

## Succes confirmat în 2015! Atenție la stabilitate! | 7 august 2015

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

### Evoluții macroeconomice recente

- Ritmul de evoluție a economiei mondiale s-a consolidat în iulie, pe fondul accelerării ușoare a sectorului de servicii, conform indicatorilor PMI.
- Se evidențiază economia SUA (creștere cu 2.6% an/an în semestrul I), susținută de avansul investițiilor (6.1%) și consumului privat (3.2%). În acest context, FED este pregătită să inițieze ciclul de majorare a ratei de dobândă.
- În Zona Euro percepția de risc macro-financiar s-a atenuat (după ce Grecia a acceptat propunerile UE), iar indicatorii economici continuă traiectoria ascendentă.
- Pe plan intern, economia a resimțit, recent, impactul reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9%, începând cu 1 iunie): comerțul cu amănuntul a accelerat la 7.9% an/an în iunie, lună în care dinamica prețurilor de consum a înregistrat valori negative (-1.55% an/an).
- Luând în considerare și traiectoria stabilității macro-financiare, **2015 se conturează ca anul economic cu cel mai ridicat succes din ultimele decenii.**
- Piața financiară internă a fost influențată în iulie atât de evoluțiile macro-financiare externe (criza elenă), dar și de factori interni (semnalele de politică economică). Se notează declinul ratelor de dobândă pe piața titlurilor de stat, scăderea cursului EUR/RON și creșterile pe piața de acțiuni.

### Scenariul macroeconomic central

- Dinamica recentă a indicatorilor macro-financiar din Statele Unite, Zona Euro și România a confirmat scenariul central al Băncii Transilvania, actualizat în cadrul Raportului macroeconomic pe luna iunie. Prin urmare, menținem acest scenariu până la comunicarea datelor pe trimestrul II și reexaminarea Noului Cod Fiscal.
- Previzionăm că economia internă va accelera în perioada 2015-2017 (ritm mediu anual de 4.8%), într-un proces determinat de relansarea investițiilor productive (6.3% pe an, în medie), care să fie resimțit la nivelul tuturor ramurilor economiei.
- În acest context al începutului unui nou ciclu economic atragem atenția cu privire la riscurile asupra stabilității macro-financiare pe termen mediu, dacă se vor aplica măsurilor din sfera politicilor fiscal-bugetare și de venituri (așa cum au fost propuse).
- În economia financiară ne așteptăm la consolidare până la finalul verii, posibil urmată de volatilitate, în funcție de deciziile/semnalele FED din SUA și de perspectiva politicii economice interne. Am menținut, deocamdată, previziunile pentru inflație, cursul de schimb și rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani.
- Riscurile acestui scenariu constau în: posibilitatea adoptării unor măsuri fiscal-bugetare și de venituri care să exacerbeze creșterea pe termen scurt, în detrimentul performanței macro-financiare pe termen mediu (cu implicații pentru percepția de risc investițional); climatul macro-financiar global/european; tensiunile geo-politice regionale; posibilitatea intensificării percepției de risc politic pe plan intern.

#### scenariul macroeconomic central

indicator / an	2013	2014	2015	2016	2017
PIB (miliarde EUR)	144.3	150.0	157.2	169.9	179.4
PIB (% an/an)	3.4	2.8	4.6	5.1	4.7
Consum privat (% an/an)	1.2	4.5	4.5	5.0	4.6
Investiții productive (% an/an)	-7.9	-3.5	5.8	7.5	5.6
Consum public (% an/an)	-4.8	5.3	1.1	0.1	0.6
Exporturi (% an/an)	16.2	8.1	5.6	8.2	7.6
Importuri (% an/an)	4.2	7.7	7.3	7.2	6.5
Rata șomajului (%)	7.1	6.8	6.8	6.4	5.9
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	3.2	1.4	0.0	0.7	1.0
Dobânda de politică monetară (%)	4.00	2.75	1.75	2.00	2.50
Deficit bugetar (% PIB)	2.2	1.5	1.0	1.0	1.0
Datoria publică (% PIB)	38.0	39.8	38.5	35.7	33.9
Contul curent (% PIB)	-1.2	-0.5	-0.7	-1.5	-1.7
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	5.4	4.6	3.6	4.2	3.9
EUR/RON (medie anuală)	4.42	4.44	4.44	4.35	4.36

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

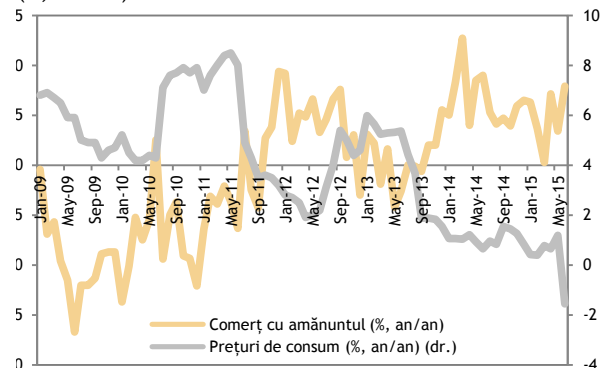
structura PIB	2012 (%)	2013 (%)	2014 (%)
Consum privat	63.1	62.0	62.7
Consum public	14.9	14.2	14.2
Investiții productive	27.5	23.8	22.0
Exporturi	37.4	39.7	41.1
Importuri	42.3	40.4	41.0

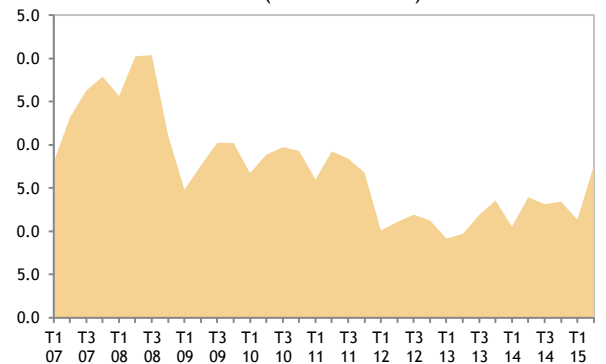
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T1/2015	4.3	-
rata inflației IPC	lun-2015	-1.55	-
rata șomajului	lun-2015	-	7.0
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

### comerțul cu amănuntul vs. prețurile de consum (% an/an) sursa: Eurostat



### volumul creditelor noi (miliarde RON) sursa: BNR



### calendar macroeconomic august 2015

instituție	data	indicator
BNR	4 august	Ședința de politică monetară
INS	4 august	Comerțul cu amănuntul (Iun)
BNR	4 august	Raport lunar (Iun)
INS	6 august	Salariul mediu net (Iun)
INS	7 august	Comenzile noi în industrie (Iun)
INS	10 august	Balanța comercială (Iun)
INS	11 august	Dinamica prețurilor de consum (Iul)
INS	11 august	Producția industrială (Iun)
INS	12 august	Sectorul de construcții (Iun)
BNR	13 august	Balanța de plăți (Iun)
INS	14 august	PIB-ul (T2, P)
BNR	25 august	Indicatorii monetari (Iul)
BNR	26 august	Rata restanțelor la credite (Iul)
INS	28 august	Tendințe în economie (Aug-Oct)
INS	28 august	Autorizații construcții locuințe (Iul)
BNR	31 august	Rate de dobândă bancare (Iul)

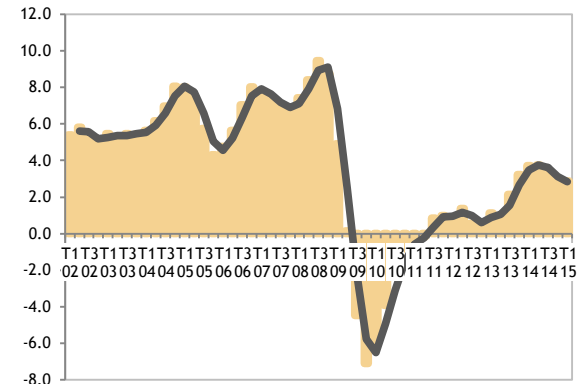
Sursa: INS, BNR

## EVOLUȚII RECENTE

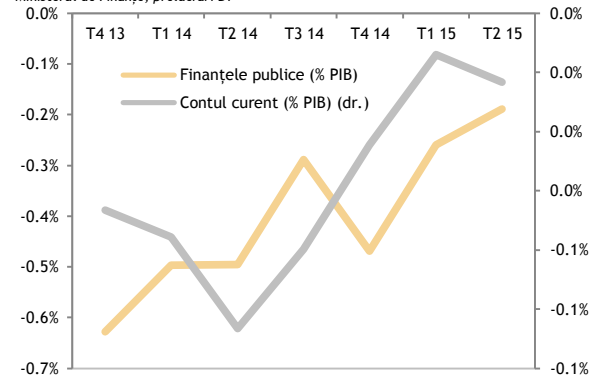
### ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Conform estimărilor provizorii (2) ale Institutul Național de Statistică (INS) economia României a accelerat în trimestrul I: dinamică trimestrială de 1.5%; ritm anual de 4.3%. Această evoluție a fost determinată de accelerarea cererii interne, care a contribuit cu 5.7 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB-ului.
- Se evidențiază evoluția investițiilor productive, în accelerare la 8.3% an/an, evoluție care confirmă intrarea economiei într-un nou ciclu.
- Totodată, consumul privat (principala componentă a PIB) a accelerat la 4.9% (cea mai bună dinamică din ultimele patru trimestre), evoluție determinată de majorarea venitului real disponibil al populației, dar și de relansarea creditării în RON și intensificarea procesului de fiscalizare a economiei informale.
- Pe de altă parte, cererea externă netă a contribuit negativ la dinamica anuală a PIB, -1.3 puncte procentuale, evoluție determinată de accelerarea semnificativă a importurilor (la 11.4% an/an, de la 5.9% an/an în T4 2014). Exporturile au crescut cu doar 8.4% an/an, ritm în accelerare de la 3.7% an/an în T4 2014.
- Din perspectiva ofertei agregate se evidențiază dinamica construcțiilor (+6.1% an/an), agriculturii (+8.9% an/an) și IT&C (+12.3% an/an).
- Evoluțiile macroeconomice favorabile din perioada recentă confirmă accelerarea economiei într-un context de stabilitate macro-financiară (după cum se poate nota în graficul al doilea din dreapta). Continuarea *poveștii de succes a economiei României în 2015 este dependentă atât de climatul extern dar mai ales de consolidarea traiectoriei stabilității macro-financiare.*
- Se evidențiază accelerarea consumului privat, pe fondul resimțirii impactului reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație, de la 24% la 9% (începând cu 1 iunie). Conform INS, vânzările din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat) au accelerat la 7.9% an/an în iunie, dată fiind dinamica componentei produse alimentare/băuturi/tutun (în urcare cu 22% an/an). În primul semestru din 2015 comerțul cu amănuntul a crescut cu 4.8% an/an.
- De asemenea, sectorul de construcții se află în plin proces de relansare, după evoluțiile nefavorabile din perioada crizei economico-financiare. În primele cinci luni din 2015 acest sector (intensiv în capital și forță de muncă) a urcat cu 10.2% an/an: componentele clădiri nerezidențiale, inginerie civilă și clădiri rezidențiale au consemnat ritmuri anuale de 8.2%, 9.4%, respectiv 16.9%.
- Pe de altă parte, industria pierde din turație, evoluție determinată de deteriorarea productivității muncii (după cum se poate nota în al patrulea grafic din dreapta). În primele cinci luni ale anului industria prelucrătoare a crescut cu doar 2.9% an/an, conform INS (per ansamblu, producția industrială a urcat cu 2.2%).
- În ceea ce privește cererea externă netă, exporturile au crescut cu 4.7% an/an, la 22.3 miliarde EUR în perioada ianuarie-mai, conform INS. Avansul importurilor cu 5.4% an/an (la 24.8 miliarde EUR) a determinat intensificarea deficitului balanței comerciale (cu 11.9% an/an, la 2.6 miliarde EUR) în primele cinci luni ale anului.

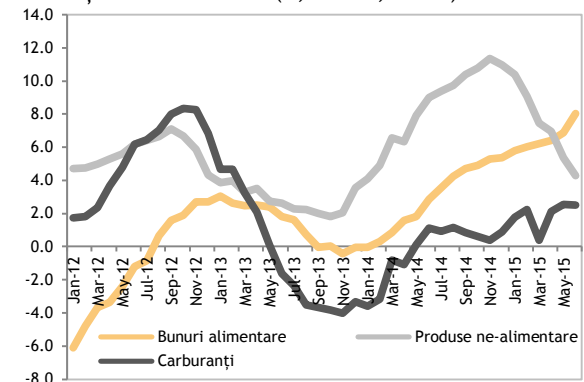
dinamica PIB (% , an/an, MA4) sursa: Eurostat, INS



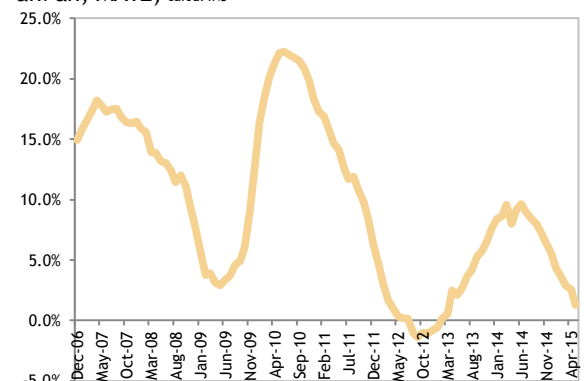
contul curent vs. finanțele publice (% PIB, MA4) sursa: INS, Ministerul de Finanțe, prelucrări BT



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



productivitatea muncii în industria prelucrătoare (% , an/an, MA12) sursa: INS



## PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Datele INS indică scăderea numărului de șomeri (15-74 ani) în iunie, cu 0.5% lună/lună, la 642 mii (creștere cu 2.7% față de iunie 2014). În semestrul I numărul mediu lunar de șomeri s-a redus cu 0.6% an/an, la 632.7 mii.
- Prin urmare, **rata șomajului** a scăzut la 7% (de la 7.1% în luna mai). Această evoluție a fost determinată de declinul ratei șomajului la femei, de la 6.2% în mai la 5.9% în iunie. Pe de altă parte, rata șomajului la bărbați a crescut la 7.9% în iunie (de la 7.8% în mai).
- În iunie rata șomajului s-a situat în linie cu estimările din scenariul macroeconomic central BT. Considerăm că scăderea marginală a ratei șomajului a fost determinată de accelerarea sectoarelor care resimt pozitiv reducerea TVA la alimente și servicii de alimentație (aspect reflectat de scăderea ratei șomajului la femei, care au o pondere ridicată în forța de muncă din aceste ramuri).
- Pe de altă parte, majorarea salariilor și intensificarea procesului de fiscalizare în economie au condus la continuarea tendinței ascendente pentru șomajul la bărbați.

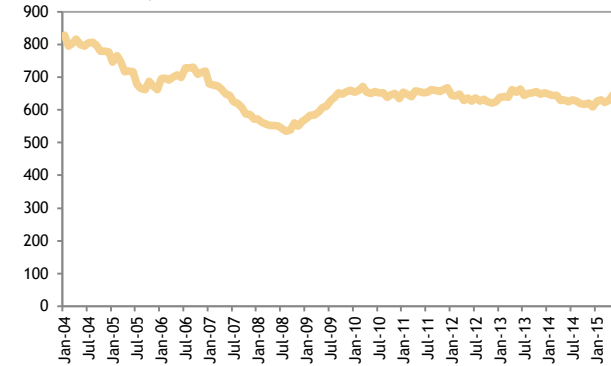
## ECONOMIA FINANCIARĂ

- În luna iulie dimensiunea financiară a economiei a resimțit climatul macro-financiar global/european, precum și știrile economice interne.

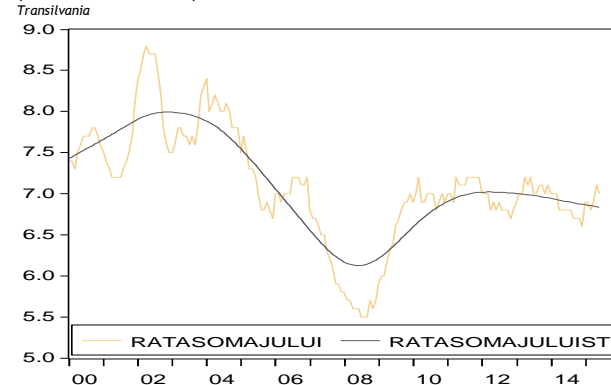
## PREȚURILE DE CONSUM

- În iunie **prețurile de consum** au scăzut cu 2.95% lună/lună, conform INS.
- Această dinamică a fost determinată de declinul componentei alimentare (37.48% din coșul de consum), cu un ritm lunar de 8.23%, în contextul reducerii TVA la alimente și servicii de alimentație, de la 24% la 9% (începând cu 1 iunie).
- Prețurile la bunuri nealimentare (44.05% din coșul de consum) au urcat cu 0.08% lună/lună, pe fondul creșterii prețurilor la combustibili și tutun/țigări, cu ritmuri lunare de 0.11%, respectiv 0.18%.
- Totodată, tarifele la servicii (18.47% din coșul de consum) au crescut cu 0.22% lună/lună în iunie, date fiind scumpirile la poștă/telecomunicații (+0.36%) și apă/canal/salubritate (+0.87%).
- Raportat la iunie 2014 prețurile de consum au scăzut cu 1.55% (nivel minim istoric), evoluție determinată de declinul componentei alimentare (cu 6.44% an/an).
- Pe de altă parte, prețurile la bunuri nealimentare și tarifele la servicii au consemnat ritmuri anuale de creștere de 0.76%, respectiv 2.48%.
- În ceea ce privește indicele armonizat al prețurilor de consum, în iunie s-a înregistrat o scădere cu 0.9% an/an.

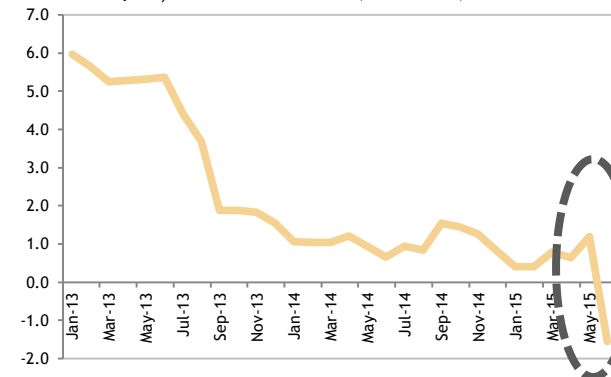
numărul de șomeri (mii) sursa: INS



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

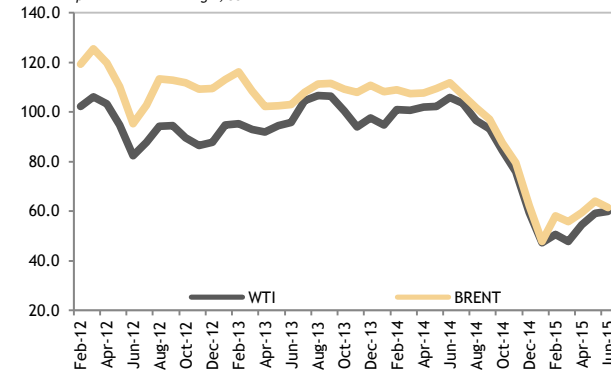


dinamica prețurilor de consum (% an/an) sursa: INS, Eurostat



cotații internaționale la țiței (dolari/baril)

sursa: Departamentul de Energie, SUA



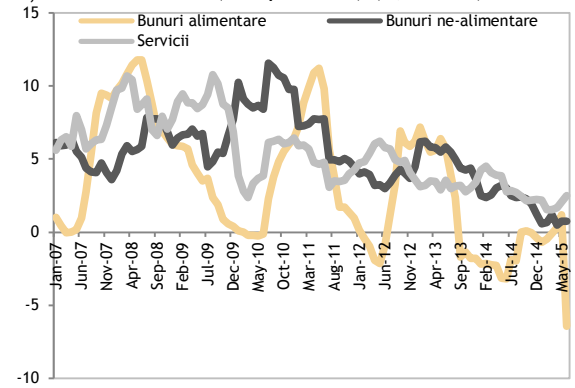
## POLITICA MONETARĂ

- La a șasea **ședință de politică monetară** din 2015 Banca Națională a României a decis menținerea ratei de dobândă de referință la 1.75% (nivel minim istoric) și păstrarea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%, respectiv 14%.
- Totodată, Consiliul de Administrație al băncii centrale a aprobat Raportul trimestrial asupra inflației (al treilea din acest an). În cadrul acestui Raport, BNR a redus semnificativ prognozele privind dinamica prețurilor de consum pentru final de 2015 (la -0.3% an/an) și final de 2016 (la 0.7% an/an), prin incorporarea prevederilor din Noul Cod Fiscal (aflat în reexaminare).
- Nu în ultimul rând, banca centrală și-a manifestat preocuparea cu privire la impactul propunerilor de măsuri din sfera politicii fiscal-bugetare (reduceri de taxe) și a politicii de venituri (noua lege a salarizării) asupra stabilității macroeconomice (considerată **activ public**), dar și la nivelul relațiilor cu creditorii internaționali.
- Practic, BNR este îngrijorată de posibilitatea implementării unor politici fiscal-bugetare și de venituri pro-ciclice, într-un moment în care, în economia mondială se intensifică divergențele de politică monetară, dar și riscurile în sfera economiilor emergente. Altfel spus, prudența BNR reflectă faptul că **implementarea politicilor pro-ciclice ar conduce la intersecția curbelor cererii și ofertei într-un alt punct de echilibru, în care nivelul optim al costului banilor este mult mai ridicat.**
- De asemenea, banca centrală este preocupată de posibilitatea **reapriinderii scânteii inflaționiste**, după disiparea impactului măsurilor de relaxare fiscal-bugetară, pe fondul perspectivelor de evoluție a cererii la un ritm peste potențial, dar și a presiunilor din sfera costului unitar cu forța de muncă.
- Semnalele de alarmă emise de BNR sunt influențate și de riscurile cu care se confruntă în prezent **economiile emergente**, mai ales în contextul **proximității momentului de demarare a scumpirii banilor în SUA** (cu implicații pentru costul finanțării în economia mondială).
- La Conferința de Presă de după ședință Guvernatorul BNR a reiterat importanța **dozării măsurilor** din sfera politicilor fiscal-bugetare și de venituri pentru evitarea unor abateri ale economiei interne de la **traectoria stabilității macroeconomice**.
- Apreciem că banca centrală a semnalat că este pregătită să inflexioneze politica monetară dacă se vor implementa măsurile (anunțate în prezent) în sfera politicii fiscale-bugetare și în sfera politicii de venituri.

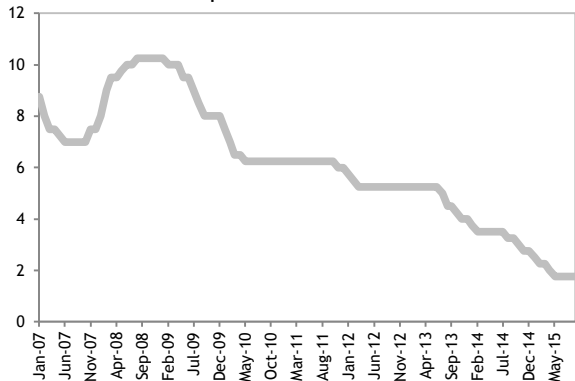
## PIAȚA MONETARĂ

- Piața monetară a resimțit în iulie impactul operațiunilor REPO derulate de BNR (pentru a contracara percepția de risc indusă de criza elenă) și presiunea pe final de lună determinată de plata impozitelor către stat (lunare și trimestriale).
- Se notează evoluții divergente ale ROBOR între final de iunie și finele lunii iulie: creșteri pe scadențele până la o săptămână (mai pronunțată pe overnight și tomorrow next, cu 8% la 0.94%, respectiv cu 10%, la 0.96%) și scăderi generalizate, în rest (mai pronunțate pe scadența o lună (cu 6%, la 1.08%)).
- Comparativ cu valorile de la finele anului 2014, la final de iulie ratele de dobândă erau mai mari pe scadențele până la o lună (în medie, cu 30 puncte bază) și mai reduse pentru scadențele trei luni - 1 an (în medie, cu 41 de puncte bază).
- Nivelul mediu lunar al ROBOR s-a situat în iulie, în medie, cu 45% sub valorile consemnate în luna corespunzătoare din 2014.

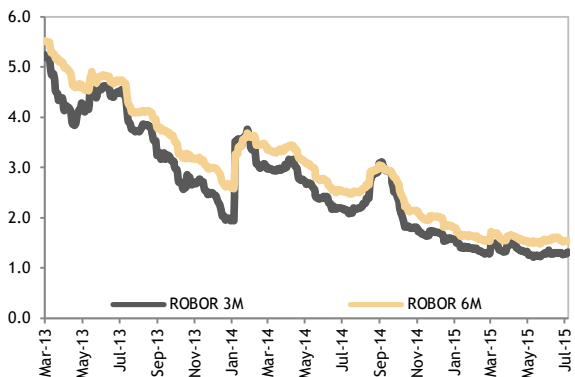
prețurile de consum (componente) (% an/an) sursa: INS



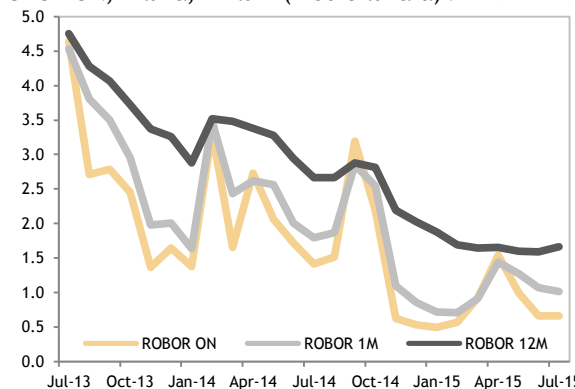
rata de dobândă de politică monetară sursa: BNR



ROBOR 3 luni vs. ROBOR 6 luni sursa: BNR



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



## PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- În iulie piața internă a titlurilor de stat a resimțit evoluțiile globale/europene și știrile interne (inclusiv dezbaterile privind Noul Cod Fiscal). Ratele de dobândă au scăzut după soluția la criza elenă, pe fondul scăderii primelor de risc.
- În SUA PIB-ul a crescut cu 2.3% (trimestrial, anualizat) în T2, dată fiind dinamica consumului privat (+1.99 puncte procentuale). Recent, s-au consemnat evoluții macroeconomice mixte, creșterea indicatorilor avansați (cu 0.6% lună/lună în iunie) fiind contrabalansată de deteriorarea încrederii consumatorilor în iulie. Totodată, cotațiile internaționale la țiței și alte bunuri au scăzut în iulie (conform indicelui **Bloomberg Commodities**), evoluție care exprimă premise de persistență a inflației la un nivel redus. La ședința din iulie FED a semnalat că prima majorare a ratei de dobândă ar putea avea loc, cel mai devreme, în septembrie. Astfel, rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani a scăzut cu 5.4% (între final de iunie și final de iulie), la 2.223% (+ 2.4% de la începutul anului) (medie lunară a scăzut cu 1.7%, la 2.320%)
- În Zona Euro atenția piețelor s-a axat în iulie pe criza elenă, rezolvată, temporar și parțial, prin acordul de la Summit-ul UE din 12-13 iulie (Grecia a acceptat reformele pentru a evita ieșirea din Zona Euro). Totodată, dinamica recentă a indicatorilor economici avansați și coincidenți exprimă rezistența regiunii la criza elenă. Nu în ultimul rând, inflația se menține redusă (0.2% an/an în iulie, conform Eurostat). Piața titlurilor de stat a reacționat la reducerea primelor de risc după acordul Grecia-UE, dar și la evoluțiile externe: rata de dobândă la titlurile de stat germane la 10 ani a scăzut cu 13.2% (între final de iunie și final de iulie) la 0.668% (+23.5% de la începutul anului) (media lunară în scădere cu 9.3%, la 0.756%).
- În România o serie de indicatori exprimă acumularea de moment în economie: dinamica creditului în RON, încrederea în economie și evoluția investițiilor străine directe. Totodată, în iulie au avut loc dezbateri privind Noul Cod Fiscal (nepromulgat de Președinte) fiind menționate riscurile la adresa stabilității macro-financiare. Pe de altă parte, dinamica anuală a prețurilor de consum a intrat în teritoriu negativ în iunie. Detensionarea crizei elene și evoluțiile interne au determinat scăderea ratei de dobândă pe scadența 10 ani cu 10.7% (între final de iunie și final de iulie), la 3.78% (+4.6% de la început de an) (media lunară în urcare cu 1.7%, la 3.974%).
- În iulie statul s-a împrumutat cu 2.1 miliarde RON (sub nivelul programat de 2.6 miliarde RON), din care 0.6 miliarde RON prin certificate de trezorerie.

## PIAȚA VALUTARĂ

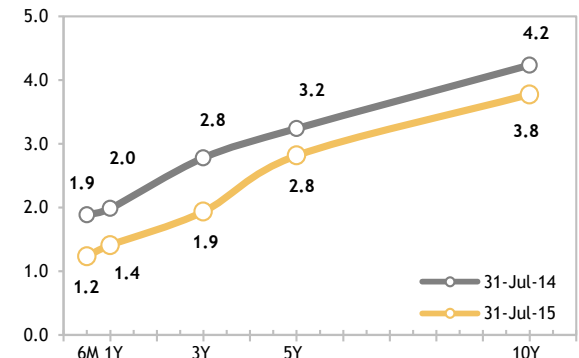
- În ultimele săptămâni dinamica pieței valutare interne a fost influențată, îndeosebi, de evoluția crizei elene, de semnalele de politică monetară din Statele Unite și de perspectivele macroeconomice și de politică economică pe plan intern.
- Cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4070-4.4854) la BNR în iulie, înregistrând o medie lunară de 4.4384, în scădere cu 0.7% față de nivelul mediu din iunie (creștere cu 0.6% raportat la media din iulie 2014).
- EUR/RON a închis luna iulie la 4.4070 (minimumul din aprilie), în scădere cu 1.5% față de finalul lunii iunie, cu 0.3% raportat la final de iulie 2014 și cu 1.7% comparativ cu finele anului 2014.

## PIAȚA BURSIERĂ

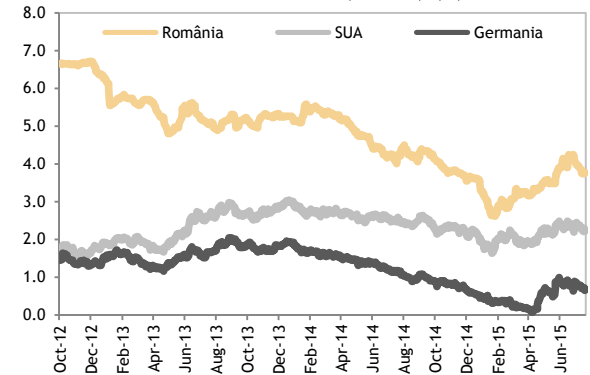
- Rezolvarea crizei elene, dinamica indicatorilor macroeconomici, rezistența la turbulențele bursiere din China și raportările financiare pe T2 au influențat bursele dezvoltate în iulie. În SUA indicele S&P 500 a urcat cu 2%, la 2,103.9 puncte, iar în Europa indicele Dow Jones Stoxx 600 a crescut cu 3.9%, la 396.4 puncte.
- În acest context internațional favorabil indicele BET a încheiat luna iulie cu un avans de 4.2%, la 7,603.2 puncte.

licitații M. Finanțe (iulie)	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1418DBN040	273.0	Ian-2018	2.15
RO1516CTN0C7	300.0	Iul-2016	1.55
RO1318DBN034	345.0	Noi-2018	2.27
RO1320DBN022	505.0	Apr-2020	2.88
RO1419DBN014	345.0	Iun-2019	2.46
RO1516CTN0D5	300.0	Feb-2016	1.21

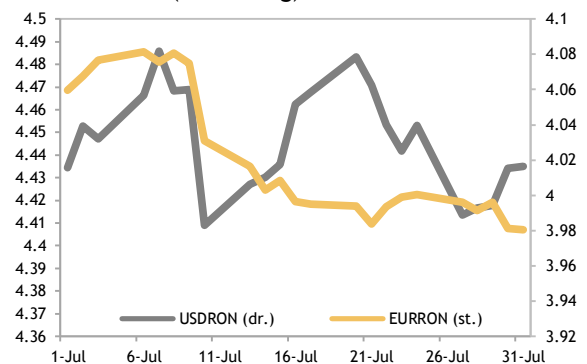
curba randamentelor sursa: BNR



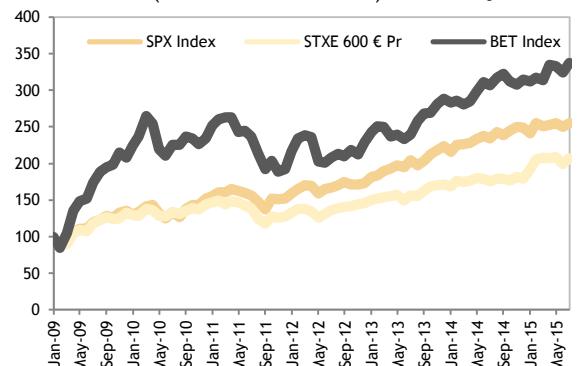
rate de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



curs de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



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



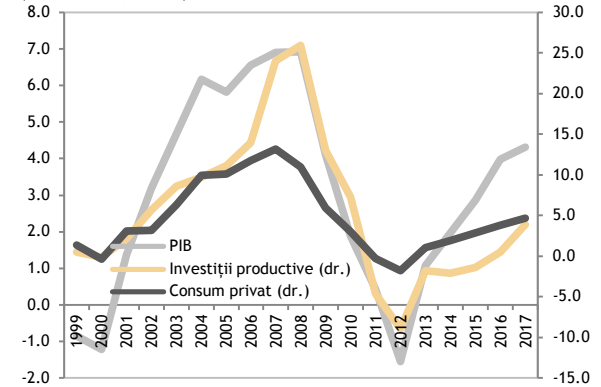


## SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

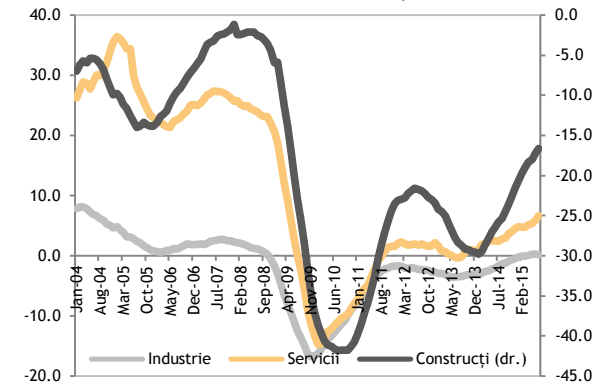
### ECONOMIA REALĂ

- Evoluțiile macro-financiare externe și interne recente au fost în linie cu scenariul macroeconomic central actualizat în cadrul Raportului macroeconomic pe iunie.
- În Statele Unite momentul economic se consolidează, notându-se dinamica consumului privat, a pieței imobiliare și a pieței forței de muncă. Prin urmare, se menține ridicată probabilitatea ca FED să demareze ciclul de majorare a ratei de dobândă de referință până la finalul anului (cel mai devreme, în septembrie).
- În Zona Euro percepția de risc privind criza elenă s-a redus după Summit-ul Uniunii Europene din 12-13 iulie. Grecia a primit finanțare pentru rambursarea datoriilor ajunse deja la scadență, a început să implementeze reformele structurale și ar putea semna acordul de finanțare internațională până la finalul lunii august. Trebuie menționat faptul că indicatorii macroeconomici din Zona Euro au prezentat evoluții favorabile în perioada recentă, notându-se rezistența la criza elenă.
- Pe plan intern economia accelerează, evoluție susținută de reducerea TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9% începând cu 1 iunie), cu impact pentru venitul real disponibil al populației, dar și de dinamica creditării în RON.
- În acest context, menținem previziunile macroeconomice pentru România, o actualizare a scenariului central urmând să fie realizată după comunicarea dinamicii PIB pe trimestrul al doilea și reexaminarea Noului Cod Fiscal.
- Acest scenariu indică accelerarea economiei interne pe termen mediu (ritm mediu anual de 4.8% între 2015-2017), pe fondul redinamizării cererii interne. Investițiile productive au inflexionat în a doua jumătate a anului trecut, situându-se pe o traiectorie ascendentă în prezent (ar putea crește, în medie, cu 6.3% pe an în perioada 2015-2017), evoluție care confirmă faptul că România a intrat într-un nou ciclu economic. Dinamica investițiilor productive este susținută de relansarea consumului intern, evoluția exportului la potențial, redinamizarea creditării și nivelul minim record al costurilor de finanțare.
- Relansarea investițiilor, reducerea TVA la alimente și servicii de alimentație, majorarea salariilor și dinamizarea creditării în RON (creditul în RON către populație a urcat cu 24.7% an/an în iunie) sunt factori care susțin consumul privat. Principala componentă a PIB ar putea accelera între 2015-2017 (ritm mediu anual de 4.7%).
- Pentru consumul public ne așteptăm la o evoluție mult mai lentă pe termen mediu (avans cu 0.6% pe an, în medie, între 2015-2017), date fiind constrângerile disciplinei bugetare (normele europene), mai ales într-un context caracterizat prin intenții de reducere a cotelor de impozitare.
- Pe de altă parte, cererea externă netă ar putea contribui marginal la dinamica anuală a PIB pe termen mediu în scenariul nostru central: exporturile și importurile ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 7.1%, respectiv 7% în perioada 2015-2017.
- Din perspectiva ofertei agregate, ne așteptăm ca începutul acestui ciclu economic să se resimtă la nivelul tuturor sectoarelor economice.
- Printre factorii de risc pentru economia internă pe termen mediu menționăm: mix-ul intern de politici economice (posibilitatea implementării unor politici fiscal bugetare și de venituri pro-ciclice) cu impact asupra stabilității macroeconomice; evoluțiile macro-financiare globale/europene, inclusiv divergențele de politică monetară din principalele blocuri economice ale lumii, semnalele de inflexiune monetară în SUA, turbulențele din piața financiară a Chinei; tensiunile geo-politice regionale; climatul politic intern (înainte de alegerile generale din 2016); dinamica binomului salarii-productivitate și a binomului investiții/economisire pe plan intern.

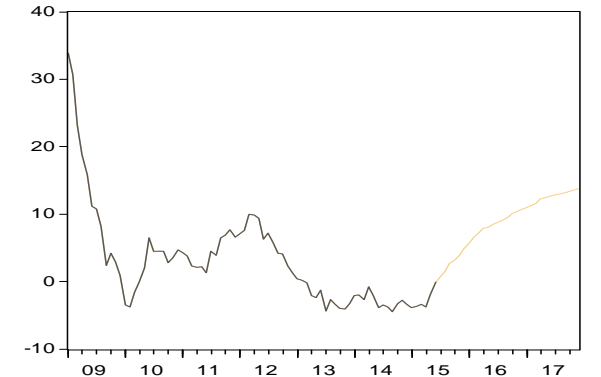
PIB-ul, investițiile productive, consumul privat (% an/an, MA4) sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



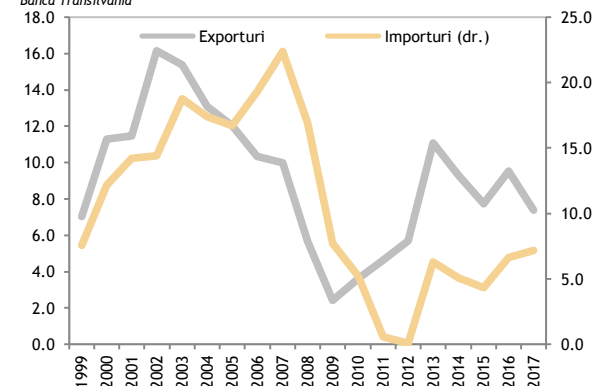
indicatorii de încredere sursa: Comisia Europeană



creditul neguvernamental (% an/an) sursa: BNR, previziuni Banca Transilvania



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

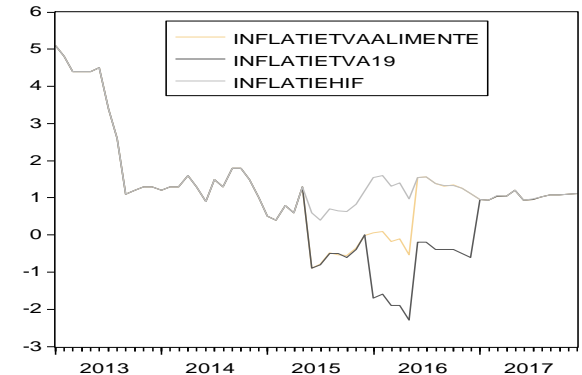


## ECONOMIA FINANCIARĂ

- În sfera financiară a economiei României evoluțiile din perioada recentă au fost convergente cu scenariul central conturat în cadrul Raportului pe luna iunie.
- Ca urmare, menținem, deocamdată, previziunile, atât pentru dinamica prețurilor de consum, dar și pentru cursul de schimb și rata de dobândă la titlurile de stat.
- Vom realiza actualizarea acestui scenariu după incorporarea datelor privind dinamica economiei în trimestrul al doilea și deciziile finale privind politica fiscal-bugetară și politica de venituri.
- În acest scenariu, dinamica anuală a prețurilor de consum va atinge un nou minim istoric în 2015 (0%), evoluție puternic influențată de reducerea TVA-ului la alimente și servicii de alimentație, de la 24% la 9% (începând cu 1 iunie). Ulterior, prețurile de consum vor accelera: dinamică medie anuală de 0.7% în 2016, respectiv 1% în 2017.
- Subliniem faptul că acest scenariu nu ia în considerare prevederile de relaxare fiscal-bugetară din Noul Cod Fiscal. Totodată, menționăm că, implementarea măsurilor din acest cod ar putea determina scăderea prețurilor de consum, în medie anuală, cu 1% în 2016 (după cum se poate nota în primul grafic din dreapta).
- În ceea ce privește politica monetară, ne așteptăm la o perioadă de consolidare pe termen scurt, date fiind semnalele clare de accelerare din perioada recentă, precum și riscurile asupra stabilității macro-financiare determinate de intențiile manifestate în sfera politicii fiscal-bugetare și în sfera politicii de venituri.
- Cu alte cuvinte, dacă se vor implementa măsuri fiscal-bugetare și de venituri prociclice este foarte probabil ca BNR să inflexioneze politica monetară (prin majorarea ratei de dobândă de referință în 2016).
- În ceea ce privește piața financiară, ne așteptăm la evoluții în consolidare pe termen foarte scurt (perioada vacanței de vară).
- Cu toate acestea, atragem atenția cu privire la faptul că piața financiară ar putea reacționa semnificativ (volatilitate), începând cu luna septembrie, la deciziile și semnalele de politică monetară din Statele Unite și la măsurile și perspectivele privind mix-ul interne de politici economice.
- Pentru piața monetară ne așteptăm la consolidare pe termen scurt (cu fluctuații mai importante la momentul plăților salariilor publice, pensiilor și dărilor la stat). Pe termen mediu evoluția ratelor de dobândă din piața monetară va fi dependentă de perspectivele privind politica monetară, o inflexiune a acesteia putând determina o majorare a ratelor de dobândă. De asemenea, percepția cu privire la riscurile de stabilitate macro-financiară poate influența evoluția pieței monetare.
- Pentru piața titlurilor de stat am menținut prognozele privind rata medie anuală de dobândă pe scadența 10 ani: scădere de la 4.6% în 2014 la 3.6% în 2015, urmată de o creștere la 4.2% în 2016. Pentru 2017 previzionăm un nivel mediu de 3.9%.
- În august statul intenționează să se împrumute cu 2.6 miliarde RON, din care 0.6 miliarde RON prin certificate de trezorerie. În această lună ajung la scadență emisiuni de titluri de stat și certificate de trezorerie de 713 milioane RON.
- În sfera pieței valutare continuăm să ne așteptăm la stabilitate pe termen scurt și la scăderea cursului EUR/RON pe termen mediu (niveluri medii anuale de 4.44 în 2015, 4.35 în 2016 și 4.36 în 2017). Atragem însă atenția cu privire la faptul că piața valutară va reacționa la modificări ale mix-ului de politici economice pe plan intern, dar și la evoluțiile climatului macro-financiar extern.
- Printre riscurile asociate acestui scenariu menționăm: deciziile și semnalele privind mix-ul intern de politici economice; evoluțiile macro-financiare internaționale; climatul geo-politic regional; contextul politic intern; posibile modificări de percepție ale investitorilor internaționali în ceea ce privește stabilitatea macro-financiară internă.

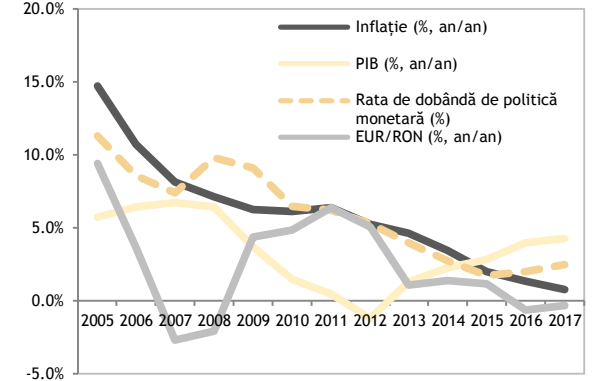
### previziuni prețuri de consum (IAPC) (% , an/an) sursa:

Banca Transilvania



### inflație/PIB/curs/dobândă de referință sursa: Eurostat,

Banca Transilvania



licitații M. Fnanțe (august) sursa: M. Finante	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Aug-2015	230	Titluri	26-Apr-2023
06-Aug-2015	345	Titluri	17-Ian-2018
10-Aug-2015	345	Titluri	11-Iun-2021
13-Aug-2015	300	Certificate	15-Feb-2016
17-Aug-2015	345	Titluri	24-Iun-2019
20-Aug-2015	300	Certificate	22-Aug-2016
24-Aug-2015	345	Titluri	29-Apr-2020
27-Aug-2015	345	Titluri	28-Noi-2018

titluri în circulație sursa: BNR	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1515CTN096	402.5		Noi-15
RO1516CTN0C7	304.7		Iul-16
RO1418DBN040	5,077.7	3.25	Ian-18
RO1320DBN022	7,280.8	5.75	Apr-20
RO1425DBN029	4,451.8	4.75	Feb-25

### previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2015	4.3401	4.44	4.5110	4.45
2016	3.8660	4.35	4.4834	4.39
2017	3.8695	4.36	4.4862	4.41



## 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 &amp; 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

**Cosmin Bota**

Director Adjunct Operațiuni Brokeri | BT Securities  
 (+4)0264.430.564 | (+4)0264.431.718 | (+4)0744.572.402  
 cosmin.bota@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 avis 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](https://www.bancatransilvania.ro/rapoarte-de-analiza/?utm_source=raportPDF&utm_medium=email&utm_campaign=raport-analiza-pdf).