

Semnale de recalibrare a politicii monetare

28 decembrie 2023

Evoluții macroeconomice recente

- Economia mondială a resimțit la final de 2023 fragmentarea fluxurilor economice internaționale, nivelurile ridicate ale costurilor de finanțare și persistența tensiunilor geo-politice.
- Astfel, economia lumii a crescut cu un ritm lent în noiembrie (după stagnarea din octombrie) (conform indicatorului PMI Compozit), pe fondul ajustării comerțului internațional și epuizării economisiri din perioada pandemiei.
- Economia SUA (prima din lume, cu o dimensiune nominală de peste 27,6 trilioane dolari) a crescut cu un ritm anual în accelerare la 2,9% în T3, dar într-un context caracterizat prin dinamica lentă a investițiilor productive. Pe de altă parte, indicatorii economici avansați au continuat să scadă în noiembrie, evoluție care contribuie la intensificarea riscului de recesiune în 2024.
- La nivelul Chinei (a doua economie a lumii, cu un PIB nominal de 17,8 trilioane USD) producția industrială și comerțul cu amănuntul au crescut cu ritmuri anuale în accelerare în noiembrie, perioadă în care soldul comercial s-a ameliorat.
- Pe de altă parte, economia Zonei Euro (principalul partener economic al României) a continuat să scadă în noiembrie. Cu toate acestea, ameliorarea încrederii consumatorilor și a încrederii investitorilor în decembrie exprimă perspective mai bune pentru evoluția economiei în 2024.
- În România ritmul anual de creștere economică a decelerat la 1,4% în perioada ianuarie – septembrie, dar se evidențiază continuarea ciclului investițional post-pandemie (formarea brută de capital fix în urcare cu 10,7% an/an), pe fondul implementării programelor europene pentru dezvoltarea infrastructurii critice și negocierilor de aderare la Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică.
- Climatul din piețele financiare internaționale s-a ameliorat pe finalul anului 2023, evoluție determinată, în principal, de semnalele de recalibrare a politicii monetare lansate de Rezerva Federală (FED) în perioada recentă (piața anticipează ca banca centrală din SUA să reducă rata de dobândă de referință în luna martie 2024).

Scenariul macroeconomic central

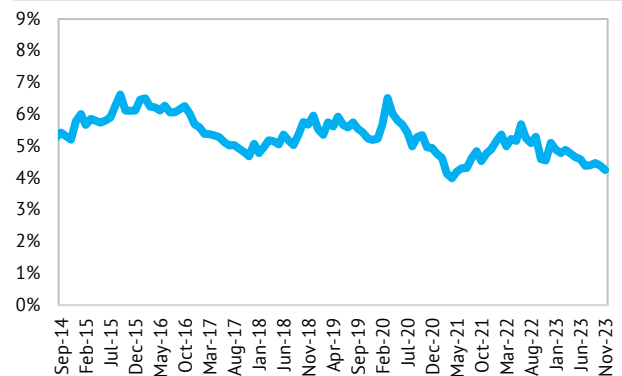
- Am revizuit prognozele pentru evoluția economiei naționale în trimestrele următoare, prin încorporarea celor mai recente dinamici ale indicatorilor macro-financiar, din planurile mondial, european, regional și intern.
- Conform noilor prognoze PIB-ul s-ar putea majora cu dinamici anuale de 2,1% în 2023, 2,9% în 2024 și 3,5% în 2025.
- Această perspectivă este susținută de continuarea ciclului investițional post-pandemie, pe fondul implementării programelor europene pentru dezvoltarea infrastructurii critice, fenomenului de **nearshoring** și negocierilor de aderare la Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE).
- Astfel, pentru formarea brută de capital fix previzionăm creștere cu dinamici anuale de 10,8% în 2023, 5,8% în 2024 și 7,5% în 2025.
- În scenariul actualizat consumul privat (principală componentă a PIB) ar putea urca cu rate anuale de 2,1% în 2023, 0,8% în 2024 și 3,8% în 2025.
- La nivelul consumului public noile previziuni indică creștere cu dinamici anuale de 2,4% în 2023 și 3,5% în 2024 și 2025.
- Pentru exporturile totale (bunuri și servicii) previziunile revizuite exprimă majorare cu rate anuale de 0,3% în 2023, 3,9% în 2024 și 4,9% în 2025.
- Importurile totale (bunuri și servicii) s-ar putea ajusta cu 1,4% an/an în 2023 și majora cu ritmuri anuale de 3,0% în 2024 și 7,5% în 2025.
- În sfera pieței forței de muncă prognozăm o rată medie anuală a șomajului de 5,5% în perioada 2023-2025.
- Atragem atenția cu privire la incertitudinile pentru dinamica economiei naționale pe termen scurt și mediu: evoluțiile macro-financiare internaționale (inclusiv posibilitatea unei ajustări pe piețele de acțiuni), acumularea de semnale de decelerare pentru ritmul anual al PIB-ului în SUA și China, climatul economic dificil din Zona Euro, tensiunile geo-politice, modificările climate și mix-ul intern de politici economice în context electoral.

Structura PIB	2020 (%)	2021 (%)	2022 (%)
Consum privat	61.1	61.5	63.4
Consum public	18.7	17.9	16.8
Investiții productive	23.5	24.3	24.9
Exporturi	36.9	40.6	43.0
Importuri	41.2	46.3	49.8

Macro indicatori	Perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T3/2023	1.10	-
rata inflației IPC	Noi-2023	6.72	-
rata șomajului	Oct-2023	-	5.40
rata dobânzii de politică monetară	din 11-Ian-2023	-	7.00
ROBOR (IRCC)	T2/2023	-	5.96

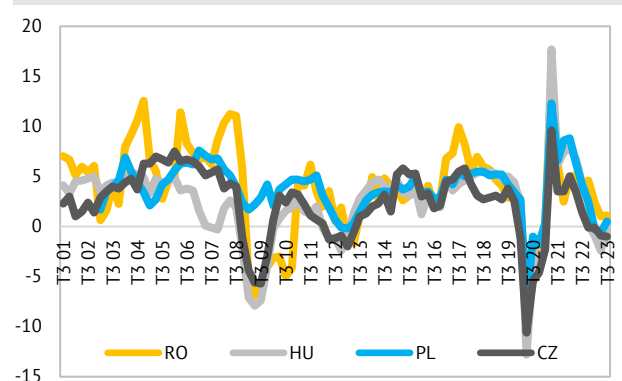
Prima de risc pe piața de acțiuni din SUA

sursa: Damodaran, prelucrări BT



Evoluția PIB-ului (% an/an)

sursa: Bloomberg, prelucrări BT



Scenariul macroeconomic central

Indicator / an	2021	2022	2023	2024	2025
PIB nominal (miliarde EUR)	241.6	285.9	322.6	346.6	376.6
PIB real (% an/an)	5.7	4.6	2.1	2.9	3.5
Consum privat (% an/an)	7.2	6.9	2.1	0.8	3.8
Investiții productive (% an/an)	2.9	5.6	10.8	5.8	7.5
Consum public (% an/an)	1.8	3.1	2.4	3.5	3.5
Exporturi (% an/an)	12.6	9.6	0.3	3.9	4.9
Importuri (% an/an)	14.8	9.9	-1.4	3.0	7.5
Rata șomajului (%)	5.6	5.6	5.5	5.5	5.5
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	4.1	12.0	9.8	4.9	4.0
Rata de dobândă de referință (%)	1.75	6.75	7.00	6.00	4.50
Deficit bugetar (% PIB) (ESA)	7.2	6.3	5.6	4.7	4.2
Contul curent (% PIB)	-7.2	-9.1	-5.7	-4.6	-5.3
Rata de dobândă titluri 10 ani (medie anuală) (%)	3.7	7.6	7.0	6.0	5.8
EUR/RON (medie anuală)	4.92	4.93	4.95	5.04	5.07

Surse: Eurostat, BNR, previziuni BT

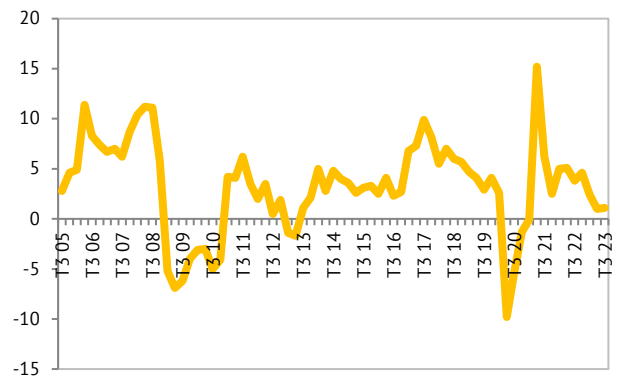
Evoluții recente Activitatea economică

- Estimările provizorii (1) comunicate de Institutul Național de Statistică (INS) pe 7 decembrie indică creșterea economiei României pentru al doilea trimestru consecutiv în T3, cu un ritm trimestrial în decelerare la 0,9%.
- Din perspectiva an/an PIB-ul s-a majorat pentru al zecelea trimestru la rând în T3, cu o rată în accelerare la 1,1%.
- Se evidențiază contribuția cererii externe nete cu 2,1 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei din trimestrul III, dat fiind că exporturile au scăzut cu 2,7% an/an, iar importurile s-au ajustat cu 6,7% an/an.
- Pe de altă parte, cererea internă a avut o contribuție nefavorabilă la dinamica anuală a economiei din trimestrul III, de -1 punct procentual, pe fondul evoluției variației stocurilor (-4,8 puncte procentuale).
- Totodată, consumul public a prezentat o evoluție nefavorabilă la ritmul anual al PIB-ului trimestrul trecut, de -0,4 puncte procentuale.
- La polul opus, se evidențiază continuarea ciclului investițional post-pandemie în T3, formarea brută de capital fix urcând cu 12,0% an/an.
- În perioada ianuarie – septembrie 2023 economia a crescut cu 1,4% an/an, evidențiindu-se majorarea formării brute de capital fix cu 10,7% an/an.
- Consumul gospodăriilor populației a crescut cu doar 2,8% an/an la nouă luni din 2023, pe fondul nivelurilor ridicate ale inflației, costurilor de finanțare și incertitudinilor.
- De asemenea, consumul public a avut o contribuție de 0,5 puncte procentuale la ritmul anual al PIB-ului din perioada ianuarie – septembrie 2023.

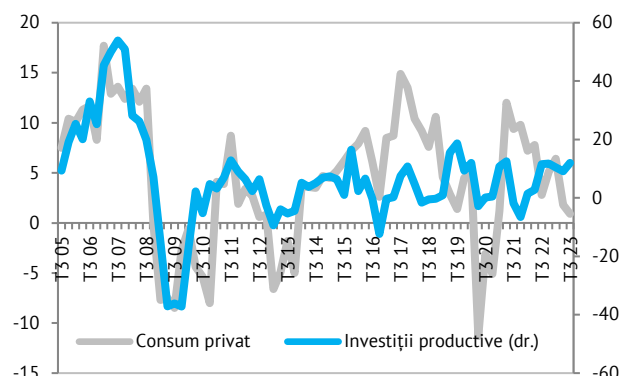
calendar macroeconomic decembrie 2023

instituție	data	indicator
BNR	4 decembrie	Rezervele internaționale (Noi)
INS	4 decembrie	Piața forței de muncă (Oct)
INS	5 decembrie	Prețuri de producător (Oct)
INS	5 decembrie	Turismul (Oct)
INS	6 decembrie	Comerțul cu amănuntul (Oct)
INS	7 decembrie	PIB-ul și componentele (T3)
INS	11 decembrie	Investițiile nete în economie (T3)
INS	11 decembrie	Balanța comercială cu bunuri (Oct)
INS	13 decembrie	Producția industrială (Oct)
INS	13 decembrie	Prețurile de consum (Noi)
INS	14 decembrie	Comenzile noi în industrie (Oct)
BNR	14 decembrie	Balanța de plăți (Oct)
INS	15 decembrie	Ocuparea și șomajul (T3)
INS	20 decembrie	Sectorul de construcții (Oct)
BNR	27 decembrie	Indicatorii monetari (Noi)

PIB-ul României (% an/an) sursa: INS



Consum privat vs. investiții productive (% an/an) sursa: INS

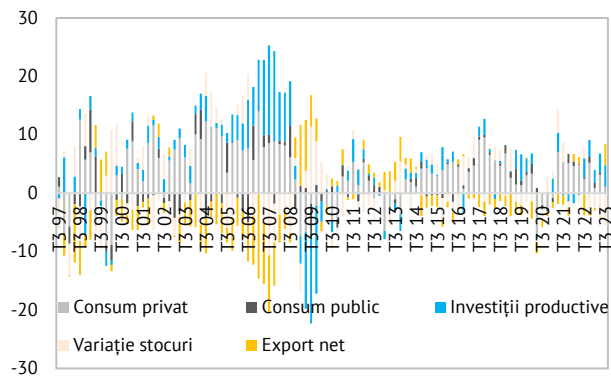


- Nu în ultimul rând, exportul net a contribuit cu 1,3 puncte procentuale la dinamica anuală a economiei din primele nouă luni ale acestui an, pe fondul scăderii importurilor cu 3,2% an/an (exporturile s-au ajustat cu doar 0,6% an/an).
- La polul opus, variația stocurilor a avut o contribuție nefavorabilă la ritmul anual al economiei din primele nouă luni din 2023, de -4,9 puncte procentuale.
- Conform datelor Eurostat (reprezentate în primul grafic din partea dreaptă) investițiile productive au contribuit cu 4,5 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB din T3, cea mai bună evoluție din T4 2015.
- Totodată, exportul net a avut o contribuție de 3,6 puncte procentuale la ritmul anual al PIB în T3, maximum din T4 2013, după cum arată datele Eurostat.
- Analiza din perspectiva ofertei agregate evidențiază creșterea valorii adăugate brute în construcții (sector intensiv în capital și forță de muncă) cu 7,4% an/an în perioada ianuarie – septembrie 2023, conform INS.
- Sectorul primar a înregistrat un avans anual de 5,0% la nouă luni din 2023.
- Nu în ultimul rând, IT&C a urcat cu 4,6% an/an în perioada ianuarie – septembrie.
- Pe de altă parte, industria s-a ajustat cu 2,7% an/an în primele nouă luni din 2023.

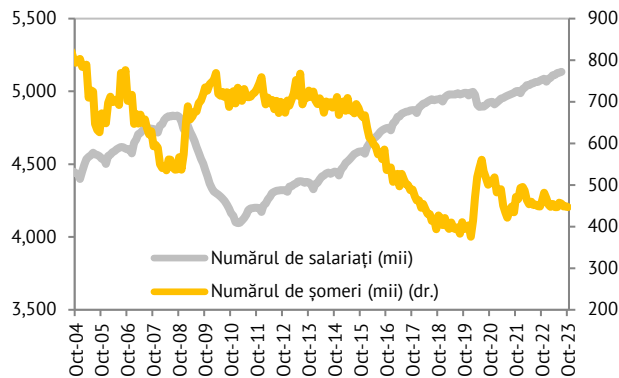
Piața forței de muncă

- Statisticile publicate de INS la începutul lunii decembrie confirmă consolidarea climatului pozitiv pe piața forței de muncă în a zecea lună a anului curent, expresie a continuării ciclului investițional post-pandemie.
- Astfel, conform INS numărul de șomeri (15-74 ani) s-a redus cu 0,5% lună/lună la 446,5 mii în octombrie, nivelul minim din luna mai, aspect evidențiat în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Din perspectiva an/an numărul de șomeri din România s-a diminuat cu 3,1% în octombrie și cu 2,6% în perioada ianuarie – octombrie 2023.
- Această evoluție a fost determinată de continuarea ciclului investițional post-pandemie, în contextul implementării programelor europene pentru dezvoltarea infrastructurii critice, fenomenului de nearshoring și negocierilor de aderare la Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE).
- Rata șomajului s-a redus de la 5,5% în septembrie la 5,4% în octombrie, nivelul minim din luna septembrie 2021, după cum se poate nota în al treilea grafic alăturat.
- Evoluția a fost determinată de declinul ratei șomajului la bărbați, de la 5,8% în septembrie la 5,7% în octombrie, minimum din iunie 2021.
- Pe de altă parte, rata șomajului la femei s-a consolidat la 5,1% în octombrie, cel mai redus nivel din mai 2023.
- Prin urmare, în intervalul ianuarie – octombrie 2023 rata șomajului din România a înregistrat un nivel mediu de 5,5%, în diminuare cu 0,1 puncte procentuale an/an.
- Evoluția a fost determinată de declinul ratei șomajului la bărbați, cu 0,2 puncte procentuale an/an, la 5,8% în medie.
- La polul opus, rata șomajului la femei a urcat cu 0,1 puncte procentuale an/an în medie la 5,1% în primele 10 luni din 2023.
- Estimările econometrice elaborate (și evidențiate în ultimul grafic alăturat) exprimă poziționarea ratei șomajului din România la un nivel inferior componentei structurale (tendința) pentru a treia lună consecutiv în octombrie.
- Se confirmă astfel rezistența climatului din piața forței de muncă la provocările macro-financiare, inclusiv nivelurile înalte ale costurilor de finanțare și incertitudinilor.

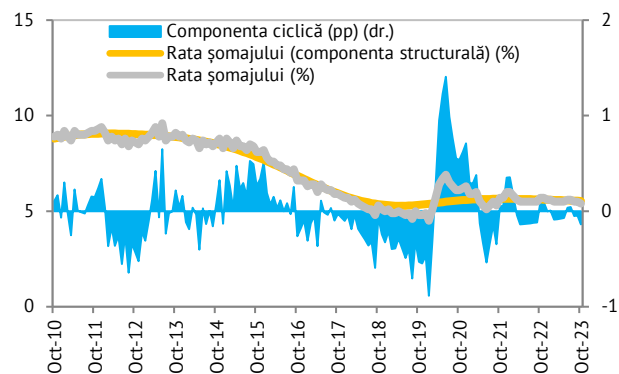
Contribuția la ritmul anual al PIB (pp) sursa: Eurostat



numărul de salariați vs. numărul de șomeri sursa: INS



rata șomajului vs. componenta structurală sursa: INS



Economia financiară

- În luna noiembrie dimensiunea financiară a economiei a încorporat evoluțiile macro-financiare internaționale și știrile interne.

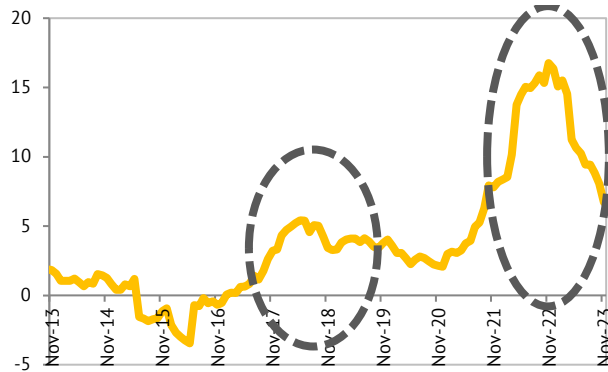
Prețurile de consum

- Datele INS indică scăderea prețurilor de consum cu 0,01% lună/lună în noiembrie.
- Se notează declinul prețurilor la bunuri alimentare (32,26% din coșul de consum) cu 0,16% lună/lună, pe fondul diminuării prețurilor la fructe/conserva din fructe și la legume/conserva din legume cu ritmuri lunare de 0,67%, respectiv 0,92%.
- Prețurile la mărfuri nealimentare (49,12% din coșul de consum) s-au redus cu 0,07% lună/lună în noiembrie, în contextul ajustării prețurilor la combustibili și energie termică cu rate lunare de 1,85%, respectiv 8,44%.
- Pe de altă parte, tarifele serviciilor (18,62% din coșul de consum) au urcat cu 0,39% lună/lună, pe fondul tendinței de apreciere pentru cursul EUR/RON.
- Ritmul anual al prețurilor de consum a decelerat la 6,72% în noiembrie, minimul din septembrie 2021, după cum se poate nota în primul grafic din partea dreaptă.
- Se notează temperarea prețurilor la bunuri alimentare de la 8,7% an/an în octombrie la 6,8% an/an în noiembrie, minimul din decembrie 2021.
- De asemenea, prețurile la mărfuri nealimentare s-au atenuat de la 6,2% an/an în octombrie la 5,1% an/an în noiembrie, cel mai redus nivel din iulie 2023, aspect evidențiat în al doilea grafic alăturat.
- Nu în ultimul rând, tarifele serviciilor au decelerat de la 12,2% an/an în octombrie la 11,18% an/an în noiembrie, cel mai redus nivel din mai 2023.
- Prin urmare, la 11 luni din 2023 prețurile de consum s-au majorat cu 10,9% an/an în medie.
- Prețurile la bunuri alimentare, produse nealimentare și tarifele la servicii au crescut cu rate medii anuale de 16,1%, 7,3%, respectiv 11,2% în perioada ianuarie – noiembrie 2023.
- În ceea ce privește indicele armonizat UE prețurile de consum au decelerat de la 8,3% an/an în octombrie la 6,9% an/an în noiembrie (nivelul minim din decembrie 2021) și s-au majorat cu o rată medie anuală de 10,1% la 11 luni din 2023.

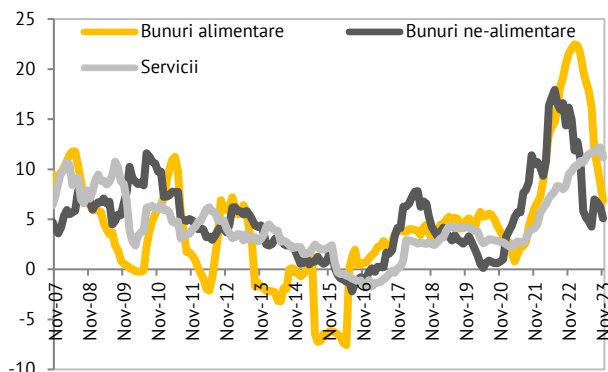
Politica monetară

- Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a României (BNR) s-a reunit pe 8 noiembrie în cadrul ultimei ședințe de politică monetară din 2023.
- Pe de o parte, instituția bancară centrală a revizuit scenariul macroeconomic pe termen scurt și mediu, prin încorporarea celor mai recente evoluții ale indicatorilor din economia reală și din economia financiară, externi și interni.
- BNR a menținut previziunea pentru ritmul anual al prețurilor de consum la final de 2023 la 7,5%, dar a majorat prognoza pentru sfârșit de 2024 la 4,8%, inclusiv ca urmare a încorporării impactului măsurilor de consolidare fiscal-bugetară.
- Banca centrală a redus și previziunile pentru deviația PIB în orizontul de prognoză.
- Pe de altă parte, banca centrală a menținut rata de dobândă de politică monetară la 7,00% și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit (la 8,00%, respectiv 5,00%), decizii în convergență cu așteptările noastre și ale pieței financiare.
- În cadrul analizei economice (sintetizată de comunicatul ședinței) banca centrală evidențiază continuarea tendinței de decelerare pentru ritmul anual al prețurilor de consum în trimestrul III, în contextul evoluției prețurilor la alimente procesate și la energie, parțial contrabalansată de majorările la combustibili și medicamente.
- Pe segmentul CORE2 ajustat prețurile de consum au decelerat de la 13,5% an/an în iunie la 11,3% an/an în septembrie, nivel inferior prognozei BNR din luna august, într-un context caracterizat și prin deteriorarea climatului din sfera cererii.
- De asemenea, comunicatul BNR atrage atenția și la deteriorarea activității din sfera economiei reale în perioada recentă (ritm anual al PIB inferior prognozelor din vară), aspect reflectat de dinamica indicatorilor de conjunctură cu bază lunară.
- Spre exemplu, dinamica anuală a comerțului cu amănuntul (variabilă **proxy** pentru consumul privat, principala componentă a PIB) s-a deteriorat în intervalul iulie-august, perioadă în care industria a continuat să scadă cu un ritm anual ridicat.
- Pe de altă parte, analiza băncii centrale evidențiază climatul pozitiv din sfera construcțiilor, susținut de dinamica componentei ingineresti.
- Totodată, deficitul comercial a continuat să se ajusteze în perioada recentă.
- La nivelul pieței forței de muncă analiza băncii centrale notează consolidarea ratei șomajului, precum și deteriorarea intențiilor de angajare pe termen scurt.

evoluția prețurilor de consum (% an/an) sursa: INS

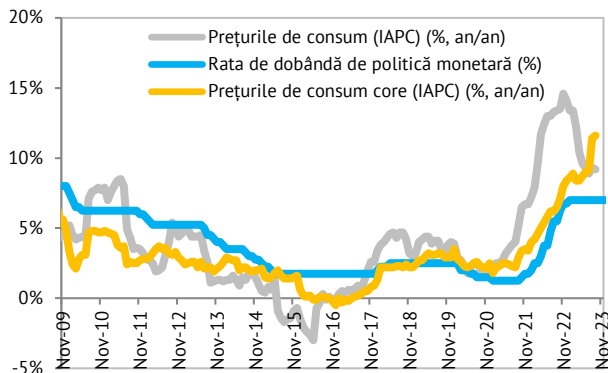


prețurile de consum pe componente (% an/an) sursa: INS

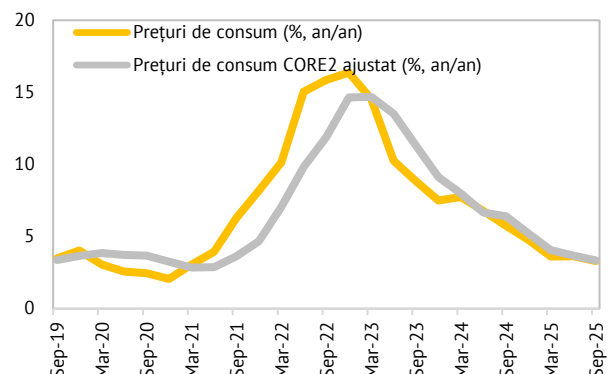


prețuri de consum vs. rata dobânzii de politică monetară

surse: Eurostat, Banca Națională a României (BNR), prelucrări BT



Prognoze pentru evoluția prețurilor de consum sursa: BNR



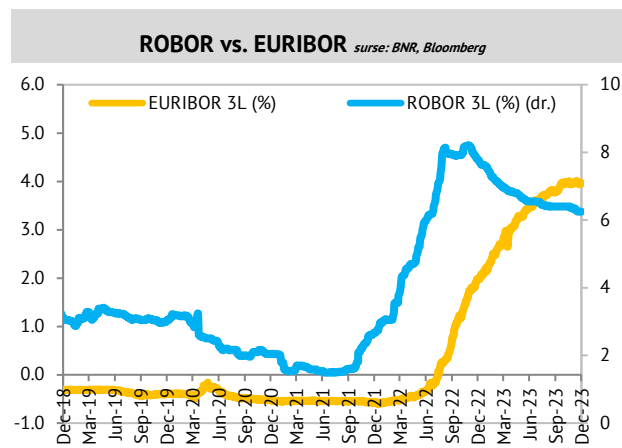
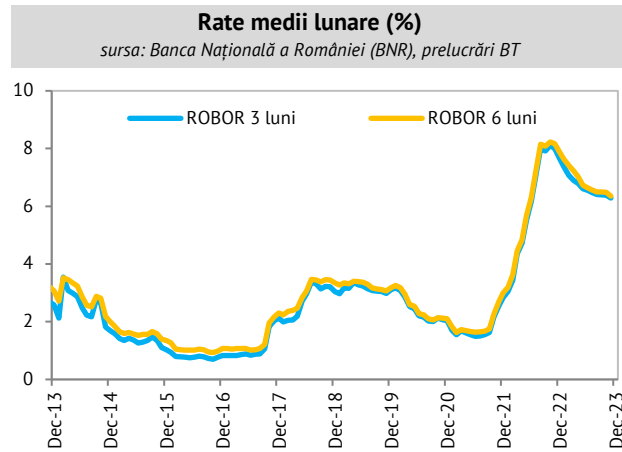
- Analiza financiară a BNR punctează scăderile de rate de dobândă pe piața monetară și la nivelul pieței titlurilor de stat, precum și stabilitatea cursului EUR/RON în perioada recentă.
- Nu în ultimul rând, analiza monetară a băncii centrale evidențiază continuarea tendinței de decelerare pentru ritmul anual al creditului neguvernamental în ultimele luni, determinată, în principal, de dinamica componentei valutare.
- Printre riscurile și incertitudinile la adresa evoluției inflației BNR atrage atenția cu privire la măsurile de consolidare fiscal-bugetară, dinamica cotațiilor la țiței, deciziile de politică fiscal-bugetară și de venituri pe viitor (în context electoral), tensiunile geo-politice, climatul economic dificil din Europa, ritmul reformelor structurale pentru implementarea programelor europene și deciziile de politică monetară din SUA, Zona Euro și țările din regiune.

Piața monetară

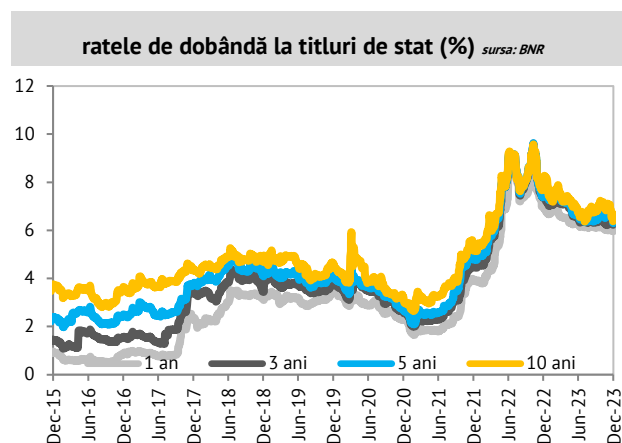
- Conform BNR ratele de dobândă din sfera pieței monetare au continuat să scadă în noiembrie, date fiind nivelul ridicat al lichidității, decelerarea inflației, deteriorarea cererii de consum și climatul pozitiv pe piețele financiare internaționale.
- Din punct de vedere macroeconomic, evoluțiile recente din SUA, Zona Euro și România exprimă o dinamică a activității economice cu un ritm inferior celui potențial și temperarea presiunilor inflaționiste pe termen scurt, factori care contribuie la creșterea probabilității recalibrării politicii monetare în 2024.
- Astfel, la final de noiembrie nivelurile ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au situat la 6,03%, 6,03%, 6,05%, 6,05%, 6,25%, 6,31%, respectiv 6,39%, în ajustare față de sfârșitul lunii octombrie cu rate de 0,2%, 0,2%, 0,5%, 0,7%, 1,4%, 1,7%, respectiv 2,1%.
- În dinamică an/an (final de noiembrie față de sfârșit de noiembrie 2022) nivelurile ROBOR au scăzut cu 84 puncte bază în medie, cu declin mai sever la 3-12 luni.
- Între sfârșit de 2022 și finele lunii noiembrie 2023 nivelurile ROBOR au crescut pe scadențele overnight (cu 18 puncte bază) și tomorrow next (cu 14 puncte bază).
- ROBOR la o săptămână a stagnat ytd, iar nivelurile ROBOR pe scadențele o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au redus ytd cu 56 puncte bază, 1,32 puncte procentuale, 1,50 puncte procentuale, respectiv 1,70 puncte procentuale.
- Mediile lunare ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni au fost în noiembrie de 6,03%, 6,04%, 6,06%, 6,07%, 6,29%, 6,35% și 6,44%, în scădere lună/lună cu 0,2%, 0,2%, 0,4%, 0,5%, 1,6%, 2,0% și 2,7%.
- Din perspectiva an/an nivelurile ROBOR pe scadențele overnight și tomorrow next au crescut în noiembrie cu 1,1%, respectiv 0,6%.
- La polul opus, nivelurile medii lunare ROBOR pe scadențele o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și 12 luni s-au ajustat cu dinamici anuale de 1,1%, 13,6%, 21,5%, 22,3%, respectiv 22,9% în noiembrie.

Piața titlurilor de stat

- Curba randamentelor a încorporat climatul macro-financiar internațional și factorii interni (inclusiv provocările din sfera finanțelor publice) în luna noiembrie.
- Se evidențiază scăderea ratei de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie), evoluție convergentă cu cele din SUA și Germania, aspect evidențiat în primul grafic pe pagina următoare.
- Din perspectiva macroeconomică, climatul s-a deteriorat la final de an, pe planurile mondial, european, regional și intern, în contextul nivelurilor ridicate ale costurilor de finanțare și persistenței incertitudinilor.
- Economia mondială a crescut cu un ritm lent în penultima lună a anului curent, pe fondul continuării ajustării industriei prelucrătoare și deteriorării climatului din sectorul de servicii, conform indicatorilor PMI estimați de Markit Economics.
- La nivelul SUA (prima economie a lumii, cu un PIB nominal de peste 27,6 trilioane USD în T3) continuarea tendinței de scădere a indicatorilor economici avansați în octombrie (cu 7,6% an/an) exprimă deteriorarea climatului economic pe termen scurt, pe fondul nivelurilor ridicate ale costurilor de finanțare și persistenței incertitudinilor. Perspectiva este susținută și de scăderea comenzilor în fabrici cu 3,6% lună/lună și de decelerarea creditului de consum în octombrie. Ritmul anual al prețurilor de consum a continuat să se tempereze la final de 2023, spre minimul din primăvara anului 2021. Atenuarea presiunilor inflaționiste și perspectivele de deteriorare a climatului din sfera economiei reale au contribuit la creșterea probabilității ca banca centrală să recalibreze politica monetară în 2024. În acest context, rata medie lunară de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a situat la 4,50% în noiembrie, în scădere cu un ritm lunar de 6,1%. Barometrul pentru costul de finanțare în SUA și în economia mondială s-a situat la 4,33% la final de noiembrie, în scădere cu 12,1% comparativ cu nivelul de la sfârșit de octombrie.

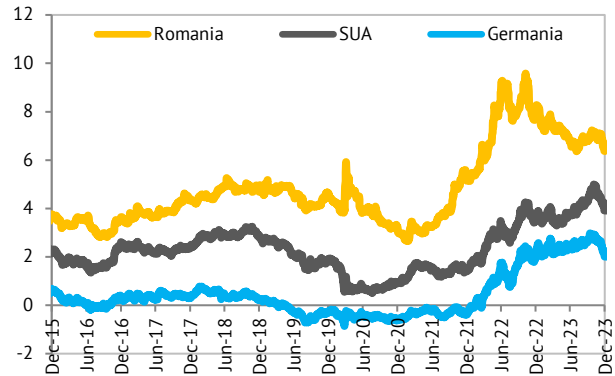


licitații M. Finanțe (noiembrie)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
ROZBOC49U096	1.701,0	30-Oct-28	6,73
RONXXLQQG8H0	500,0	29-May-24	6,03
RO1JS63DR5A5	887,5	28-Apr-31	6,83
ROWLVEJ2A207	895,5	30-Oct-33	6,86
RON7NMMKOKQG2	832,7	28-Oct-26	6,47
ROXL7LT7QZ66	496,0	29-Apr-30	6,96
ROTM7EDD92S2	409,1	31-Jul-34	7,22
ROP9QVD42HO2	489,4	31-May-27	6,63
Valoare (mil. EUR)	Scadență	Yield (%)	
ROS3X04VIMF5	383,4	27-Noi-24	4,18
ROA4CUA6DR26	129,3	29-Noi-25	4,50



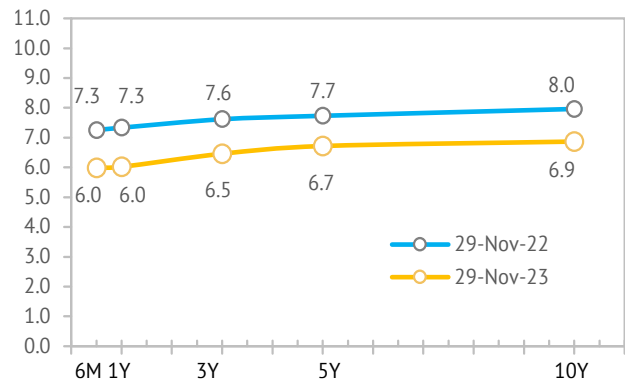
- În Zona Euro (principalul partener economic al României) încrederea în economie a crescut în penultima lună a anului curent (indicatorul Comisiei Europene la maximum din iulie), evoluție susținută și de temperarea presiunilor inflaționiste, cu impact la nivelul așteptărilor privind deciziile de politică monetară din 2024. Cu toate acestea, economia a scăzut pentru a șasea lună consecutiv în noiembrie, conform indicatorului PMI Compozit. Evoluțiile din plan regional și climatul macro-financiar internațional au determinat scăderea ratei medii lunare de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani din Germania cu 8,2% lună/lună la 2,62% în noiembrie.
- Pe plan național încrederea în economie a continuat să se amelioreze în noiembrie (indicatorul Comisiei Europene la maximum din martie), evoluție care exprimă perspective de consolidare a ciclului investițional post-pandemie pe termen scurt (după ce investițiile productive au urcat cu 10,7% an/an la nouă luni din 2023). Cu toate acestea, producția industrială a scăzut cu 4,8% an/an în perioada ianuarie – octombrie 2023. Totodată, climatul din sfera finanțelor publice se menține dificil, raportul deficit bugetar/PIB intensificându-se la 4,0% în primele zece luni ale anului curent. Nu în ultimul rând, ritmul anual al prețurilor de consum a continuat tendința de decelerare la final de 2023, ceea ce contribuie la creșterea probabilității ca banca centrală să recalibreze politica monetară în 2024. Piața titlurilor de stat a încorporat climatul macro-financiar internațional și factorii interni în noiembrie, rata dobânzii pe scadența 10 ani înregistrând o medie lunară de 6,96%, în scădere cu 2,0% lună/lună.

ratele de dobândă la titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



curba randamentelor

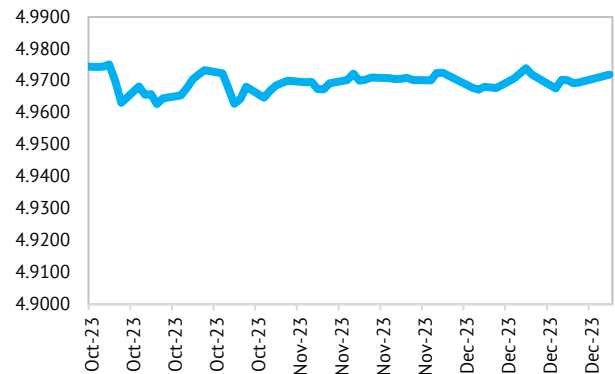
sursa: BT pe baza datelor BNR



Piața valutară

- EUR/RON a fluctuat în intervalul (4,9673 – 4,9726) la BNR în luna noiembrie, aspect evidențiat în al treilea grafic din partea dreaptă.
- Se notează consolidarea tendinței de apreciere graduală, evoluție influențată și de provocările din sfera finanțelor publice interne.
- Cursul EUR/RON a încheiat luna noiembrie la 4,9726, în apreciere cu 0,11% comparativ cu nivelul de la final de octombrie, cu 0,51% de la începutul anului și cu 1,10% an/an.
- Media lunară pentru EUR/RON a fost de 4,9702 în noiembrie (nivel record), în urcare cu 0,04% lună/lună și cu 1,16% an/an.

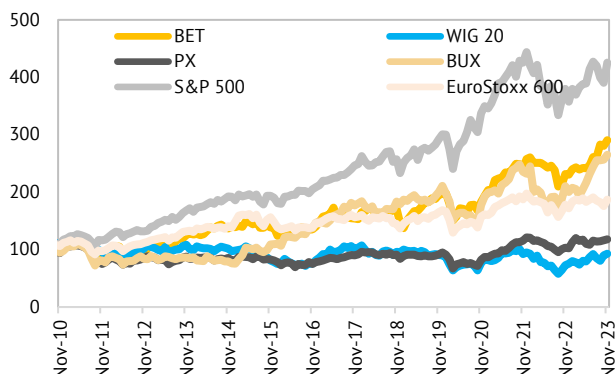
cursul valutar (RON fixing) sursa: BNR



Piața de acțiuni

- Bursa din România a reacționat la evoluțiile macro-financiare internaționale și la factorii interni în penultima lună a anului curent.
- Indicele BET a crescut cu 3,5% până la 14.712,1 puncte în noiembrie (avans cu 26,1% de la începutul anului curent), aspect evidențiat în ultimul grafic din partea dreaptă.
- În penultima lună din 2023 indicele S&P 500 din SUA și indicele pan-european EuroStoxx 600 au înregistrat creșteri cu rate lunare de 8,9%, respectiv 6,4% (majorare de la începutul anului curent cu 19,0%, respectiv 8,6%).
- Indicii bursieri WIG 20 din Polonia, PX din Cehia și BUX din Ungaria au înregistrat majorări în luna noiembrie cu dinamici lunare de 3,0%, 1,7%, respectiv 3,3% (creștere de la început de 2023 cu rate de 23,6%, 15,6%, respectiv 32,2%).

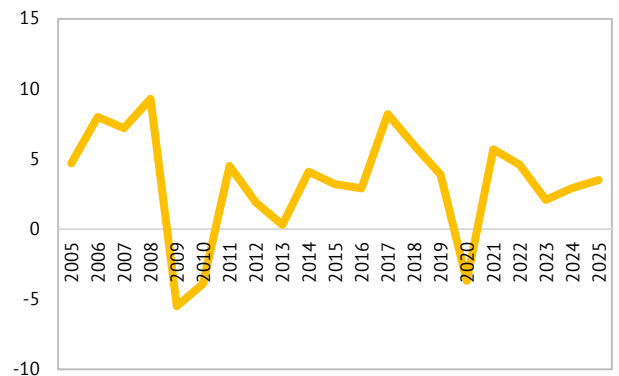
indicii bursieri (ianuarie 2010=100) sursa: Bloomberg



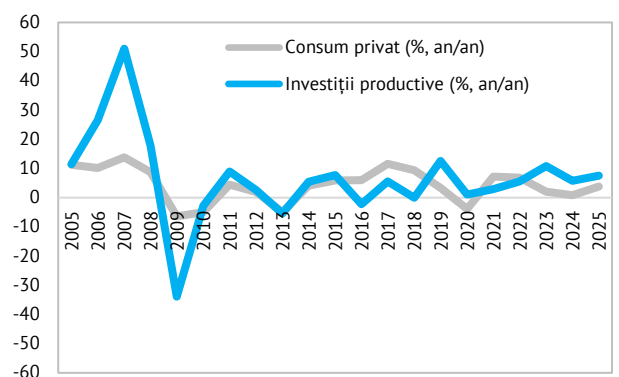
Scenariul macroeconomic central Economia reală

- Am actualizat prognozele pentru dinamica economiei naționale din trimestrele următoare, prin încorporarea celor mai recente evoluții macro-financiare, din sferele mondială, europeană, regională și internă.
- În scenariul macroeconomic central revizuit PIB-ul României s-ar putea majora cu dinamici anuale în ameliorare de la 2,1% în 2023, la 2,9% în 2024 și 3,5% în 2025, după cum se poate nota în primul grafic din partea dreaptă.
- Acest scenariu este susținut de consolidarea ciclului investițional post-pandemie, în contextul implementării programelor europene pentru dezvoltarea infrastructurii critice, fenomenului de nearshoring și perspectivelor de aderare la Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE).
- Conform prognozelor actualizate formarea brută de capital fix ar putea urca cu ritmuri anuale de 10,8% în 2023, 5,8% în 2024 și 7,5% în 2025 (aspect evidențiat în al doilea grafic din partea dreaptă), cu implicații pentru climatul din piața forței de muncă și impact de antrenare pentru celelalte componente ale PIB-ului.
- Astfel, la nivelul pieței forței de muncă previziunile actualizate indică un nivel mediu anual pentru rata șomajului de 5,5% în perioada 2023 – 2025, cel mai redus din 2019, de dinainte de incidența pandemiei coronavirus (cea mai severă criză sanitară la nivel mondial din ultimul secol).
- Consumul privat (principala componentă a PIB-ului) ar putea crește cu rate anuale de 2,1% în 2023, 0,8% în 2024 și 3,8% în 2025, evoluție susținută de climatul, per ansamblu pozitiv, din piața forței de muncă și de continuarea tendinței de convergență a veniturilor populației spre media europeană.
- Pentru consumul public prognozele revizuite exprimă premise de creștere cu rate anuale de 2,4% în 2023 și 3,5% în 2024 și 2025, în contextul implementării programelor lansate la nivelul Uniunii Europene după incidența șocurilor din ultimii ani.
- În sfera cererii externe nete previziunile actualizate indică ritmuri anuale pentru exporturile totale (bunuri și servicii) de 0,3% în 2023, 3,9% în 2024 și 4,9% în 2025, după cum se poate nota în ultimul grafic alăturat.
- În acest scenariu importurile totale ar putea să scadă cu 1,4% an/an în 2023 și să crească cu ritmuri anuale de 3,0% în 2024 și 7,5% în 2025.
- Printre factorii de risc pentru dinamica activității economice în trimestrele următoare se menționează: climatul macro-financiar internațional, tensiunile geopolitice, mix-ul intern de politici economice în context electoral în România și modificările climatice.

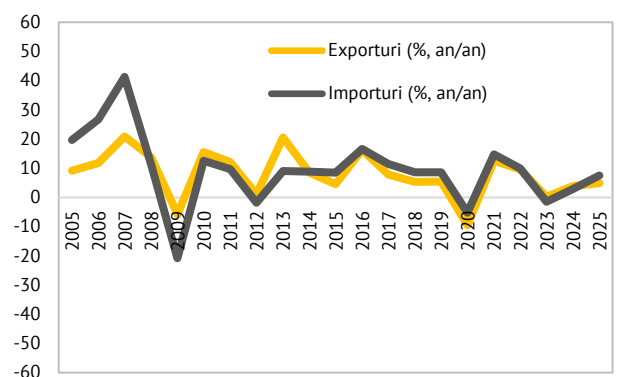
previziuni pentru evoluția PIB (% an/an) sursa: BT



consum privat vs. investiții productive sursa: BT



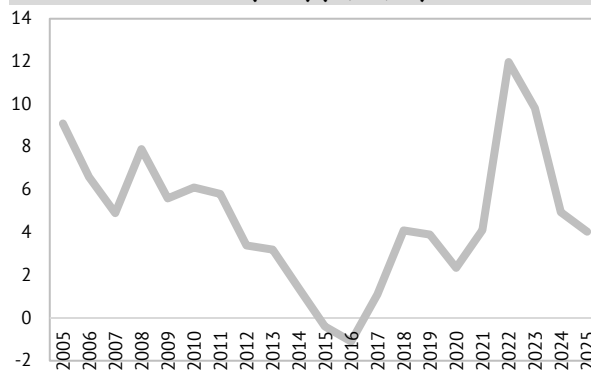
exporturi vs. importuri sursa: BT



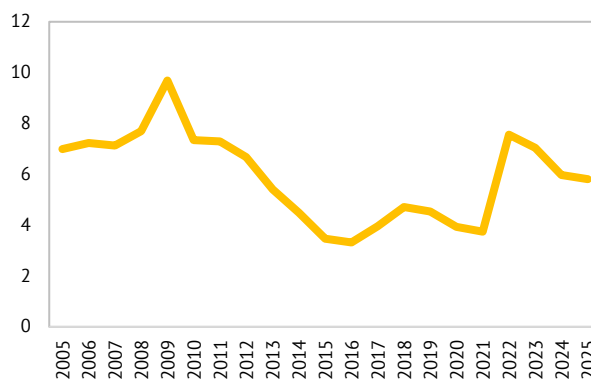
Economia financiară

- Am actualizat previziunile pentru evoluția indicatorilor din sfera dimensiunii financiare a economiei naționale în trimestrele următoare, prin încorporarea celor mai recente dinamici ale indicatorilor macro-financiar, internaționali și interni.
- Conform noilor prognoze, prețurile de consum din România (pe indicele armonizat UE) ar putea crește cu dinamici medii anuale în decelerare de la 12,0% în 2022, la 9,8% în 2023, 4,9% în 2024 și 4,0% în 2025, aspect evidențiat în primul grafic alăturat.
- Altfel spus, dinamica anuală a prețurilor de consum va continua tendința de decelerare pe termen scurt și mediu, în convergență spre intervalul țintit de Banca Națională a României (BNR), scenariu susținut de o serie de factori, printre care se menționează:
 1. efectele bază;
 2. evoluția economiei cu un ritm inferior celui potențial;
 3. tendința de creștere pentru ratele reale de dobândă;
 4. fluctuațiile cotațiilor la materii prime;
 5. normalizarea lanțurilor de producție-aprovizionare.
- Perspectivile de temperare a presiunilor inflaționiste și de evoluție a activității economice cu un ritm inferior celui potențial în 2024 contribuie la creșterea probabilității ca banca centrală să recalibreze politica monetară anul viitor, prin reducerea ratei de dobândă de referință.
- De altfel, băncile centrale din SUA și Zona Euro au semnalat finalul ciclului de normalizare, iar băncile centrale din regiune (inclusiv Cehia) au redus ratele de dobândă de referință în perioada recentă.
- Astfel, în scenariul macroeconomic central curent BNR ar putea să reducă rata de dobândă de politică monetară de la 7,00% la final de 2023 la 6,00% la sfârșit de 2024, respectiv 4,50% la finele anului 2025.
- În acest context, previzionăm continuarea tendinței de scădere pentru ratele de dobândă din sfera pieței monetare în trimestrele următoare.
- La nivelul pieței titlurilor de stat prognozele actualizate exprimă perspective de scădere pentru rata medie anuală de dobândă pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) de la 7,6% în 2022 la 7,04% în 2023, 6,0% în 2024, respectiv 5,8% în 2025, aspect evidențiat în al doilea grafic din partea dreaptă.
- Această perspectivă este susținută de decelerarea dinamicii anuale a PIB-ului nominal, în contextul atenuării presiunilor inflaționiste și evoluției activității economice cu un ritm inferior celui potențial în perioada următoare.
- Nu în ultimul, pe piața valutară prognozele actualizate exprimă perspective de continuare a tendinței de apreciere graduală pentru cursul mediu anual EUR/RON, de la 4,93 în 2022 la 4,95 în 2023, 5,04 în 2024, respectiv 5,07 în 2025, după cum se poate nota în ultimul tabel din partea dreaptă.
- Printre factorii de risc la adresa evoluției indicatorilor din sfera dimensiunii financiare a economiei pe termen scurt se menționează: climatul macro-financiar internațional, mix-ul intern de politici economice în context electoral, tensiunile geo-politice și modificările climatice.

previziunile pentru dinamica prețurilor de consum (IAPC) (% , an/an) sursa: BT



previziuni rata dobânzii titluri de stat 10 ani (%) sursa: BT



licitații M. Finanțe (decembrie) sursa: M. Finanțe	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
04-Dec-23	575	Titluri	31-May-27
07-Dec-23	500	Certificate	26-Jun-24
07-Dec-23	575	Titluri	28-Oct-26
11-Dec-23	460	Titluri	29-Apr-30
11-Dec-23	460	Titluri	30-Oct-28
14-Dec-23	460	Titluri	30-Oct-33
14-Dec-23	575	Titluri	28-Jan-26
18-Dec-23	460	Titluri	28-Apr-31
21-Dec-23	460	Titluri	31-Jul-34

titluri de stat în circulație sursa: BNR	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RONXXLQQG8H0	517.0		Mai-24
RO6FTXVP5S27	516.6		Iun-24
RON7NMKOKQG2	6,449.1	7.20	Oct-26
ROZBOC49U096	14,710.7	8.75	Oct-28
ROWLVEJ2A207	6,339.2	7.20	Oct-33

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	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	4.95	4.9783	4.95
2024	4.9702	5.04	5.0947	5.04
2025	5.0040	5.07	5.1146	5.07

dr. Andrei Rădulescu

Director Analiză Macroeconomică, Banca Transilvania

research@bancatransilvania.ro

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 apărării 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](#).