspectivă susținută de:
  1. redinamizarea investițiilor productive începând cu semestrul II, cu impact la nivelul climatului din piața forței de muncă și pentru rezultatele financiare ale companiilor;
  2. reducerea presiunilor inflaționiste, cu impact la nivelul așteptărilor privind deciziile de politică monetară ale Rezervei Federale;
  3. nivelul scăzut al raportului capitalizare bursieră / PIB (155% la final de 2022), comparativ cu media ultimilor cinci ani (181,9%).

## Zona Euro

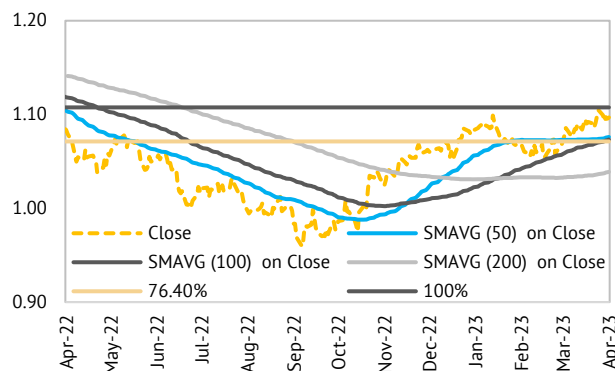
- Apreciem că piața financiară din regiune a prezentat un grad ridicat de rezistență la provocările din sfera economiei reale și la nivelul sectorului bancar European (cazul Credit Suisse).
- Astfel, indicele pan-european EuroStoxx 600 a crescut cu 7,8% în trimestrul I (dinamică superioară celei înregistrate de indicele S&P 500 din SUA), iar în prezent indicele DAX din Germania (prima economie a regiunii) se tranzacționează în zona maximelor de la începutul anului 2022.
- Considerăm că piața financiară din Zona Euro va prezenta o evoluție în perioada următoare dependentă de climatul macro-financiar mondial (SUA și China, primele două blocuri economice ale lumii, care generează un PIB cumulat de peste 40 trilioane dolari în prezent), deciziile și semnalele de politică monetară, măsurile implementate la nivelul Uniunii Europene, dinamica cotațiilor la materii prime și tensiunile geo-politice mondiale și regionale.
- La nivelul pieței monetare ne așteptăm la o consolidare a ratelor de dobândă, pe fondul perspectivelor de apropiere de final a ciclului de normalizare a ratei de dobândă de referință de către Banca Centrală Europeană.
- În ceea ce privește piața titlurilor de stat previzionăm o evoluție a ratei de dobândă pe scadența 10 ani din Germania dependentă de dinamica curbei randamentelor în SUA și semnalele de politică monetară ale Băncii Centrale Europene.
- Pentru piața de acțiuni din regiune considerăm că sunt posibile ajustări pe termen foarte scurt (după terminarea sezonului de raportări financiare pe T1), dar atragem atenția cu privire la potențial de creștere în trimestrele următoare, perspectivă susținută și de factori precum:
  1. nivelul redus al raportului capitalizare bursieră / PIB (în 2022 acesta s-a situat la 45,4% în Germania, nivelul minim din 2018);
  2. atractivitatea acțiunilor în raport cu randamentele oferite de titluri de stat, mai ales în contextul nivelului încă ridicat al presiunilor inflaționiste;
  3. premisele de implementare de noi măsuri la nivelul Uniunii Europene pentru a face față provocărilor determinate de confruntarea economică totală SUA-China.
- Pe piața valutară analiza tehnică exprimă perspectiva fluctuației cursului EUR/RON în intervalul (1,0727 – 1,1223) pe termen foarte scurt.
- Printre factorii de risc pentru evoluția piețelor financiare europene în perioada imediat următoare menționăm: climatul macro-financiar internațional; deciziile și semnalele de politică economică (îndeosebi monetară) la nivel regional; tensiunile geo-politice; modificările climatice.

### Capitalizare bursieră/PIB în SUA (%)

surse: Bloomberg, prelucrări BT

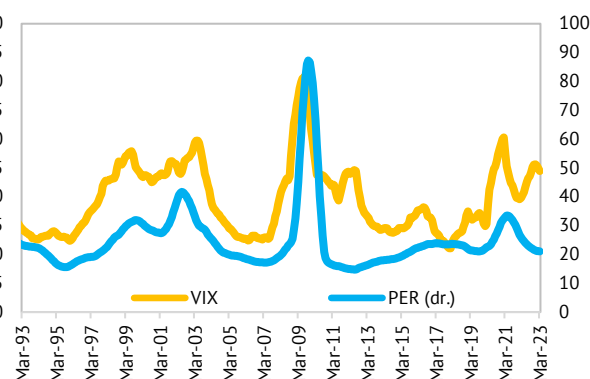


### Cursul EUR/USD sursa: Bloomberg



### VIX vs. PER indicele S&P 500

surse: Bloomberg, prelucrări BT



- Am actualizat prognozele pentru dimensiunea financiară a economiei naționale prin încorporarea celor mai recente dinamici ale indicatorilor macro-financiari, într-o perspectivă de la economia mondială la economia internă.
- În scenariul macroeconomic actualizat prețurile de consum din România (pe indicele armonizat UE) ar putea crește cu ritmuri medii anuale în decelerare de la 12,0% în 2022 la 9,3% în 2023, 4,5% în 2024, respectiv 3,8% în 2025.
- Altfel spus, previzionăm temperarea ritmului anual al prețurilor de consum în perioada următoare, în convergență spre intervalul țintă al băncii centrale (1,5% - 3,5%).
- Acest scenariu este susținut de perspectivele de disiparea graduală a impactului șocurilor din sfera ofertei, măsurile implementate pentru contracararea dinamicilor din piața de energie, fluctuațiile cotațiilor internaționale la materii prime și perspectivele de evoluție a economiei cu un ritm inferior celui potențial.
- Conform prognozelor revizuite rata anuală a prețurilor de consum a schimbat tendința, de la una de accelerare la una de decelerare și se va situa sub pragul de 10% începând cu al doilea semestru din 2023.
- Având în vedere previziunile pentru evoluția economiei reale și pentru dinamica prețurilor de consum pe termen scurt și mediu apreciem că este ridicată probabilitatea ca BNR să recalibreze politica monetară în a doua jumătate a anului curent.
- În scenariul revizuit rata de dobândă de politică monetară s-ar putea situa la 6,00% la final de 2023, 5,00% la finele anului 2024 și 4,00% la sfârșit de 2025.
- Prin urmare, este ridicată probabilitatea ca ratele de dobândă din sfera pieței monetare să se consolideze pe tendința descrescătoare în trimestrele următoare.
- În sfera pieței titlurilor de stat prognozele actualizate indică niveluri medii anuale pentru rata de dobândă pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) în scădere de la 7,6% în 2022 la 7,1% în 2023, 6,2% în 2024, respectiv 5,6% în 2025, după cum se poate observa în graficul din partea dreaptă.
- Acest scenariu are la bază premisele de decelerare pentru dinamica anuală a PIB-ului nominal în trimestrele următoare, pe fondul temperării presiunilor inflaționiste și evoluției economiei reale cu un ritm sub potențial.
- La nivelul pieței valutare prognozele actualizate confirmă perspectiva consolidării tendinței de apreciere graduală pentru cursul mediu anual EUR/RON, de la 4,93 în 2022 la 4,96 în 2023, 4,99 în 2024, respectiv 5,01 în 2025, după cum se poate observa în ultimul grafic alăturat.
- În încheierea acestui raport atragem atenția cu privire la factorii de risc pentru evoluția dimensiunii financiare a economiei României pe termen scurt și mediu: fluctuația percepției de risc pe piețele financiare internaționale, deciziile interne de politică economică în context pre-electoral și de persistență a tensiunilor geopolitice regionale; turbulențele din sectoarele bancar american și european; modificările climatice.

dr. Andrei Rădulescu

Director Analiză Macroeconomică, Banca Transilvania

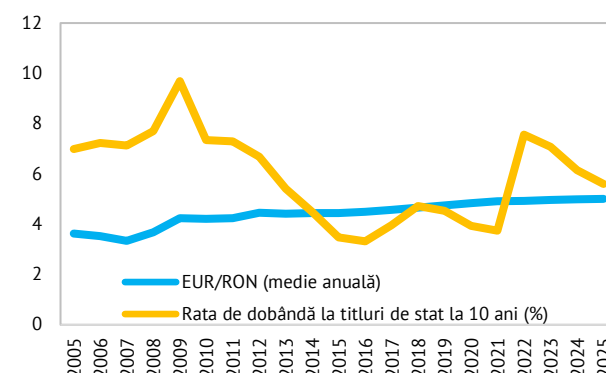
[research@bancatransilvania.ro](mailto:research@bancatransilvania.ro)

licitații M. Finanțe (aprilie)	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Apr-23	690	Titluri	29-Sep-32
06-Apr-23	575	Titluri	24-Feb-38
06-Apr-23	690	Titluri	29-Apr-30
10-Apr-23	575	Titluri	28-Oct-26
13-Apr-23	500	Certificate	27-Mar-24
20-Apr-23	805	Titluri	28-Apr-31
20-Apr-23	575	Titluri	26-Jan-28
24-Apr-23	805	Titluri	29-Apr-30
24-Apr-23	805	Titluri	28-Apr-36
27-Apr-23	805	Titluri	30-Oct-28
27-Apr-23	805	Titluri	29-Sep-32

titluri de stat în circulație	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO53F6J1MOK3	402.0		Iul-23
ROUI63LAZET1	450.7		Feb-24
ROGSHSTVFMX2	13,671.0	3.25	Iun-26
RO7P95F9FNY6	11,585.5	2.50	Oct-27
RO07A2H5YIN8	14,231.6	6.70	Feb-32

	Cursul de schimb EUR/RON			
	Min	Medie	Max	Mediana
2021	4.8691	4.92	4.9495	4.93
2022	4.8215	4.93	4.9492	4.94
2023	4.8858	4.96	4.9702	4.95
2024	4.9470	4.99	4.9905	4.99
2025	4.9584	5.01	5.0569	5.01

**Rata dobânzii la 10 ani vs. cursul EUR/RON**  
sursa: BNR, previziuni BT



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](#).