

Evoluții macroeconomice recente

- În perioada recentă economia mondială s-a confruntat cu o nouă undă de turbulențe pe piețele financiare internaționale, determinate atât de perspectiva inflexiunii monetare în SUA (cu impact asupra costului finanțării pe glob), dar și de provocările cu care se confruntă China (a doua economie a lumii).
- În semestrul I PIB-ul SUA a crescut cu 2.8% an/an, în timp ce economia Zonei Eur a consemnat un avans de 1.4% an/an, evoluții determinate, în principal, de dinamica cererii interne.
- În România economia a decelerat în trimestrul II (la 3.3% an/an), dinamica din semestrul I situându-se la 3.7% an/an, conform INS. Se notează performanța consumului privat (+5.4% an/an) și a investițiilor productive (+8.1% an/an).
- În economia financiară dinamica prețurilor de consum continuă să fie influențată de reducerea TVA la alimente, dar și de scăderea cotațiilor la țitei. Piața financiară a resimțit recent turbulențele din piețele financiare externe și perspectivele interne de politică economică (aprobarea Noului Cod Fiscal reexaminat și propunerile în politică de venituri ar putea determina reacția politicii monetare în 2016/2017). Se notează inflexiunea ratelor de dobândă pe piața monetară și scăderea bursei în luna august.

Scenariul macroeconomic central

- Am revizuit scenariul central de previziune pentru economia reală și pentru economia financiară, prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (externe și interne), inclusiv a propunerilor din Noul Cod Fiscal reexaminat, aprobat de Parlament și promulgat de Președinte la începutul lunii septembrie.
- Conform scenariului central actualizat economia internă ar putea accelera pe termen mediu (ritmuri anuale de 4% în 2015, 4.8% în 2016, respectiv 5.7% în 2017), pe fondul dinamicii cererii interne (susținută de reducerile de taxe, relansarea creditării și majorările salariale).
- Considerăm că prevederile Noului Cod Fiscal reexaminat ar putea contribui la accelerarea ciclului economic (previzionăm o creștere a investițiilor productive cu peste 10% an/an în 2017), cu implicații la nivelul balanței comerciale și finanțelor publice (mai ales dacă se vor majora semnificativ salariile în sectorul public).
- La nivelul economiei financiare previzionăm persistența dinamicii anuale a prețurilor de consum în teritoriu negativ până în 2017, însă ne așteptăm la inflexiunea politicii monetare încă din 2016, dată fiind dinamica cererii interne. În acest context, prognozăm creșterea costului finanțării în economie și presiuni de scădere a cursului EUR/RON.
- Factorii de incertitudine pentru acest scenariu sunt: evoluțiile macro-financiare globale/europene; tensiunile geo-politice regionale; riscul deteriorării balanței între salarii-productivitate și investiții/economisire și climatul politic pe plan intern.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2013	2014	2015	2016	2017
PIB (miliarde EUR)	144.3	150.0	156.0	164.7	179.1
PIB (% an/an)	3.4	2.8	4.0	4.8	5.7
Consum privat (% an/an)	1.2	4.5	5.4	6.0	6.8
Investiții productive (% an/an)	-7.8	-3.6	7.0	8.7	10.4
Consum public (% an/an)	-4.8	5.3	1.3	1.1	1.0
Exporturi (% an/an)	16.2	8.1	6.0	6.8	7.0
Importuri (% an/an)	4.2	7.7	8.5	9.3	9.6
Rata șomajului (%)	7.1	6.8	6.8	6.4	5.9
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	3.2	1.4	-0.2	-0.6	0.6
Dobânda de politică monetară (%)	4.00	2.75	1.75	2.50	3.50
Deficit bugetar (% PIB)	2.2	1.5	1.0	1.5	1.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	39.8	38.8	37.9	35.4
Contul curent (% PIB)	-1.2	-0.5	-0.8	-2.0	-3.1
Rata de dobândă 10 ani (medie anuală) (%)	5.4	4.6	3.5	4.0	4.3
EUR/RON (medie anuală)	4.42	4.44	4.44	4.38	4.28

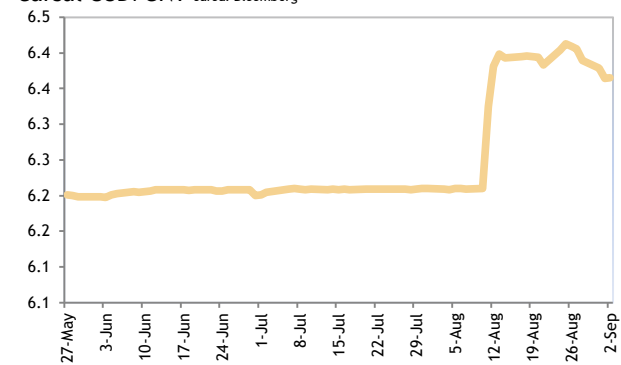
Sursa: INS, Eurostat, Comisia Europeană, AMECO, previziuni Banca Transilvania

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

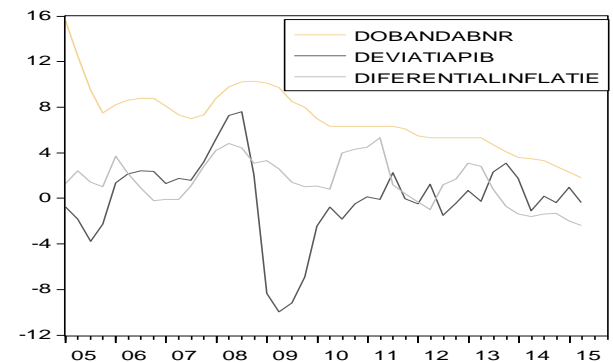
macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T2/2015	3.3	-
rata inflației IPC	Iul-2015	-1.67	-
rata șomajului	Iul-2015	-	6.8
rata dobânzii de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

cursul USD/CNY sursa: Bloomberg



politica monetară a BNR (regula lui Taylor) sursa: estimări economice BT



calendar macroeconomic septembrie 2015

instituție	data	indicator
INS	1 septembrie	Rata șomajului (Iul)
INS	3 septembrie	Comerțul cu amănuntul (Iul)
INS	4 septembrie	PIB-ul (T2, P1)
INS	7 septembrie	Salariul mediu net (Iul)
INS	8 septembrie	Comenzile noi în industrie (Iul)
INS	9 septembrie	Balanța comercială (Iul)
INS	10 septembrie	Dinamica prețurilor de consum (Aug)
INS	11 septembrie	Producția industrială (Iul)
INS	11 septembrie	Sectorul de construcții (Iul)
BNR	15 septembrie	Balanța de plăți (Iul)
BNR	23 septembrie	Indicatorii monetari (Aug)
BNR	24 septembrie	Rata restanțelor la credite (Aug)
INS	28 septembrie	Tendențe în economie (Sep-Noi)
BNR	29 septembrie	Rate de dobândă sector bancar (Aug)
BNR	30 septembrie	Ședința de politică monetară
INS	30 septembrie	Rata șomajului (Aug)
INS	30 septembrie	Autorizații construcții locuințe (Aug)

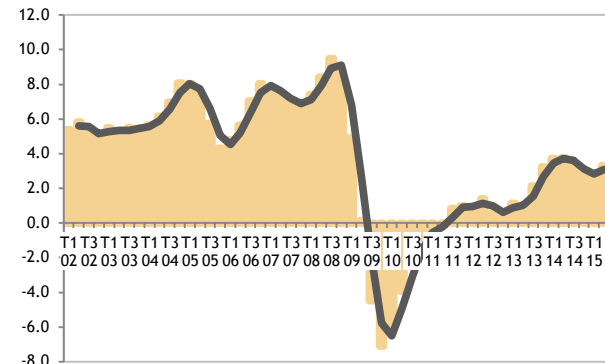
Sursa: INS, BNR

EVOLUȚII RECENTE

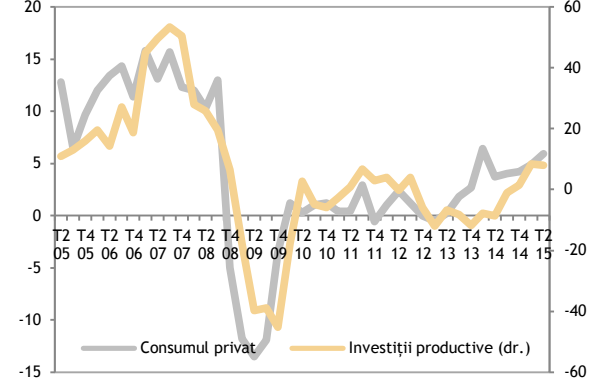
ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- Datele provizorii (1) ale Institutului Național de Statistică (INS) indică decelerarea economiei interne în trimestrul al doilea: ritm trimestrial de 0.1% (3.3% an/an).
- Analizând dinamica anuală a PIB-ului, în T2 se notează contribuția cererii interne (4.9 puncte procentuale), evoluție determinată de performanța consumului privat (+5.9% an/an) și a investițiilor productive (+7.9% an/an).
- La polul opus, cererea externă netă a avut o contribuție negativă la ritmul anual al PIB (-1.6 puncte procentuale), dat fiind că dinamica exporturilor a decelerat la 4.2% an/an (importurile au crescut cu 7.8% an/an).
- Prin urmare, în primul semestru, PIB-ul a consemnat un avans de 3.7% an/an, evoluție determinată exclusiv de performanța cererii interne (contribuție cu 5.2 puncte procentuale). Se notează dinamica investițiilor productive (+8.1% an/an), susținută de relansarea consumului intern și declinul costurilor de finanțare. Totodată, consumul privat a accelerat la 5.4% an/an, pe fondul majorării salariilor, reducerii TVA la alimente și servicii de alimentație și relansării creditării în RON.
- Pe de altă parte, cererea externă netă a contribuit negativ la dinamica PIB în prima jumătate a anului, dat fiind că importurile au urcat cu 9.6% an/an, dinamică superioară celei consemnate de exporturi (6.3% an/an).
- În sfera ofertei agregate, sectoarele cele mai performante în semestrul I au fost: construcții (3.6% an/an), comerț/transport/HORECA (5.6% an/an) și IT&C (+13.8% an/an). Agricultură și industria au crescut cu doar 2.2% an/an.
- Indicatorii macroeconomici comunicați în perioada recentă au înregistrat evoluții predominant favorabile, notându-se, în continuare, dinamica cererii interne.
- Performanța consumului privat (principala componentă a PIB) este susținută de reducerea cotei TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9% începând cu 1 iunie), dar și de scăderea cotațiilor internaționale la țiței, majorarea salariilor, fiscalizarea mai atentă a economiei și extinderea rețelelor de supermarket-uri. Astfel, în primele șapte luni ale anului, **comerțul cu amănuntul** (barometru pentru consumul privat) a accelerat la 5.6% an/an, evidențiindu-se dinamica componentelor produse alimentare/băuturi/tutun (+13.3% an/an) și carburanți (+5.8% an/an).
- Totodată, dinamica construcțiilor s-a consolidat, la 13% an/an în iunie, respectiv 10.3% an/an în semestrul I, conform datelor lunare INS. Distribuția creșterii la nivelul tuturor componentelor reflectă o relansare relativ uniformă/echilibrată a investițiilor: construcții noi (9.3%), reparații curente (11%) și reparații capitale (14%).
- De asemenea, industria continuă să crească cu un ritm lent, însă se observă semnale de inflexiune la jumătatea anului (creștere cu 3.1% an/an în luna iunie), aspect confirmat și de accelerarea comenzilor noi în luna iulie (la 13.3% an/an).
- Pe de altă parte, cererea externă netă se deteriorează, pe fondul unei dinamici mai puternice a importurilor comparativ cu cea a exporturilor: 6.9% an/an vs. 5.9% an/an în primele șase luni ale anului, indică datele lunare INS.

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

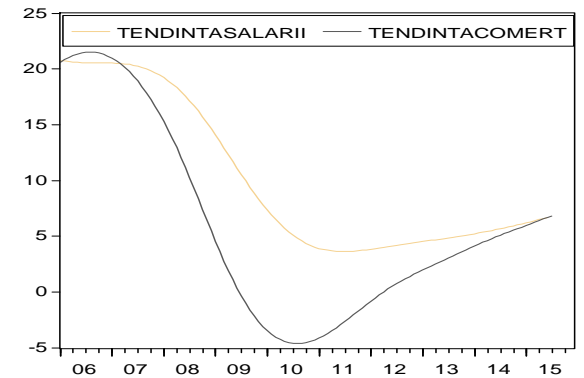


consum privat vs. investiții productive (% an/an) sursa: INS



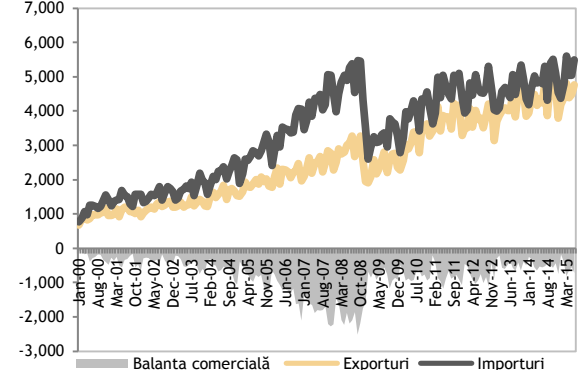
tendința în comerțul cu amănuntul vs. tendința salariului mediu net pe economie (% an/an)

sursa: estimări Banca Transilvania



exporturi, importuri, balanța comercială (milioane EUR)

sursa: INS



PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

- Conform datelor INS numărul de șomeri (15-74 ani) a crescut cu un ritm lunar de 0.5% (stagnare an/an), la 630 mii în iulie. În perioada ianuarie-iulie numărul mediu lunar de șomeri a scăzut cu 1.1% an/an, la 733.6 mii.
- Rata șomajului a stagnat lună/lună la 6.8%, avansul componentei masculine cu 0.2 puncte procentuale, la 7.8% (maximul din 2013) fiind contrabalansat de scăderea componentei feminine cu 0.1 puncte procentuale, la 5.6% în iulie (minimul din 2009).
- Totodată, rata șomajului a stagnat și față de iulie 2014: majorarea componentei masculine (cu 0.5 puncte procentuale) a fost contrabalansată de declinul componentei feminine (cu 0.5 puncte procentuale).
- Menționăm că INS a redus estimările privind șomajul din ultimele luni. Conform datelor revizuite rata șomajului a stagnat la nivelul de 6.8% din martie 2015, ceea ce exprimă că accelerarea economiei este contrabalansată de majorarea salariilor.
- Apreciem că majorarea ratei șomajului la bărbați a fost determinată de creșterea salariilor și de fiscalizarea mai activă a economiei. Pe de altă parte, scăderea ratei șomajului la femei reflectă accelerarea economiei și reducerea TVA la alimente și servicii de alimentație, de la 24% la 9%, începând cu 1 iunie.
- După cum se poate nota în al doilea grafic din dreapta, în prezent, rata șomajului se situează la nivelul structural, cel mai redus de dinainte de majorarea TVA în 2010.

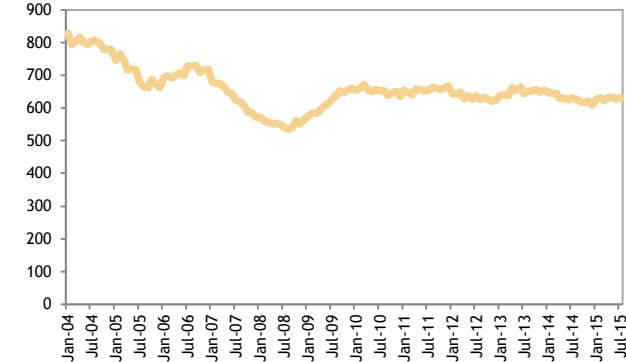
ECONOMIA FINANCIARĂ

- Latura financiară a economiei a fost influențată în august de evoluțiile macro-financiare externe și de factorii interni.

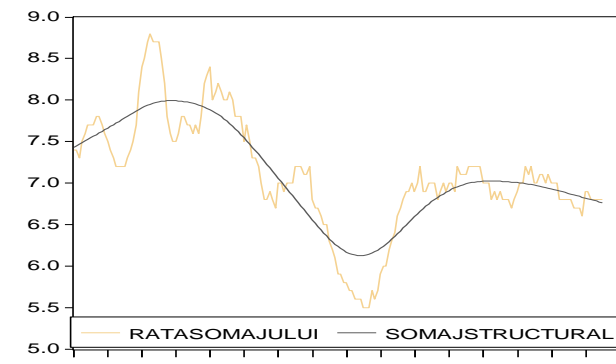
PREȚURILE DE CONSUM

- Datele INS indică scăderea prețurilor de consum cu un ritm lunar de 0.17% în iulie, evoluție determinată de declinul componentei alimentare (cu 1.17%).
- Pe de altă parte, prețurile la bunuri nealimentare și tarifele la servicii au crescut cu ritmuri lunare medii de 0.48%, respectiv 0.09% în iulie.
- Comparativ cu iulie 2014 prețurile de consum au consemnat un declin de 1.67%, evoluție determinată de scăderea componentei alimentare cu 7.25% an/an, în contextul reducerii cotei TVA la alimente și servicii de alimentație (de la 24% la 9% începând cu 1 iunie).
- Pe de altă parte, prețurile la bunuri nealimentare și tarifele la servicii au crescut cu 1.26% an/an, respectiv cu 2.2% an/an.
- Pe indicele armonizat al prețurilor de consum s-a înregistrat o scădere cu 1.4% an/an în luna iulie.

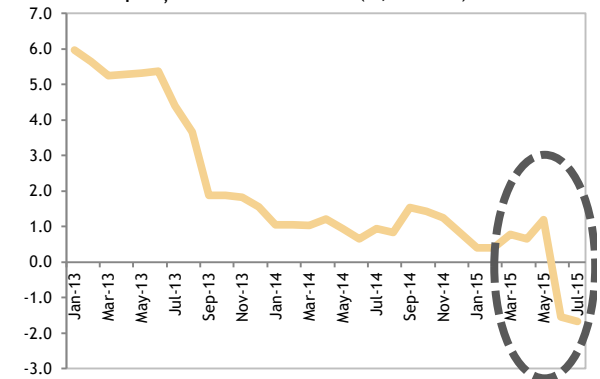
numărul de șomeri (mii) sursa: INS



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

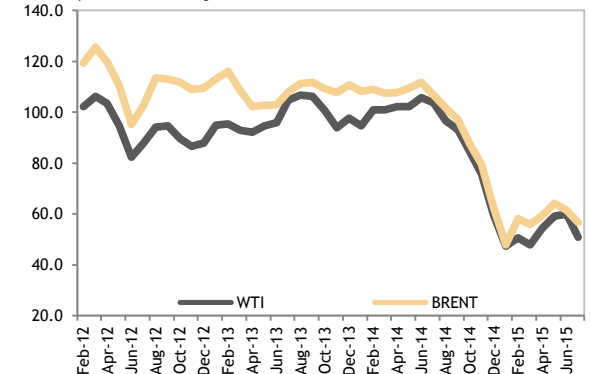


dinamica prețurilor de consum (% an/an) sursă: INS, Eurostat



cotații internaționale la țiței (dolari/baril)

sursă: Departamentul de Energie, SUA



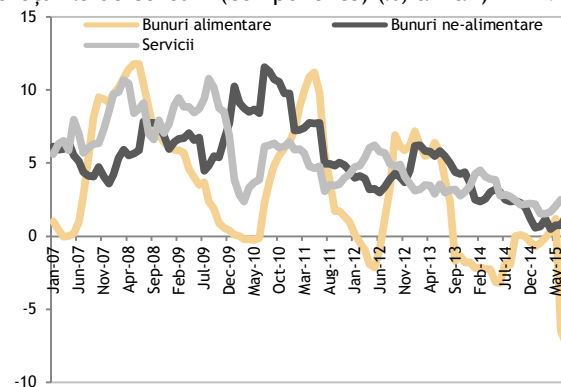
POLITICA MONETARĂ

- La **ședința de politică monetară** din august Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a României a menținut rata de dobândă de referință la 1.75% (minim istoric) și a păstrat nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit la 8%, respectiv 14%.
- De asemenea, Consiliul de Administrație al BNR a aprobat al treilea Raport trimestrial asupra inflației din 2015. În cadrul acestui Raport, entitatea a redus semnificativ previziunile pentru dinamica prețurilor de consum la finele lui 2015 (la -0.3% an/an) și la final de 2016 (la 0.7% an/an), prin incorporarea prevederilor din Noul Cod Fiscal (versiunea de dinainte de reexaminare).
- Totodată, BNR și-a exprimat îngrijorarea cu privire la modificările anunțate în sfera politicii fiscal-bugetare (reducerea taxelor) și a politicii de venituri (creșterea salariilor publice), cu impact asupra stabilității macro-financiare (un activ public), dar și la nivelul relațiilor cu instituțiile financiare internaționale.
- Preocuparea BNR privind implementarea unor politici pro-ciclice în trimestrele următoare (atât fiscal-bugetare, dar și de venituri) pare justificată, dată fiind intensificarea divergențelor de politică monetară (și **proximitatea inflexiunii monetare în SUA**, cu implicații pentru costul finanțării în economia mondială), dar și riscurile în sfera economiilor emergente (evoluțiile din China).
- Pe de o parte, 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 (după cum se poate nota în al treilea grafic din dreapta).**
- Pe de altă parte, îngrijorarea băncii centrale este determinată și 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.
- 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**.

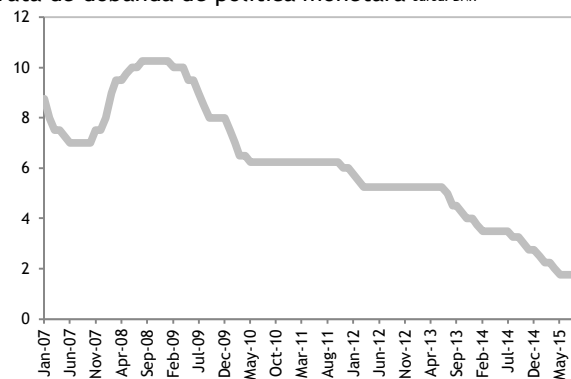
PIAȚA MONETARĂ

- Ratele de dobândă au crescut pe piața monetară în august, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele până la o lună. Această evoluție a fost determinată, în principal, de intensificarea percepției de risc privind lichiditatea, în contextul turbulențelor din piețele financiare internaționale.
- Totodată, perspectivele politicilor fiscal-bugetare și de venituri au contribuit la creșterea probabilității ca BNR să inflexioneze politica monetară în 2016.
- BNR a derulat 3 operațiuni REPO în august (volum total de 2.9 miliarde RON).
- Astfel, între finalul lunii iulie și finele lunii august ratele ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni și un an au crescut cu ritmuri de 90%, 86%, 77%, 41%, 14%, 8%, 6%, respectiv 5%, la 1.79%, 1.79%, 1.79%, 1.52%, 1.50%, 1.67%, 1.70%, respectiv 1.73%.
- Comparativ cu finalul de 2014, la finele lunii august ratele ROBOR erau mai mari pe scadențele până la o lună (în medie cu 1 punct procentual) și mai reduse în rest (în medie cu 29 puncte bază).
- În august 2015 nivelul mediu lunar al ratelor ROBOR a consemnat valori mai mici, în medie, cu 37% comparativ cu august 2014.

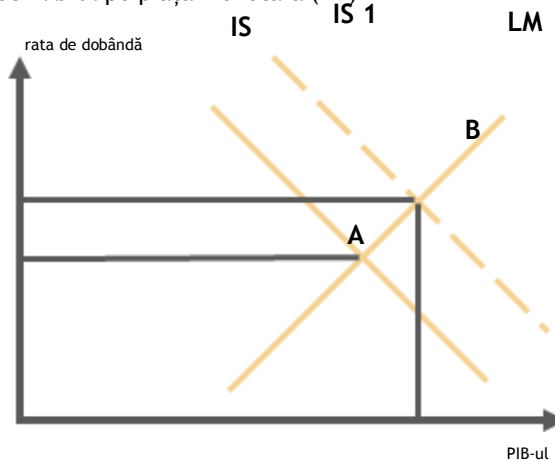
prețurile de consum (componente) (% an/an) sursa: INS



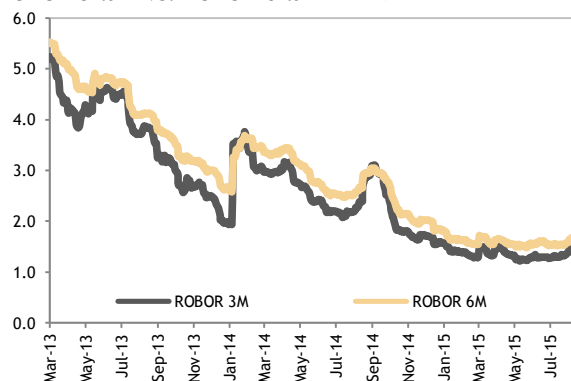
rata de dobândă de politică monetară sursa: BNR



echilibrul pe piața bunurilor și serviciilor (IS) vs. echilibrul pe piața monetară (LM)



ROBOR 3 luni vs. ROBOR 6 luni sursa: BNR



PIAȚA TITLURILOR DE STAT

- În august **curba randamentelor** din România a resimțit turbulențele din piețele financiare internaționale și știrile din sfera mix-ului intern de politici economice.
- Indicatorii macroeconomici comunicați în Statele Unite au continuat să prezinte evoluții favorabile: PIB-ul a crescut cu 2.8% an/an în semestrul I, dinamica anuală a consumului și a veniturilor a accelerat în iulie, lună în care comenzile de bunuri de capital au continuat să crească. Aceste evoluții au contribuit la menținerea la un nivel ridicat a probabilității ca FED să inițieze ciclul de majorare a ratei de dobândă de referință până la finalul anului (aspect confirmat și de declarațiile Vice-Președintelui instituției, dl. S. Fisher, la Conferința de la Jackson Hole), fapt care a contrabalansat presiunea temporară de scădere a ratelor de dobândă pe termen lung (determinată de fuga capitalurilor către titluri de stat). În acest context, rata de dobândă la obligațiunile suverane pe scadența 10 ani a crescut cu 1.2% între final de iulie și final de august, la 2.214% (avans cu 26.7% de la începutul anului).
- În Zona Euro piața titlurilor de stat a fost influențată în august atât de dinamica indicatorilor macroeconomici, dar și de evenimentele din piețele financiare internaționale. Se notează o atenție mai puternică a investitorilor pe ameliorarea unor indicatori de încredere din regiune, dar și pe perspectiva convergenței graduale a costurilor de finanțare către nivelul din SUA. În acest context, rata de dobândă la titlurile de stat germane la 10 ani a crescut cu 22.7% între final de iulie și final de august, la 0.795% (majorare cu 117.8% de la începutul anului).
- Economia internă a decelerat în trimestrul II (ritm anual de 3.3%), dar dinamica recentă a indicatorilor exprimă premise de reaccelerare pe termen scurt: comerțul cu amănuntul și creditul în RON au accelerat în ultima perioadă, iar industria prezintă semnale de redinamizare. Totodată, în urma reexaminării Noului Cod Fiscal, măsurile de relaxare fiscal-bugetară au fost adoptate în etape în 2016-2017. Aceste aspecte coroborate cu declinul bursei au condus la scăderea ratei de dobândă la titlurile de stat la 10 ani cu 0.9% între final de iulie și final de august, la 3.74% (avans cu 42.7% de la început de an).
- În august statul a atras 2.5 miliarde RON, din care 1.9 miliarde RON prin titluri.

PIAȚA VALUTARĂ

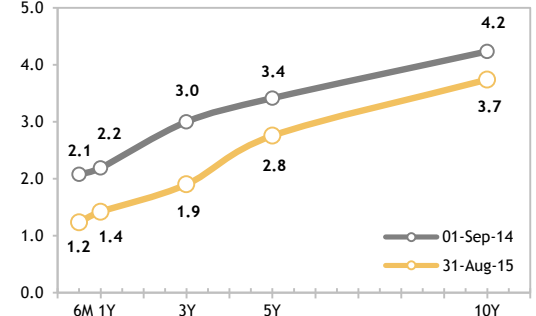
- În august piața valutară internă a fost influențată de turbulențele din piețele externe și de perspectiva modificării design-ului politicilor economice pe plan intern.
- La BNR cursul EUR/RON a fluctuat în intervalul (4.4041-4.4412) în august, media lunară situându-se la 4.4230, în scădere cu 0.3% raportat la nivelul mediu din iulie (atenuare cu 0.04% față de media din august 2014).
- Cursul EUR/RON a închis luna august la 4.4321, în creștere cu 0.6% raportat la finalul lunii iulie, cu 0.4% față de finele lunii august 2014, dar în scădere cu 1.1% comparativ cu sfârșitul anului trecut.

PIAȚA BURSIERĂ

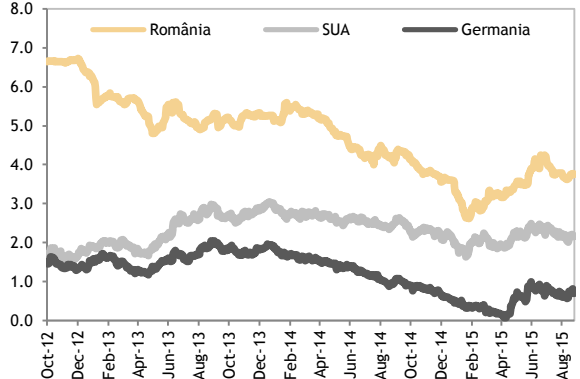
- Piața de acțiuni a fost nefavorabil influențată în august de creșterea volatilității și scăderile bruște ale indicilor bursieri internaționali, în contextul unei de panică din China. În SUA indicele S&P 500 a scăzut cu 6.3%, la 1,972.2 puncte (scădere cu 4.2% de la început de an), iar în Europa indicele Dow Jones Stoxx 600 a consemnat un declin de 8.5%, la 362.8 puncte (avans cu 5.9% față de finalul anului 2014).
- În România indicele BET a încheiat luna august cu o scădere de 8%, la 6,997.8 puncte (declin cu 1.2% de la începutul anului).

licitații M. Finanțe (august) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)
RO1323DBN018	230.0	Apr-2023	3.75
RO1418DBN040	345.0	Ian-2018	1.96
RO1121DBN032	345.0	Iun-2021	3.26
RO1516CTN0E3	300.0	Feb-2016	1.08
RO1419DBN014	345.0	Iun-2019	2.42
RO1516CTN0F0	300.0	Aug-2016	1.35
RO1320DBN022	300.0	Apr-2020	2.68
RO1318DBN034	345.0	Noi-2018	2.22

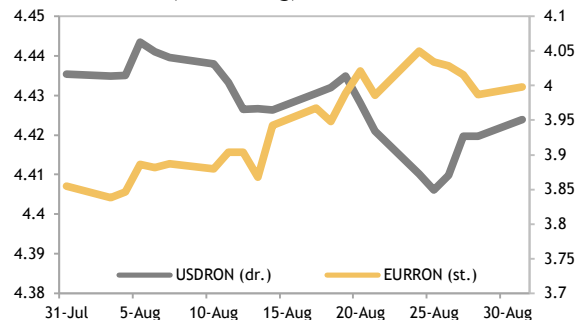
curba randamentelor sursa: BNR



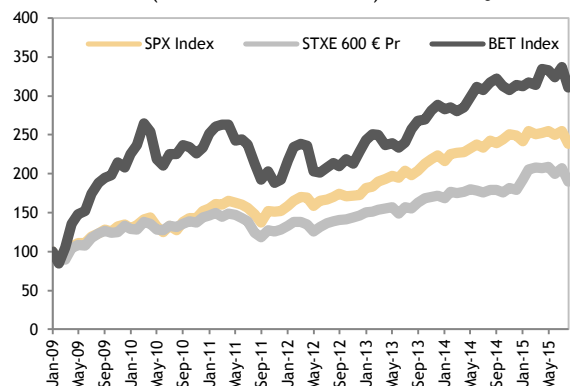
rate de dobândă titluri de stat (10 ani) (%) sursa: Bloomberg



curs de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



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

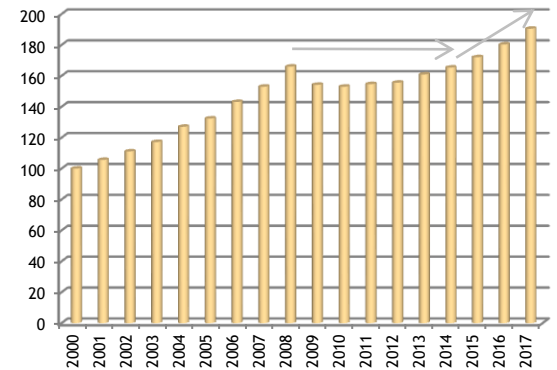


SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

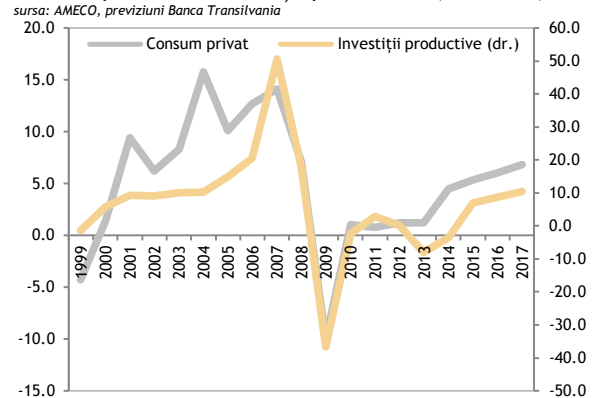
ECONOMIA REALĂ

- În perioada recentă am asistat la intensificarea factorilor de risc în economia mondială, aspect reflectat de creșterea volatilității și scăderea indicilor pe bursele lumii. Aceste evoluții au fost determinate atât de preocupările cu privire la apropierea momentului de inflexiune a politicii monetare în SUA (aspect semnalat intens de FED în ultimele luni), dar și de provocările cu care se confruntă China (a doua economie a lumii) în tranziția spre un nou model economic.
- Totodată, pe plan intern, evoluția economiei din semestrul I s-a situat sub estimările noastre, surpriza nefavorabilă provenind din sfera cererii externe nete.
- În acest context, am revizuit scenariul macroeconomic central pentru economia internă pentru perioada 2015-2017. Menționăm faptul că noile previziuni iau în considerare prevederile din Noul Cod Fiscal (versiunea reexaminată, aprobată recent de Parlament).
- Conform noilor previziuni economia internă ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 4% în 2015, 4.8% în 2016, respectiv 5.7% în 2017. În acest scenariu, la final de 2017 PIB-ul României s-ar putea situa cu 14.8% peste nivelul din 2008.
- Acest scenariu are la bază dinamizarea investițiilor și consolidarea momentului favorabil din sfera consumului privat, aspecte susținute de relansarea creditării și de măsurile de relaxare din Noul Cod Fiscal: reducerea TVA de la 24% la 20% de la 1 ianuarie 2016 și la 19% de la 1 ianuarie 2017; eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți de la 1 ianuarie 2017.
- Astfel, investițiile productive vor fi motorul economiei pe termen mediu (aspect specific unui nou ciclu economic), urmând să crească cu ritmuri medii anuale de 7% în 2015, 8.7% în 2016 și 10.4% în 2017, conform previziunilor noastre.
- Totodată, consumul privat, principala componentă a PIB, ar putea crește cu 5.4% în 2015, 6% în 2016 și 6.8% în 2017.
- Nu în ultimul rând, consumul public ar putea contribui pozitiv la dinamica anuală a PIB, urmând să crească, în medie, cu 1.1% pe an în intervalul 2015-2017.
- Pe de altă parte, ne așteptăm ca cererea externă netă să prezinte o contribuție nefavorabilă la dinamica anuală a economiei pe termen mediu, dat fiind că accelerarea cererii interne se va răsfrânge asupra importurilor: creștere cu un ritm mediu anual de peste 9% între 2015-2017. Pentru exporturi ne așteptăm la un avans cu o rată medie anuală de doar 6.6% pe orizontul de prognoză.
- În sfera ofertei agregate previzionăm că toate sectoarele economiei vor resimți noul ciclu economic, cele mai performante urmând să fie cele ciclice.
- Ca și factori de incertitudine pentru acest scenariu amintim: climatul macro-financiar extern; riscul implementării unei politici de venituri nesustenabile; evoluția binomului salarii-productivitate și a binomului investiții/economisire și anul electoral 2016 pe plan intern.

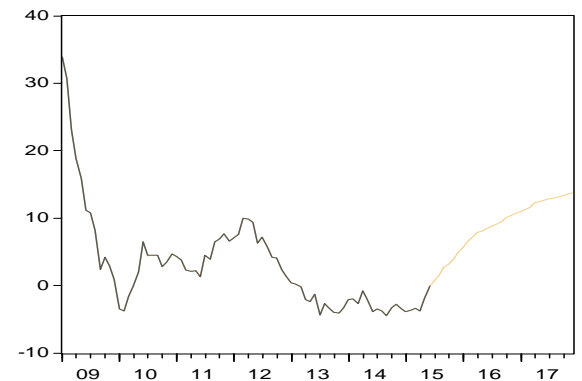
dinamica PIB (indice volum) sursa: AMECO, previziuni Banca Transilvania



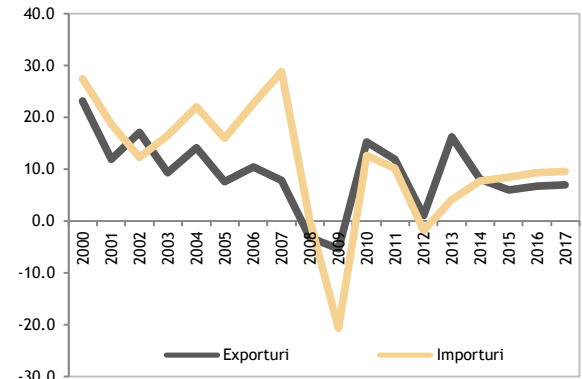
consum privat vs. investiții productive (% an/an) sursa: AMECO, previziuni Banca Transilvania



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



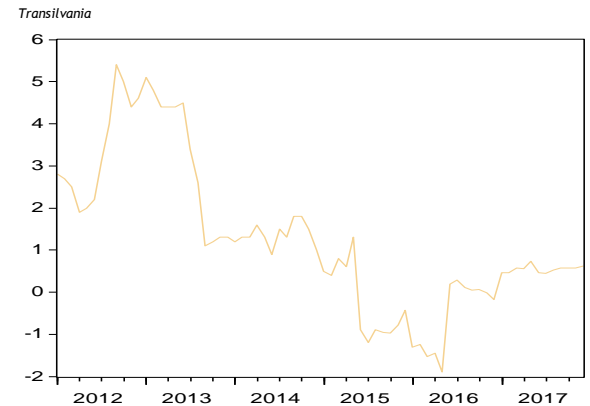
exporturi vs. importuri (% an/an) sursa: AMECO, previziuni Banca Transilvania



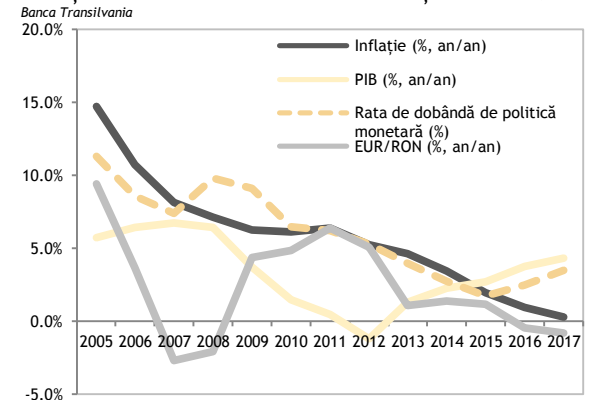
ECONOMIA FINANCIARĂ

- Am actualizat previziunile și în sfera economiei financiare, prin incorporarea noului scenariu din sfera economiei reale.
- Astfel, am redus previziunile privind dinamica prețurilor de consum, pe fondul măsurilor din Noul Cod Fiscal reexaminat. În scenariul actualizat ne așteptăm la o dinamică medie anuală a prețurilor de consum de -0.21% în 2015, -0.58% în 2016, respectiv de 0.55% în 2017 (pe indicele armonizat al prețurilor de consum).
- Deși am revizuit în scădere previziunile privind dinamica prețurilor de consum, am majorat previziunile pentru rata de dobândă de politică monetară. Date fiind perspectivele de reducere a TVA, de majorare a salariilor, de accelerare a creditării și de deteriorare în sfera balanței comerciale și a finanțelor publice, ne așteptăm ca politica monetară să reacționeze. Rata de dobândă de politică monetară ar putea crește la 2.5% la final de 2016, respectiv 3.5% la final de 2017.
- Subliniem faptul că BNR ar putea profita de perioada cu dinamică negativă a prețurilor de consum pentru a reduce ținta de inflație la 2%.
- În sfera pieței financiare ne așteptăm la inflexiunea ratelor de dobândă (atât pe piața monetară, dar și pe piața titlurilor de stat), precum și la scăderea cursului EUR/RON pe termen mediu.
- Acest scenariu este susținut de perspectiva accelerării economiei interne (prin intermediul cererii interne) și de inflexiunea politicii monetare, atât în SUA, dar și pe plan intern (ne așteptăm ca BNR să reacționeze pentru a evita o deteriorare a stabilității financiare).
- Astfel, pe piața monetară ratele de dobândă ar putea inflexiona, pe fondul perspectivelor de politică monetară (pe termen mediu), cu fluctuații mai ample în perioada interferenței mai active a statului (pentru plata salariilor publice, pensiilor, dar și pentru încasarea dărilor).
- Pentru piața titlurilor de stat am actualizat modelele macroeconomice, prin incorporarea evoluțiilor recente și a perspectivelor, atât din plan extern, dar și din plan intern. Conform noilor previziuni, rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat la 10 ani ar putea crește de la 3.5% în 2015, la 4% în 2016 și 4.3% în 2017.
- Pentru luna septembrie statul a programat licitații pentru 3.8 miliarde RON, din care 1.2 miliarde RON prin certificate de trezorerie.
- La nivelul pieței valutare rezultatele actualizării modelelor econometrice indică perspectiva scăderii cursului mediu anual EUR/RON de la 4.44 în 2015, la 4.38 în 2016, respectiv 4.28 în 2017.
- Acestui scenariu ar putea fi influențat de intensificarea factorilor de risc: evoluțiile macro-financiare globale/europene (inflexiunea monetară la FED, divergențele de politică monetară pe glob); modificări în configurația politicii economice pe plan intern; tensiunile geo-politice regionale; climatul politic intern în anul electoral 2016.

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



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



licitații M. Finanțe (septembrie)

sursa: M. Finanțe	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Sep-2015	460	Titluri	17-Ian-2018
07-Sep-2015	575	Titluri	11-Iun-2017
10-Sep-2015	575	Titluri	29-Apr-2020
14-Sep-2015	230	Titluri	11-Iun-2021
17-Sep-2015	700	Certificate	19-Sep-2016
21-Sep-2015	230	Titluri	24-Feb-2025
24-Sep-2015	575	Titluri	29-Apr-2019
28-Sep-2015	500	Certificate	07-Mar-2016

titluri de stat în circulație sursa: BNR

	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1516CTN0E3	301.6		Feb-16
RO1516CTN0F0	304.1		Aug-16
RO1418DBN040	5,484.9	3.25	Ian-18
RO1320DBN022	7,580.8	5.75	Apr-20
RO1425DBN029	4,451.8	4.75	Feb-25

previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2015	4.3965	4.44	4.5110	4.44
2016	4.2733	4.38	4.4766	4.41
2017	4.1322	4.28	4.5302	4.32

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 & TRANZACȚIONARE

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.