

Convergența către Zona Euro | 8 mai 2015

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

Evoluții macroeconomice recente

- Economia mondială a prezentat semnale preponderent pozitive recent. PIB-ul SUA a crescut cu 3% an/an în trimestrul I, cel mai bun ritm din ultimele cinci trimestre. În Zona Euro sunt semnale de accelerare economică și de inflexiune a dinamicii prețurilor de consum (0% an/an în aprilie, după patru luni negative).
- Economia internă a crescut cu 2.8% an/an în 2014 (în valori nominale PIB-ul a atins pragul de 150 miliarde EUR). Dinamica macroeconomică recentă exprimă premise de accelerare pe termen scurt/mediu, într-un context de stabilitate macro-financiară.
- În sfera economiei financiare inflația a accelerat la 0.79% an/an în martie, conform datelor INS. Anunțul Guvernului privind scăderea TVA la alimente și servicii de alimentație de la 24% la 9% începând cu 1 iunie a determinat BNR să ajusteze previziunile de inflație pe 2015 și 2016 și să opereze o nouă reducere a ratei de dobândă de referință la ședința de politică monetară din 7 mai (la 1.75%).
- Pe piața financiară internă evoluțiile recente au resimțit climatul macro-financiar extern, informațiile macroeconomice interne și știrile din sfera emitenților (inclusiv listarea FP la Londra, sau emisiunea de obligațiuni a Primăriei București).

Scenariul macroeconomic central

- Am menținut scenariul central de previziune pentru economia reală, acesta urmând să fie actualizat după publicarea de către INS a primelor estimări privind dinamica economiei în trimestrul I 2015. În acest scenariu ne așteptăm la accelerarea economiei interne pe termen scurt/mediu, prin redinamizarea investițiilor productive. Astfel, procesul de convergență economică reală către Zona Euro ar putea accelera (PIB per capita la 57% din media Zonei Euro în 2017).
- În sfera economiei financiare previzionăm persistența inflației la un nivel redus (sub marja inferioară a intervalului țintă al BNR) pe termen mediu. În acest context, nu excludem posibilitatea unei noi reduceri a ratei de dobândă de referință în 2015 (la 1.5%). Totodată, ne așteptăm la scăderea ratei de dobândă la facilitatea creditare (LOMBARD) și la convergența nivelului ratelor rezervelor minime obligatorii către nivelul din Zona Euro în trimestrele următoare.
- La nivelul pieței financiare previzionăm scăderea ratei medii anuale de dobândă la titlurile de stat la 10 ani sub pragul de 3% în 2015, urmată de o creștere în 2016, pe fondul perspectivelor de inflexiune monetară din SUA, dar și de accelerare economică în Zona Euro și România. De asemenea, continuăm să ne așteptăm la o apreciere ușoară a RON în raport cu EUR pe termen mediu.
- Printre riscurile asociate acestui scenariu menționăm: climatul macro-financiar global/european (inclusiv situația Greciei); contextul geo-politic regional dificil; evoluția binomului salarii-productivitate pe plan intern; riscurile politice ale anului electoral 2016 (inclusiv tergiversarea reformelor structurale).

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2013	2014	2015	2016	2017
PIB (miliarde EUR)	144.3	150.0	158.0	169.0	180.0
PIB (% an/an)	3.4	2.8	4.1	5.1	4.7
Consum privat (% an/an)	1.2	4.5	3.8	5.0	4.6
Investiții productive (% an/an)	-7.9	-3.5	5.0	7.5	5.6
Consum public (% an/an)	-4.8	5.3	0.7	0.1	0.6
Exporturi (% an/an)	16.2	8.1	4.7	8.2	7.6
Importuri (% an/an)	4.2	7.7	6.0	7.2	6.5
Rata șomajului (%)	7.1	6.8	6.2	5.8	5.4
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	3.2	1.4	0.4	1.3	1.2
Dobânda de politică monetară (%)	4.00	2.75	1.50	2.00	2.50
Deficit bugetar (% PIB)	2.2	1.5	1.8	1.5	1.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	39.8	38.8	36.5	34.7
Contul curent (% PIB)	-1.2	-0.5	-1.3	-1.8	-1.8
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	5.4	4.6	2.9	3.6	3.2
EUR/RON (medie anuală)	4.42	4.44	4.41	4.39	4.37

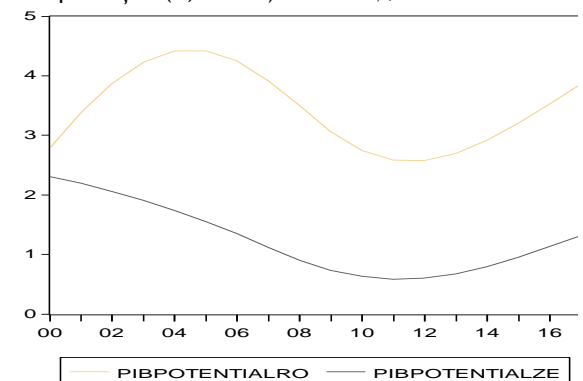
Sursa: INS, Eurostat, Comisia Europeană, previziuni Banca Transilvania

structura PIB	2012 (%)	2013 (%)	2014 (%)
Consum privat	63.1	62.0	62.7
Consum public	14.9	14.2	14.2
Investiții productive	27.5	23.8	22.0
Exporturi	37.4	39.7	41.1
Importuri	42.3	40.4	41.0

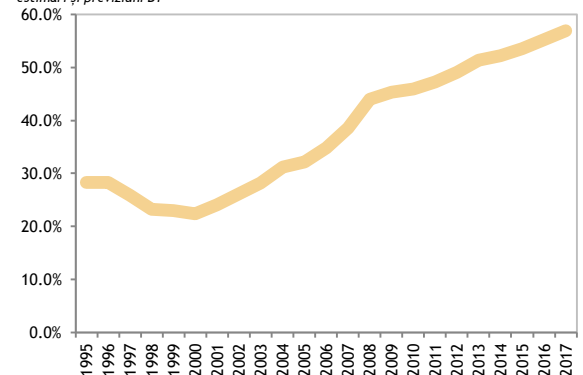
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T4/2014	2.7	-
rata inflației IPC	Mar-2015	0.79	-
rata șomajului	Mar-2015	-	6.5
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

PIB potențial (% an/an) sursa: estimări și previziuni BT



PIB per capita România (% media Zona Euro) sursa: estimări și previziuni BT



calendar macroeconomic mai 2015

instituție	data	indicator
BNR	4 mai	Ratele de dobândă bancare (Mar)
INS	5 mai	Comerțul cu amănuntul (Mar)
BNR	6 mai	Ședința de politică monetară
INS	7 mai	Salariul mediu net (Mar)
INS	8 mai	Comenzile noi în industrie (Mar)
INS	11 mai	Balanța comercială (Mar)
INS	12 mai	Inflația (Apr)
INS	12 mai	Producția industrială (Mar)
INS	13 mai	Dinamica PIB (T1 2015)
INS	13 mai	Sectorul de construcții (Mar)
BNR	15 mai	Contul curent (Mar)
BNR	27 mai	Indicatorii monetari (Apr)
BNR	28 mai	Rata restanțelor la credite (Apr)
INS	28 mai	Tendențele economice (Mai-Iulie)
INS	28 mai	Autorizații construcții locuințe (Apr)

Sursa: INS, BNR

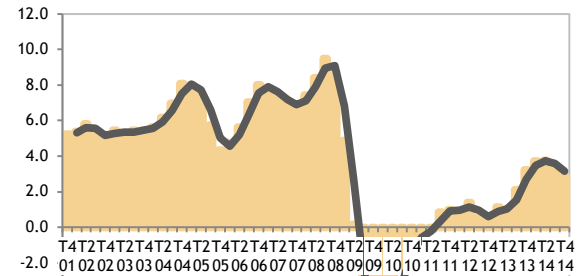
EVOLUȚII RECENTE

ACTIVITATEA ECONOMICĂ

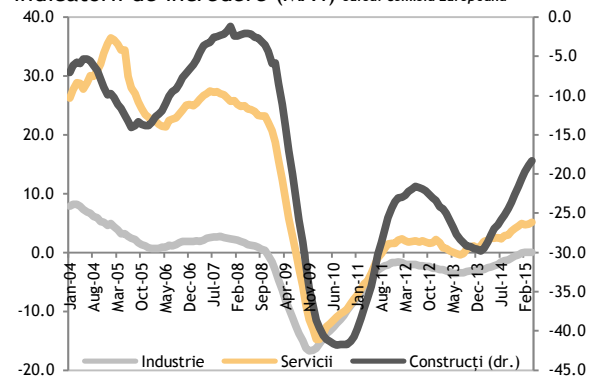
- Conform estimărilor provizorii (2) ale Institutului Național de Statistică economia României a crescut cu un ritm anual de 2.8% în 2014, dinamică în decelerare de la 3.4% an/an în 2013.
- Pe de o parte, se notează dinamica consumului intern (atât privat, dar și public). Consumul privat a crescut cu 4.5% an/an, evoluție susținută de dinamica salariului real, dar și de relansarea creditării în RON și de scoaterea graduală la suprafață a economiei informale.
- Consumul public a consemnat un avans cu 5.3% an/an în 2014, după declinul cu 4.8% an/an din 2013, evoluție susținută și de contextul electoral prezidențial, dar și de plata în avans (la final de 2014) a unor cheltuieli publice aferente anului 2015.
- Pe de altă parte, investițiile productive au scăzut cu 3.5% an/an, însă se notează o inflexiune a acestora în ultimele luni ale anului (creștere cu 1.4% an/an în trimestrul IV, conform datelor INS).
- Cererea externă netă a avut o contribuție nulă la dinamica anuală a PIB în 2014: exporturile au crescut cu 8.1% an/an, iar importurile au urcat cu 7.7% an/an.
- În ultimele săptămâni s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor macroeconomici, atât avansați, dar și coincidenți și întârziți.
- Indicatorii avansați (de încredere) ai Comisiei Europene pentru România exprimă premise generalizate de accelerare pe termen scurt, după cum se poate nota în graficul al doilea din dreapta. Aceste premise sunt susținute și de rezultatele sondajelor INS în rândul managerilor din industrie, construcții, comerț și servicii.
- Totodată, indicatorii economici coincidenți au exprimat creșterea economiei în trimestrul I, notându-se dinamica sectorului de construcții (în creștere cu 14.8% an/an în perioada ianuarie-februarie). Componentele construcții ingineresti, construcții rezidențiale și construcții nerezidențiale au consemnat creșteri anuale cu 6.3%, 12.3%, respectiv 31.2% în primele două luni ale anului.
- De asemenea, vânzările din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat) au crescut cu 3% an/an în trimestrul I, dat fiind că avansul componentelor carburanți (+3.7%) și produse alimentare/băuturi/tutun (+8.5%) a contrabalansat declinul componentei bunuri nealimentare (cu 1.6%).
- Nu în ultimul rând, producția industrială a crescut cu 2.4% an/an în perioada ianuarie-februarie, pe fondul avansului ramurei prelucrătoare (cu 3.6% an/an).
- În sfera cererii externe nete se notează dinamica exporturilor în perioada ianuarie-februarie (creștere cu 3.6% an/an, la 8.6 miliarde EUR), evoluție susținută de relansarea economică din Zona Euro. Importurile s-au majorat cu 3.3% an/an, la 9.1 miliarde EUR în primele două luni ale anului.
- Astfel, deficitul balanței comerciale s-a atenuat cu 0.8% an/an, la 563 milioane EUR în perioada ianuarie-februarie anul curent.
- În sfera finanțelor publice se notează o ameliorare a execuției în trimestrul I pe partea de venituri bugetare: acestea au urcat cu 12.6% an/an, la 55 miliarde RON, notându-se dinamica componentelor impozite pe salarii și venit (+14.6% an/an, la 6.5 miliarde RON) și TVA (+20.8% an/an, la 14.6 miliarde RON). Cheltuielile bugetare au crescut cu doar 0.6% an/an, la 50.1 miliarde RON, însă la această evoluție a contribuit și sacrificarea investițiilor publice (scădere cu 24.8% an/an).

Totodată, menționăm faptul că, în perioada recentă, s-au intensificat semnalele emise de autoritățile responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice pe plan intern în direcția ancorării așteptărilor privind aderarea la Zona Euro până la finele deceniului curent.

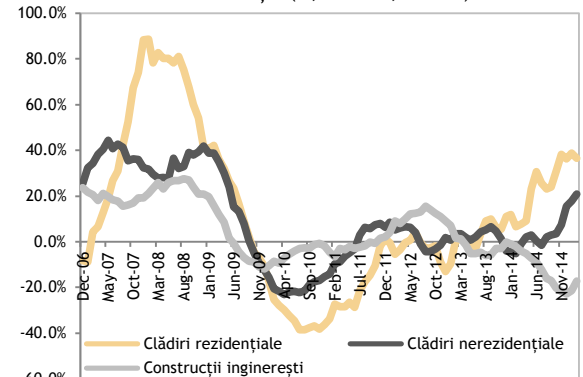
PIB (% , an/an, MA4) sursa: Eurostat, INS



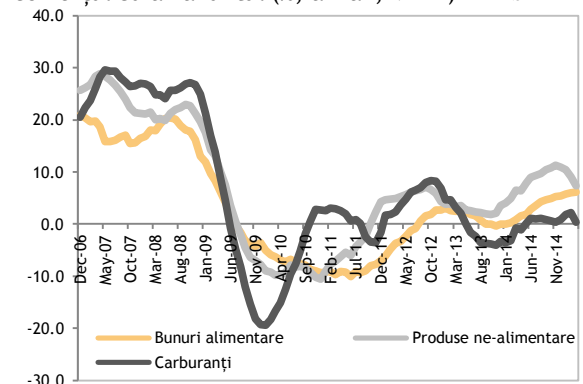
indicatorii de încredere (MA4) sursa: Comisia Europeană



ramuri sector construcții (% , an/an, MA12) sursa: INS



comerțul cu amănuntul (% , an/an, MA12) sursa: INS



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Numărul șomerilor a scăzut pentru a patra lună la rând în martie, cu 0.6% lună/lună (-7.8% an/an), la 594 mii (minimul din primăvara lui 2009), conform INS.
- Trebuie însă menționat faptul că rata șomajului a crescut de la 6.4% în februarie la 6.5% în martie, dat fiind că populația activă a scăzut cu un ritm mai sever comparativ cu cel consemnat pentru numărul de șomeri. În martie rata șomajului consemna un nivel de 6.7% la bărbați (în stagnare față de februarie) și de 6.2% la femei (în urcare de la 6.1% în februarie).
- Raportat la martie 2014 rata șomajului s-a diminuat cu 0.5 puncte procentuale, pe fondul declinului ratei șomajului la bărbați (cu 0.9 puncte procentuale).
- Astfel, în primul trimestru rata medie a șomajului a scăzut cu 0.2 puncte procentuale trimestru/trimestru și cu 0.5 puncte procentuale an/an, la 6.5%.
- Din analiza macroeconomică se poate nota faptul că în trimestrul I componenta ciclică a ratei șomajului s-a redus cu 0.3 puncte procentuale (cumulat), evoluție determinată de ameliorarea climatului macroeconomic intern.
- De asemenea, componenta structurală a ratei șomajului s-a menținut pe tendința descendentă (declin cu 0.05 puncte procentuale raportat la trimestrul IV 2014), ceea ce poate reflecta faptul că investițiile productive se relansează cu un ritm lent.

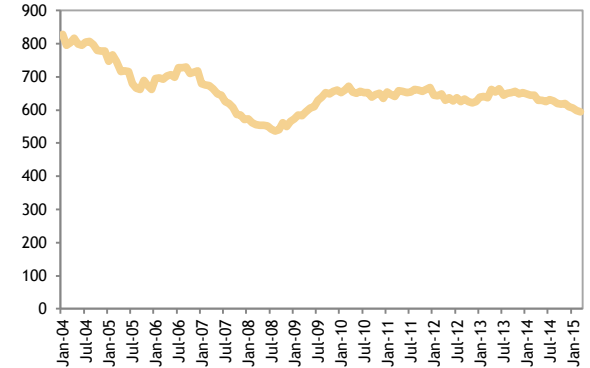
ECONOMIA FINANCIARĂ

- În ultimele săptămâni dimensiunea financiară a economiei a fost influențată de contextul macro-financiar internațional, fluctuațiile din piețele de mărfuri/materii prime și evoluțiile macroeconomice interne.

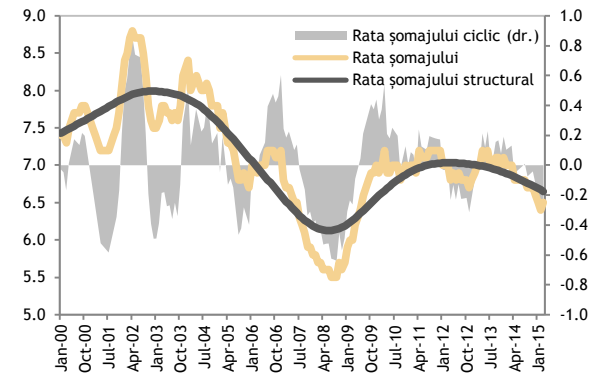
INFLAȚIA

- În martie prețurile de consum au crescut cu 0.41% lună/lună, conform INS.
- Componenta bunuri alimentare (37.48% din coșul de consum) a consemnat un avans lunar de 0.29%, determinat de dinamica prețurilor la legume/conserve din legume (+1.8%) și fructe/conserve din fructe (+3.07%). Pe de altă parte, prețurile la carne, pește, lapte/lactate au stagnat, iar cele la ouă au scăzut cu 4.74%.
- Totodată, prețurile la bunuri nealimentare (44.05% din coșul de consum) au urcat cu 0.62% lună/lună, pe fondul scumpirilor la tutun/țigări (cu 1.43%) și la combustibili (cu 2.03%) (acestea din urmă determinate de aprecierea dolarului american în raport cu RON (în medie, cu 4.9% în martie)).
- De asemenea, tarifele la servicii au crescut cu 0.15% lună/lună, evoluție determinată de dinamica componentelor apă/canal/salubritate (+0.46%), îngrijire medicală (0.28%) și restaurante/cafeene/cantine (+0.17%).
- În dinamică anuală inflația s-a situat la 0.79%, în accelerare de la 0.4% în februarie. Pe de o parte, prețurile la mărfuri nealimentare și la servicii au crescut cu 1.17%, respectiv cu 1.55%. Pe de altă parte, prețurile la mărfuri alimentare au scăzut cu 0.07% an/an în martie.
- În ceea ce privește inflația măsurată prin indicele armonizat al prețurilor de consum se notează o accelerare în martie la 0.8% an/an (maximul ultimelor trei luni). Trebuie însă menționat faptul că inflația core a decelerat la 1.4% an/an în

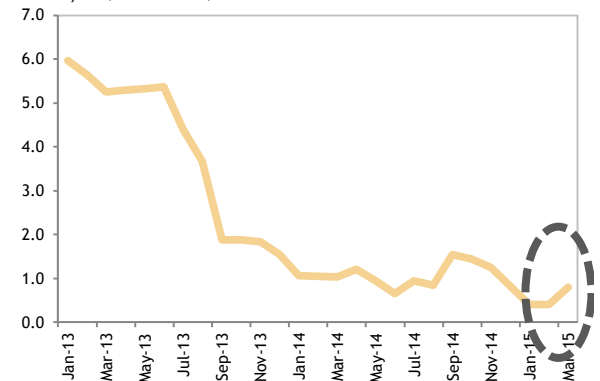
numărul de șomeri (mii) sursa: INS



șomaj ciclic vs. șomaj structural (%) sursa: estimări Banca Transilvania

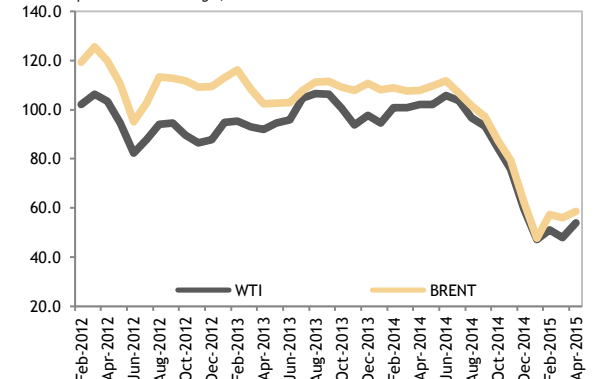


inflația (% an/an) sursă: INS, Eurostat



cotații internaționale la țiței (dolari/baril)

sursă: Departamentul de Energie, SUA



martie, nivelul minim istoric.

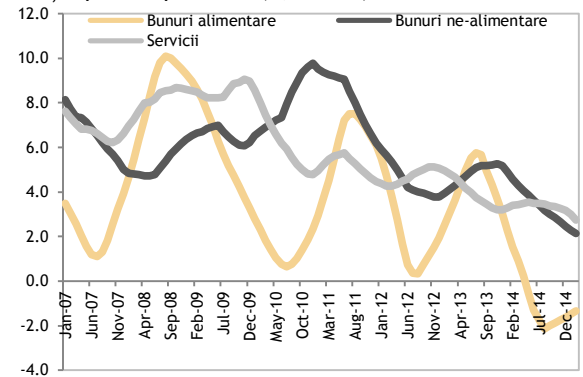
POLITICA MONETARĂ

- La a patra ședință de politică monetară din 2015 BNR a redus prognoza privind inflația la final de 2015 (de la 2.1% an/an la 0.2% an/an) și final de 2016 (de la 2.4% an/an la 1.9% an/an), pe fondul incorporării deciziei Guvernului de reducere a TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9% începând cu 1 iunie).
- În acest context, BNR a decis reducerea ratei de dobândă de referință de la 2% la 1.75% (un nou minim istoric) începând cu 7 mai și scăderea nivelului ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON ale instituțiilor de credit (de la 10% la 8%) (începând cu perioada 24 mai - 23 iunie).
- De asemenea, pentru a menține nivelul ratei de dobândă la facilitatea depozite la 0.25%, BNR a îngustat coridorul simetric format din ratele de dobândă la facilitățile depozite/credite în jurul ratei de dobândă de referință de la +/- 1.75 puncte procentuale la +/-1.5 puncte procentuale. Astfel, începând cu 7 mai, rata de dobândă la facilitatea depozite se menține la 0.25%, iar rata de dobândă la facilitatea creditare scade la 3.25%.
- În discursul susținut la Conferința de Presă organizată după ședință Guvernatorul BNR a subliniat faptul că la reducerea ratei de dobândă de referință a contribuit și perspectiva intrării în economie a unor noi capitaluri străine cu scop speculativ.
- Comunicatul ședinței de politică monetară subliniază importanța convergenței economice a României către media europeană, ceea ce confirmă faptul că în trimestrele următoare vom asista la măsuri de politică economică pe plan intern menite să contribuie la pregătirea aderării la Zona Euro (obiectivul asumat de autorități în cadrul Programului de Convergență este 2019).
- Apreciem că deciziile de politică monetară de la ședința din 6 mai pot fi interpretate ca pași în direcția pregătirii aderării la Zona Euro: consolidarea convergenței costurilor de finanțare (RON vs. EUR) într-un context de menținere a stabilității prețurilor și a stabilității financiare; convergența nivelului ratelor rezervelor minime obligatorii către nivelul din Zona Euro.
- Considerăm că deciziile recente ale BNR vor contribui la consolidarea costurilor de finanțare la minime istorice, creșterea lichidității pe piața financiară, relansarea creditării și continuarea procesului de consolidare în sectorul financiar-bancar.

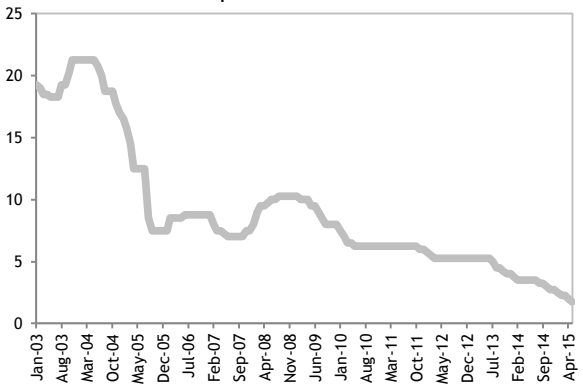
PIAȚA MONETARĂ

- În aprilie piața monetară a resimțit operațiunile REPO ale BNR (una de 4.5 miliarde RON din 6 aprilie și una de 813 milioane RON din 27 aprilie) (menite să atenueze presiunea indusă de scăderea lichidității), scadența unei emisiuni de titluri de stat de 7 miliarde RON (pe 30 aprilie) și lansarea emisiunii de obligațiuni de 2.2 miliarde RON de către Primăria București. Totodată, plata pensiilor/salariilor publice și a impozitelor către stat și schimbarea perioadei de constituire a rezervelor minime obligatorii au influențat dinamica ratelor de dobândă din piața monetară.
- Astfel, în medie lunară, ratele de dobândă au crescut în aprilie față de martie, în special pe scadențele foarte scurte (până la o lună): overnight la 1.54% (+67% lună/lună), tomorrow next la 1.60% (+69% lună/lună).
- Cu toate acestea, comparativ cu finalul lunii martie, la finele lunii aprilie, ratele de dobândă din piața monetară erau mai mici, pe majoritatea scadențelor: overnight la 2.22% (în scădere cu 16 puncte bază), tomorrow next la 2.21% (în atenuare cu 17 puncte bază); ROBOR la 3 luni la 1.48% (în stagnare); ROBOR la 6 luni la 1.65% (în declin cu 4 puncte bază).

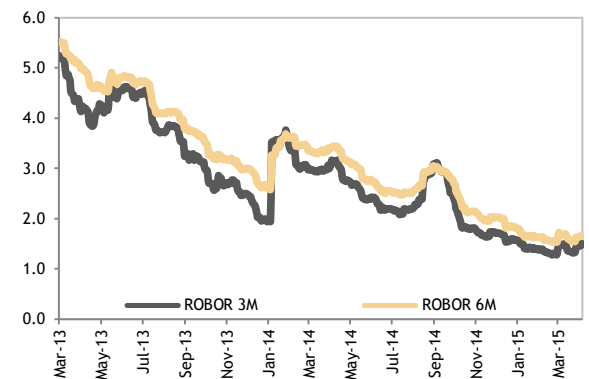
inflația pe componente (% , an/an) sursa: INS



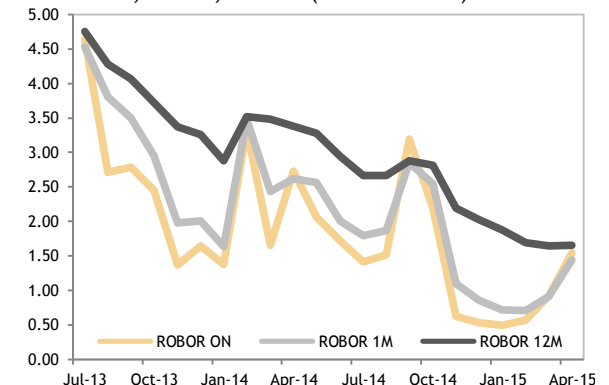
rata de dobândă de politică monetară sursa: BNR



ROBOR 3 luni vs. ROBOR 6 luni sursa: BNR



ROBOR ON, 1 lună, 12 luni (medie lunară) sursa: BNR



PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- În aprilie piața internă a **titlurilor de stat** a resimțit evoluțiile macro-financiare din SUA și Zona Euro și informațiile macroeconomice interne (reducerea TVA la alimente și servicii de alimentație de la 24% la 9% începând cu 1 iunie anul curent).
- În SUA s-au consemnat evoluții mixte ale indicatorilor macroeconomici comunicați în aprilie. Se notează evoluția echilibrată a veniturilor și consumului, stabilizarea inflației anuale și dinamica serviciilor în perioada recentă. Pe de altă parte, producția industrială a scăzut în martie, iar comenzile de bunuri de capital s-au menținut pe tendință descendentă. La a treia ședință de politică monetară din 2015 FED a considerat că evoluția recentă a economiei SUA a fost influențată de factori temporari, semnalând că demararea procesului de normalizare a ratei de dobândă de referință este condiționată de convergența inflației către ținta de 2% an/an și de continuarea procesului de ameliorare din piața forței de muncă. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani a crescut cu 5.6% între final de martie și final de aprilie, la 2.035%. În aprilie rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani din SUA a înregistrat un nivel mediu de 1.925%, în scădere cu 5.5% față de martie.
- În Europa s-au consemnat evoluții favorabile ale indicatorilor macroeconomici din perioada recentă, conturându-se premise de accelerare pe termen scurt. Încrederea investitorilor a atins maximul din august 2007, dinamica creditului neguvernamental a revenit în teritoriu pozitiv, iar prețurile de consum au stagnat în aprilie (an/an), după patru luni de scădere. Cu toate acestea, situația Greciei se menține critică pe termen scurt, în absența unui acord între guvernul elen și Troika. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat germane la 10 ani a crescut cu 96.8% între final de martie și final de aprilie, la 0.364%. În aprilie acest indicator a consemnat un nivel mediu de 0.163%, în scădere cu 37.6% față de martie, evoluție influențată de programul monetar neconvențional în derulare la BCE din 9 martie.
- În România s-au consemnat evoluții macroeconomice favorabile recent, iar Guvernul a decis scăderea TVA la alimente și servicii de alimentație, de la 24% la 9%, începând cu 1 iunie. Piața financiară internă a încorporat aceste decizii (cu impact de atenuare a inflației pe termen scurt și de accelerare a economiei pe termen mediu-lung) dar și evoluțiile externe (îndeosebi, cele europene). Astfel, ratele de dobândă s-au redus pe scadențele scurte și medii și au crescut pe scadența 10 ani (la 3.37%) între final de martie și final de aprilie. Prin urmare, **spread-ul de dobândă** a urcat cu 24 puncte bază între 31 martie și 30 aprilie, la 2 puncte procentuale.
- În aprilie Administrația s-a împrumutat cu 2.7 miliarde RON pe piața internă, prin titluri de stat (1.7 miliarde RON) și certificate de trezorerie (1 miliard RON).

PIAȚA VALUTARĂ

- În aprilie cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.3965-4.4508) la BNR, notându-se o intensificare a volatilității, către nivelul maxim din ultimele trei luni. Cursul a consemnat un nivel mediu de 4.4166 în aprilie, în scădere cu 0.37% față de martie și, totodată, cel mai redus din ultimele șase luni.
- La final de aprilie cursul EUR/RON se situa la 4.4198, în creștere cu 0.2% față de finalul lunii martie, dar în scădere cu 1.4% raportat la finalul anului 2014.
- Printre factorii care au influențat dinamica cursului EUR/RON în aprilie se menționează climatul macro-financiar extern (inclusiv situația financiară a Greciei), și factorii interni: dinamica indicatorilor macroeconomici, diferențialul de rată reală de dobândă (România vs. Zona Euro), perioada Sărbătorilor Pascale (intrări de capital de la românii din străinătate), semnalele de politică economică.

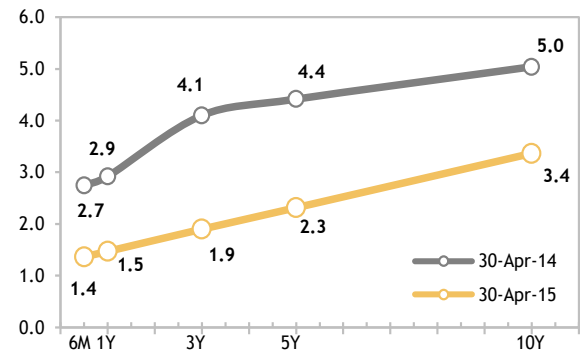
PIAȚA BURSIERĂ

- Climatul macro-financiar extern predominant favorabil (indicele S&P 500 a crescut cu 0.9%), premisele de accelerare economică într-un context de stabilitate financiară și scăderea ratelor de dobândă pe plan intern, coroborate cu știrile din sfera companiilor listate (inclusiv AGA, Raportările anuale, planurile de dividende și listarea FP pe piața londoneză) au determinat o creștere a pieței interne de capital în aprilie, către maximele din vara anului 2008 (BET a urcat cu 6.7%, la 7,547.5 puncte (+6.6% de la începutul anului)).

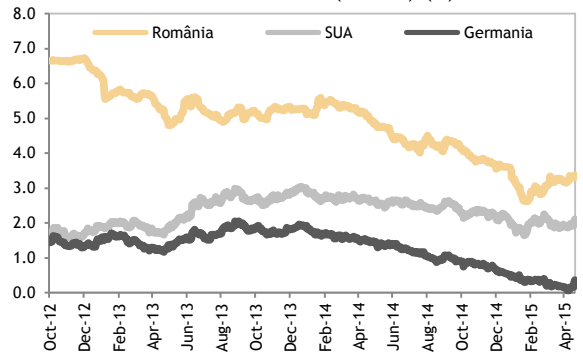
licitații M. Finanțe (aprilie)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1418DBN040	460.0	Ian-2018	2.11
RO1320DBN022	345.0	Apr-2020	2.36
RO1425DBN029	215.9	Feb-2025	3.20
RO1121DBN032	221.6	Iun-2021	2.70
Ro1419DBN014	460.0	Iun-2019	2.33
RO1516CTN078	1,000.0	Mar-2016	1.46

sursa: M. Finanțe

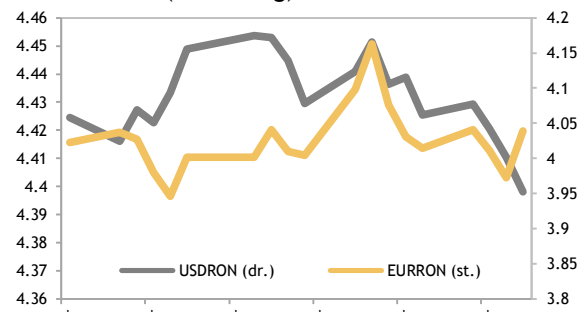
curba randamentelor sursa: BNR



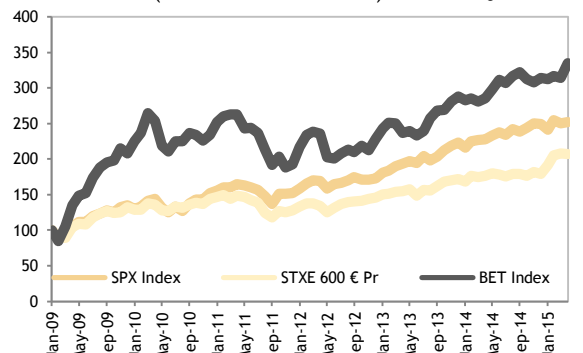
rate de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



curs de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



indici bursieri (S&P/STOXX600/BET) sursa: Bloomberg

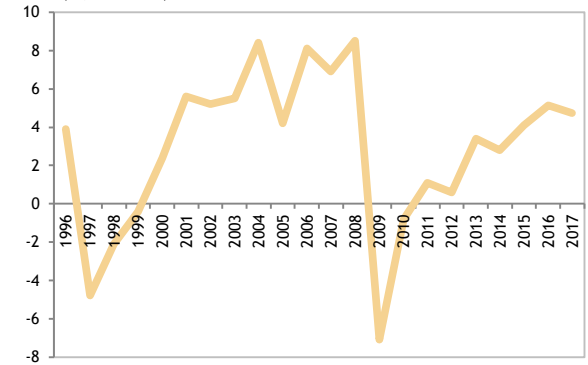


SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

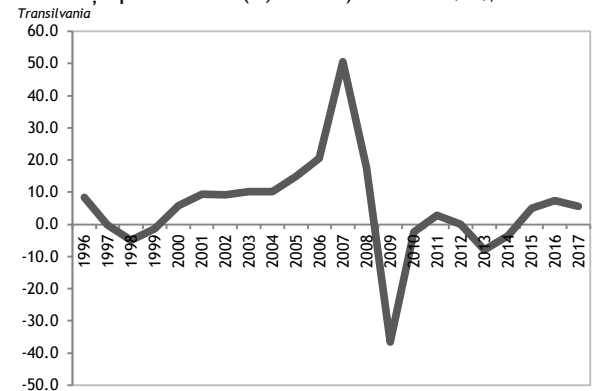
ECONOMIA REALĂ

- Evoluțiile macroeconomice și financiare globale și interne din ultimele săptămâni au confirmat în mare parte scenariul macroeconomic central, prezentat în cadrul Raportului BT pe luna martie.
- Vom actualiza acest scenariu central după incorporarea primelor estimări privind dinamica PIB-ului din trimestrul I 2015 (datele vor fi publicate de INS la jumătatea lui mai), noile previziuni urmând să fie prezentate în cadrul Raportului BT pe luna mai.
- În scenariul curent previzionăm o accelerare a economiei interne pe termen scurt și mediu: PIB-ul ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 4.1% în 2015, 5.1% în 2016 și 4.7% în 2017.
- Acest scenariu care se axează pe redinimizarea investițiilor productive (componenta cea mai nefavorabil afectată de valurile Marii Recesiuni) este confirmat de evoluțiile recente ale indicatorilor avansați și este susținut de o serie de factori: relansarea Zonei Euro (principalul partener economic); nivelul minim istoric al costurilor de finanțare și relansarea creditării în RON; încasările record din export în ultimele trimestre; deciziile recente și perspectivele de politică economică pe plan intern (atât de natură monetară, dar și fiscal-bugetară). Previzionăm o creștere moderată a investițiilor productive pe termen mediu: 5% an/an în 2015, 7.5% an/an în 2016 și 5.6% an/an în 2017.
- Inflexiunea investițiilor productive se va resimți în piața forței de muncă: rata medie anuală a șomajului s-ar putea reduce la 6.2% în 2015, 5.8% în 2016 și 5.4% în 2017.
- Scăderea șomajului, nivelul redus al inflației și presiunile de majorare a salariilor (influențate și de politica de venituri a statului în contextul convergenței economice europene) sunt factori care concurează la o performanță bună și echilibrată a consumului privat. Pentru principala componentă a PIB ne așteptăm la ritmuri medii anuale de 3.8% în 2015, 5% în 2016 și 4.6% în 2017.
- Pe de altă parte, previzionăm o decelerare a consumului public pe termen mediu, în contextul perspectivelor de reducere a taxării indirecte, dar și pe fondul constrângerilor normelor europene în vigoare. Această componentă a PIB ar putea crește cu ritmuri anuale de 0.7% în 2015, 0.1% în 2016, respectiv 0.6% în 2017.
- În acest scenariu cererea externă netă va avea o contribuție benignă (nulă) la dinamica anului a PIB pe termen mediu. Exporturile ar putea crește cu ritmuri anuale de 4.7% în 2015, 8.2% în 2016, respectiv 7.6% în 2017. Pentru importuri previzionăm creșteri cu rate medii anuale de 6% în 2015, 7.2% în 2016, respectiv 6.5% în 2017.
- Concretizarea acestui scenariu macroeconomic central va determina convergența nivelului PIB/locuitor din România (indicator al convergenței economice reale) spre media europeană (până spre 57% din media Zonei Euro în 2017).
- Printre factorii de risc pentru acest scenariu menționăm: evoluțiile macro-financiare global/europene (inclusiv situația Greciei); contextul geo-politic regional dificil; posibilitatea devierii de la un comportament de consum/investiții echilibrat în România, cu implicații pentru stabilitatea macro-financiară și pentru durabilitatea procesului de convergență către media europeană (dinamica binomului salarii-productivitate); riscurile politice asociate anului electoral 2016 (inclusiv tergiversarea reformelor structurale).

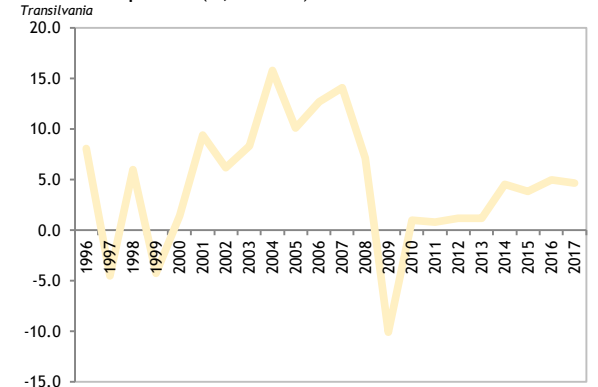
PIB (% , an/an) sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



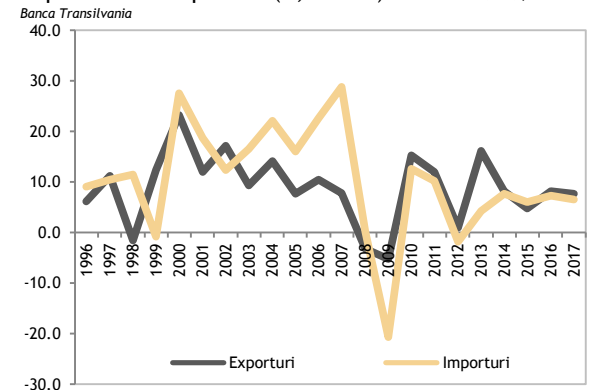
investiții productive (% , an/an) sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



consumul privat (% , an/an) sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



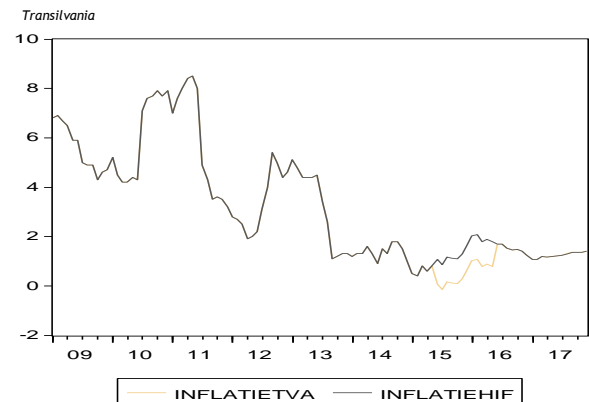
exporturi vs. importuri (% , an/an) sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



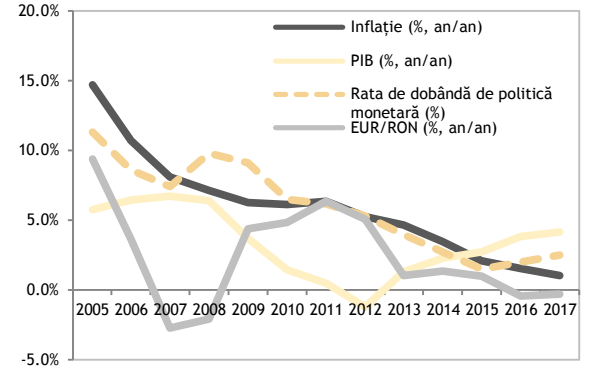
ECONOMIA FINANCIARĂ

- La nivelul economiei financiare am actualizat scenariul de previziune, prin prisma incorporării evoluțiilor macro-financiare recente, dar și a semnalelor de politică monetară din SUA, Europa, România.
- Astfel, conform scenariului central actualizat inflația medie anuală va atinge un nou minim istoric în 2015 (0.36%), după care va accelera la 1.25% în 2016. Pentru 2017 ne așteptăm la o inflație medie anuală de 1.24%. Acest scenariu ia în considerare reducerea TVA la bunuri alimentare și servicii de alimentație de la 24% la 9% începând cu 1 iunie anul curent.
- În acest context, ne așteptăm la noi măsuri de relaxare a politicii monetare pe termen scurt. Incorporând semnalele emise de BNR la ședința de politică monetară din luna mai considerăm că este posibilă o nouă reducere a ratei de dobândă de referință în 2015 (la 1.5%), dar mai ales continuarea procesului de convergență a nivelului ratelor rezervelor minime obligatorii către nivelul din Zona Euro.
- Cu toate acestea, perspectiva accelerării economice pe plan intern, într-un context caracterizat prin relansarea Zonei Euro ar putea determina BNR să majoreze gradual rata de dobândă de referință în 2016 și 2017 - un proces de normalizare a politicii monetare.
- Prin urmare, ne așteptăm ca ratele de dobândă pe piața monetară să se consolideze în jurul minimelor istorice, cu variații mai ample în perioadele de plată a dărilor lunare către stat, dar și a pensiilor și a salariilor publice.
- În ceea ce privește piața titlurilor de stat am revizuit prognozele pentru nivelul ratei de dobândă la obligațiunile pe 10 ani, prin incorporarea evoluțiilor recente din piețele financiare, dar și a previziunilor actualizate privind dinamica inflației și a ratei reale de dobândă (SUA, Zona Euro, România).
- Astfel, în noul scenariu rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat la 10 ani ar putea să scadă la 2.9% în 2015. Pentru 2016 ne așteptăm la o majorare a acestui indicator, la un nivel mediu de 3.6%, pe fondul perspectivelor de inflexiune monetară în Statele Unite și de accelerare economică în Zona Euro și România. Pentru 2017 ne așteptăm la o rată medie anuală de dobândă la titlurile de stat la 10 ani de 3.2%.
- Pentru luna mai Ministerul de Finanțe a programat licitații cu certificate de trezorerie (800 milioane RON) și titluri de stat (1.4 miliarde RON). În această lună vor ajunge la scadență trei emisiuni de certificate de trezorerie, în volum tot de 1.7 miliarde RON.
- Pentru piața valutară am actualizat previziunile pe termen mediu, prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (externe și interne) în cele zece modele econometrice. În scenariul central actualizat ne așteptăm la scăderea cursului EUR/RON de la 4.44 în 2014 la 4.41 în 2015, 4.39 în 2016 și 4.37 în 2017. Altfel spus, previzionăm o apreciere a monedei naționale pe termen mediu, pe fondul perspectivelor de accelerare economică pe plan intern, cu impact de atractivitate pentru fluxurile internaționale de capital.
- Subliniem faptul că pe măsură ce se conturează scenariul aderării la Zona Euro una din temele cele mai importante va fi paritatea EUR/RON de intrare în Uniunea Monetară. Din acest punct de vedere, ne așteptăm la reacții ale pieței în trimestrele următoare, pe măsura evoluțiilor procesului de pregătire a aderării la EURO.
- Printre principalii factori de risc pentru acest scenariu se menționează: evoluțiile macro-financiare din SUA, Zona Euro; tensiunile geo-politice regionale; riscul de intrare în incapacitate de plată a Greciei; deciziile de politică economică pe plan intern, mai ales în contextul anului electoral 2016.

previziuni inflație (IAPC) (% , an/an) sursa: Banca



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



licitații M. Fnante (mai) sursa: M. Finanțe	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
11-Mai-2015	460	Titluri	17-Ian-2018
14-Mai-2015	460	Titluri	24-Iun-2019
18-Mai-2015	400	Certificate	18-Mai-2016
21-Mai-2015	460	Titluri	29-Apr-2020
25-Mai-2015	400	Certificate	25-Noi-2015

titluri în circulație sursa: BNR	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1415CTN0B1	612.7		Aug-15
RO1516CTN060	1,016.4		Mar-16
RO1418DBN040	3,792.8	3.25	Ian-18
RO1419DBN014	6,801.4	4.75	Iun-19
RO1425DBN029	4,451.8	4.75	Feb-25

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania	Min	Medie	Max	Mediana
2015	4.3415	4.41	4.5110	4.41
2016	4.3256	4.39	4.4409	4.40
2017	4.2859	4.37	4.4399	4.39



ANALIZĂ

dr. Andrei Rădulescu

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

Dan Rusu, CMT

Analist Șef | BT Securities
 (+4)0264.430.564 int225 | (+4)0264.431.718
 dan.rusu@btsecurities.ro

Marius Tiberiu Mureșan

Analist Investiții | BT Asset Management
 (+4)0264.301.920 | (+4)0741.200.052
 mariustiberiu.muresan@btam.ro

VÂNZĂRI & TRANZAȚIONARE

Călin Condor

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

Dan Dascăl

Director Operațiuni | BT Securities
 (+4)0264.430.564 | (+4)0264.431.718 | (+4)0744.813.450
 dan.dascal@btsecurities.ro

Aurel Bernat

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

Grupul Financiar Banca Transilvania



- cursuri spot - operațiuni cont [accesează AICI](#)
 - depozite - persoane juridice [accesează AICI](#)
 - cursuri case de schimb [accesează AICI](#)
 - titluri de stat și operațiuni REPO [accesează AICI](#)
-
- tranzacționare online pe bursele din București și Viena [accesează AICI](#)
 - credite marjă [accesează AICI](#)
 - administrare discreționară [accesează AICI](#)
 - împrumuturi de acțiuni pentru vânzarea în lipsă [accesează AICI](#)
-
- fonduri de venit fix în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
 - fonduri mixte (max. 20% acțiuni) [accesează AICI](#)
 - fonduri de acțiuni (indice sau fără reper) în lei sau euro [LEI sau EUR](#)
-
- finanțări rapide către persoane fizice, credite de consum pentru nevoi personale sau pentru achiziții în rate în locațiile comercianților parteneri [accesează AICI](#)
-
- acces rapid și simplificat la suport financiar în vederea achiziției de bunuri de folosință îndelungată; se adresează persoanelor juridice, companii mici, mijlocii și corporate [accesează AICI](#)
-
- soluții de finanțare și management pentru folosința autovehiculelor, împreună cu administrarea externalizată a tuturor operațiunilor de care depinde funcționarea flotei auto [accesează AICI](#)

LIMITAREA RĂSPUNDERII

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

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

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

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

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

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

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

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

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