

Evoluții macroeconomice recente

- Dinamica economiei mondiale s-a ameliorat în T1 2017, fiind consemnat cel mai bun ritm din T2 2015. Pe de altă parte, evoluțiile macro-financiare recente exprimă intrarea ciclului post-criză în faza de maturitate.
- În SUA se confirmă scenariul de accelerare (după pierderea de turație din 2016), pe fondul nivelului încă accesibil al costurilor de finanțare și în așteptarea implementării măsurilor de reducere a taxelor pentru companii și populație.
- Totodată, economia Zonei Euro traversează un moment economic pozitiv, susținut de politica monetară relaxată fără precedent și de relansarea investițiilor publice.
- Nu în ultimul rând, în China PIB-ul a accelerat în trimestrul I 2017 (6.9% an/an), evoluție determinată de redinamizarea investițiilor productive (9.2% an/an).
- În România economia a prezentat evoluții pozitive în perioada recentă, consolidarea încrederii consumatorilor, accelerarea exporturilor și aplicarea măsurilor din runda a doua a Noului Cod Fiscal determinând redinamizarea investițiilor.
- La nivelul economiei financiare se observă consolidarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare, precum și continuarea climatului pozitiv pe burse, evoluții influențate de accelerarea PIB-ului și inflației și de excesul de lichiditate.

Scenariul macroeconomic central

- Prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale, europene și interne) am revizuit scenariul central de previziune pe termen mediu (2017-2019) pentru Statele Unite, Zona Euro și România.
- În scenariul actualizat economia SUA ar putea accelera (dinamică medie anuală de 2.2%), iar climatul pozitiv din Zona Euro se va consolida (ritm mediu anual de 1.8%), într-o evoluție susținută de dinamica cererii interne.
- Pentru economia României ne așteptăm la un proces de decelerare pe termen mediu (dinamici anuale de 4.1% în 2017, 3.7% în 2018 și 3.4% în 2019), pe fondul disipării impactului Noului Cod Fiscal, dar și a majorării costurilor de finanțare.
- Atragem atenția că aplicarea unor noi măsuri de relaxare fiscal-bugetară și de majorare a veniturilor coroborată cu amânarea reformelor structurale pot contribui la intensificarea dezechilibrelor macroeconomice pe plan intern, cu impact nefavorabil pentru climatul investițional și pentru finanțarea economiei pe termen mediu.
- Pentru economia financiară previzionăm majorarea costurilor de finanțare, creșterea volatilității și re poziționări pe piața de acțiuni și pe piața valutară.
- Factorii de risc pentru acest scenariu sunt: intervenția statului în economie în SUA și China; reconfigurarea procesului de integrare europeană; tensiunile geo-politice; implementarea de politici pro-ciclice, amânarea reformelor, acumularea de deficite, nivelul redus al productivității și climatul politic pe plan intern.

scenariul macroeconomic central

indicator / an	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal (miliarde EUR)	160.0	169.6	178.5	189.4	204.1
PIB real (% an/an)	3.9	4.8	4.1	3.7	3.4
Consum privat (% an/an)	6.0	7.4	5.0	4.4	4.5
Investiții productive (% an/an)	8.3	-3.3	5.0	4.5	4.3
Consum public (% an/an)	0.1	4.5	1.3	1.8	1.2
Exporturi (% an/an)	5.4	8.3	8.7	6.3	4.3
Importuri (% an/an)	9.2	9.8	9.2	6.9	5.4
Rata șomajului (%)	6.8	5.9	5.5	5.2	5.0
Inflația (IAPC) (% an/an, medie)	-0.4	-1.1	1.5	2.7	2.9
Dobânda de politică monetară (%)	1.75	1.75	2.50	3.50	4.00
Deficit bugetar (% PIB)	0.8	3.0	3.0	3.0	2.5
Datoria publică (% PIB)	38.0	37.6	38.3	38.2	37.1
Contul curent (% PIB)	-1.2	-2.3	-3.2	-3.4	-3.8
Rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani (%)	3.5	3.3	4.4	4.9	4.9
EUR/RON (medie anuală)	4.44	4.49	4.51	4.52	4.47

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

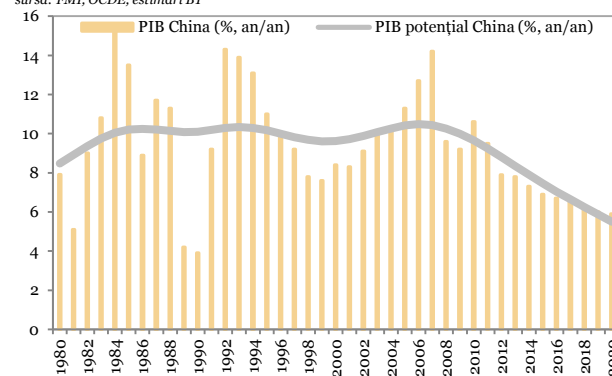
structura PIB	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Consum privat	61.7	61.9	61.8
Consum public	14.1	13.7	14.1
Investiții productive	24.3	24.8	22.7
Exporturi	41.2	41.1	41.4
Importuri	41.6	41.7	42.3

macro indicatori	perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T4 2016	4.8	-
rata inflației IPC	Mar-2017	0.18	-
rata șomajului	Feb-2017	-	5.4
rata de dobândă de politică monetară	din 07-Mai-2015	-	1.75

Sursa: Bloomberg, INS, Eurostat

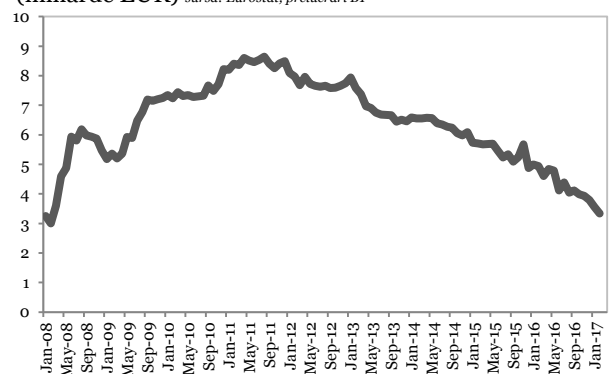
PIB vs. PIB potențial în China (% an/an)

sursa: FMI, OCDE, estimări BT



depozitele nerezidenților pe termen lung în România (miliarde EUR)

sursa: Eurostat, prelucrări BT



calendar macroeconomic aprilie 2017

instituție	data	indicator
BNR	3 Apr	Rezervele internaționale (Mar)
INS	3 Apr	Rata șomajului (Feb)
INS	3 Apr	Turismul (Mar)
INS	4 Apr	Comerțul cu amănuntul (Feb)
BNR	5 Apr	Ședința de politică monetară
INS	7 Apr	Dinamica PIB (P2, 2016)
INS	7 Apr	Rata de economisire populație (T4 2016)
INS	7 Apr	Salariul mediu net (Feb)
INS	10 Apr	Comerțul internațional cu bunuri (Feb)
INS	11 Apr	Dinamica prețurilor de consum (Mar)
INS	11 Apr	Comenzile noi în industrie (Feb)
INS	11 Apr	Producția industrială net (Feb)
BNR	13 Apr	Balanța de plăți (Feb)
INS	13 Apr	Sectorul de construcții (Feb)
INS	18 Apr	Ocuparea și șomajul (2016)
BNR	26 Apr	Indicatorii monetari (Mar)
INS	28 Apr	Tendențe în economie (Apr-Iun 2017)
INS	28 Apr	Autorizații construcții rezidențiale (Mar)

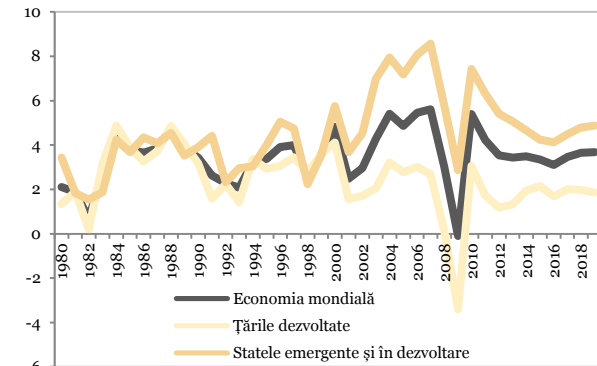
Sursa: Institutul Național de Statistică (INS), Banca Națională a României (BNR)

EVOLUȚII RECENTE

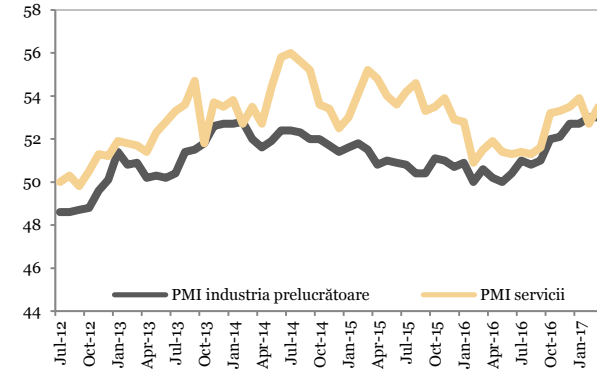
ACTIVITATEA ECONOMICĂ ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ SUA

- Economia mondială a accelerat în primul trimestru al anului curent, evoluție determinată de finalul politicii monetare acomodative fără precedent și de perspectiva implementării unor măsuri de relaxare fiscal-bugetară și de investiții publice în Statele Unite (prima economie a lumii, cu un PIB de aproximativ 19 trilioane USD, reprezentând 24% din PIB-ul global).
- Conform indicatorilor PMI (*Purchasing Managers Index*) calculați de JP Morgan și Markit Economics industria prelucrătoare și sectorul de servicii din plan global au accelerat în perioada ianuarie-martie 2017, după cum se poate nota și în al doilea grafic alăturat. Practic, dinamica indicatorului PMI Compozit exprimă faptul că în martie 2017 economia mondială a consemnat cel mai bun ritm de evoluție din a doua jumătate a anului 2013.
- În SUA economia a continuat să accelereze în ultimul trimestru din 2016 (avans cu 2% an/an, cea mai bună evoluție din T3 2015), pe fondul consolidării climatului pozitiv din sfera consumului privat și a stabilizării investițiilor productive.
- Principala componentă a PIB a crescut cu 3.1% an/an în T4 2016 (cel mai bun ritm din T2 2015), evoluție susținută de ameliorarea venitului real disponibil al populației și consolidarea momentului favorabil pe piața creditului, piața imobiliară și pe bursă.
- De asemenea, investițiile productive au urcat cu 0.2% an/an în T4 2016, după declinul cu 0.5% an/an din T3 2016, evidențiindu-se revenirea pe creștere a componentei structurii (1.9% an/an), după șapte trimestre de scădere.
- Nu în ultimul rând, consumul public a continuat să crească în T4 2016, dar ritmul s-a temperat la 0.2% an/an, cea mai slabă evoluție din T3 2014.
- Pe de altă parte, cererea externă netă s-a deteriorat în ultimul trimestru al anului trecut, pe fondul decelerării exporturilor (la 1.5% an/an) și accelerării importurilor (la 2.6% an/an).
- Prin urmare, în 2016 economia SUA a crescut cu 1.6% an/an, în decelerare de la 2.6% an/an în 2015 și, totodată, cea mai slabă dinamică din 2011.
- Această evoluție a fost determinată de deteriorarea climatului investițional, pe fondul incertitudinilor privind politica economică post-alegeri. Astfel, investițiile productive au decelerat la 0.7% an/an, cea mai slabă evoluție din 2009, iar companiile au redus stocurile (formarea brută de capital a scăzut cu 1.6% an/an).
- De asemenea, consumul privat s-a temperat anul trecut (ritm de 2.7% an/an, cel mai redus din 2013), evoluție determinată de creșterea gradului de prudență la nivelul populației.
- Nu în ultimul rând, consumul public a decelerat de la 1.8% an/an în 2015 la 0.8% an/an în 2016, în contextul temperării componentei non-federale.
- Pe de altă parte, în sfera cererii externe nete s-a consemnat o ameliorare în 2016, pe fondul accelerării exporturilor (de la 0.1% an/an în 2015 la 0.4% an/an în 2016) și decelerării importurilor (de la 4.6% an/an în 2015 la 1.2% an/an în 2016).
- În primele luni ale anului curent s-au consemnat evoluții macroeconomice predominant favorabile, notându-se dinamica indicatorilor de încredere, care s-au apropiat de valorile maxime din prima jumătate a anilor 2000 (ultimul ciclu economic din perioada Marii Moderații).
- Pe de altă parte, indicatorii coincidenți au înregistrat evoluții mai lente, care reflectă prudența populației și companiilor, în așteptarea implementării măsurilor de politică economică promise de Administrația Trump. Menționăm faptul că se observă preocuparea pieței financiare cu privire la capacitatea Administrației de a implementa măsurile promise, după ce legislația din sectorul medical nu a trecut de Congres.
- Astfel, consumul privat a continuat să crească cu un ritm bun (2.8% an/an la două luni), evoluție susținută de majorarea venitului real disponibil al populației (cu 2.2% an/an în perioada ianuarie-februarie), dar și de consolidarea climatului pozitiv pe piața imobiliară, în sfera creditării și la nivelul bursei.
- De asemenea, producția industrială a revenit pe creștere, însă cu un ritm inferior consumului (0.6% an/an în trimestrul I).
- Erodarea graduală a capitalului politic al Noului Administrații s-a resimțit în martie, pe bursă, în sfera indicatorilor de încredere și pe piața forței de muncă. Numărul de noi locuri de muncă create de economie a decelerat la 98 mii în martie, cel mai redus nivel din mai 2016. Rata șomajului a scăzut la 4.5% în martie, minimumul din primăvara 2007.

dinamica PIB (% an/an) sursa: FMI

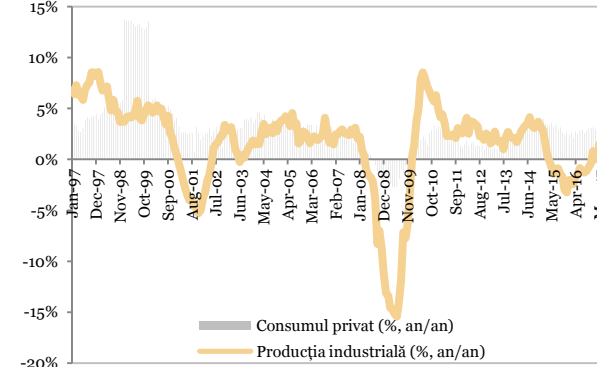


indicatorii PMI economia mondială sursa: Markit Economics



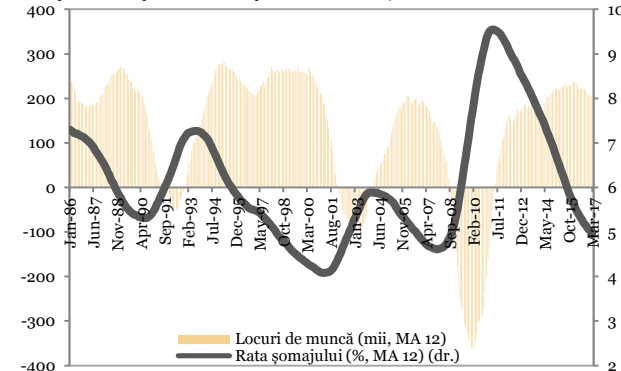
producția industrială vs. consumul privat în SUA

sursa: FED



locurile de muncă vs. rata șomajului în SUA

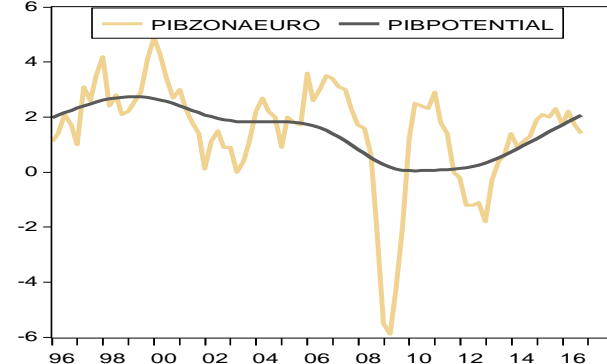
sursa: prelucrări BT pe baza datelor Departamentului Muncii și FED (SUA)



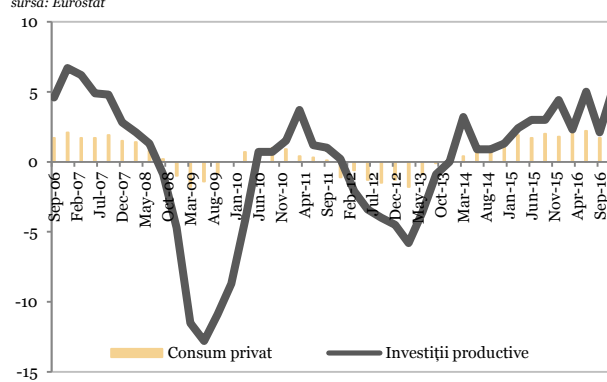
ZONA EURO

- Datele Eurostat indică decelerarea economiei regiunii în ultimul trimestru din 2016: ritm de 1.4% an/an, cea mai slabă dinamică din ultimele opt trimestre.
- Această evoluție a fost determinată de deteriorarea cererii externe nete, pe fondul accelerării importurilor, de la 2.5% an/an în T3 2016 la 4.9% an/an în T4 2016, ritm superior exporturilor (3.1% an/an).
- Pe de altă parte, climatul pozitiv din sfera cererii interne s-a consolidat, notându-se dinamica investițiilor productive: accelerare la 5.3% an/an (cea mai bună evoluție din primul trimestru al anului 2007), sub influența semnalelor de ameliorare din economia mondială și a nivelului minim istoric al costurilor de finanțare.
- De asemenea, consumul privat a crescut cu 1.8% an/an, ritm în ușoară ameliorare față de T3 2016 (1.7% an/an), evoluție susținută de ameliorarea veniturilor populației și de relansarea creditării.
- Consumul public s-a temperat de la 1.7% an/an în T3 2016 la 1.6% an/an în T4 2016, cea mai slabă evoluție din ultimele patru trimestre.
- Prin urmare, economia regiunii a crescut pentru al treilea an la rând în 2016, dar dinamica a decelerat la 1.8% an/an (de la 2% an/an în 2015), dat fiind că accelerarea cererii interne (sub influența politicii monetare relaxate fără precedent) a fost contrabalansată de deteriorarea cererii externe nete.
- Se evidențiază majorarea investițiilor productive (motorul economiei) cu 3.7% an/an, cea mai bună evoluție din 2007, dinamică susținută de climatul pozitiv din sfera consumului privat, semnalele de redinamizare din economia mondială și nivelul minim istoric al costurilor de finanțare.
- De asemenea, consumul privat a accelerat la 2% an/an în 2016, cel mai bun ritm din 2006, evoluție influențată de ameliorarea climatului din piața forței de muncă, relansarea creditării și momentul pozitiv din sfera piețelor imobiliare și de acțiuni. În acest context subliniem faptul că nivelul ridicat al încrederii de consum a determinat reducerea ratei de economisire a populației către minimele din ultimii ani în T4 2016.
- Nu în ultimul rând, consumul public a consemnat un avans de 1.9% an/an (cel mai bun ritm din 2009), pe fondul nivelului redus al costurilor de finanțare, dar și a creșterii marjei de manevră după un amplu proces de consolidare fiscal-bugetară (raportul deficit public/PIB din regiune s-a redus la 1.5% în 2016, minimul din perioada pre-criză).
- Pe de altă parte, contribuția exportului net la dinamica economiei s-a deteriorat anul trecut, pe fondul decelerării exporturilor, de la 6.5% an/an în 2015 la 2.9% an/an în 2016, ritm inferior importurilor (4% an/an).
- În primele luni ale anului curent indicatorii macroeconomici din regiune au înregistrat evoluții favorabile, determinate de: perspectiva apropierei de final a perioadei banilor ieftini în regiune, semnalele de redinamizare din economia mondială, relansarea investițiilor publice și consolidarea climatului pozitiv în sfera consumului privat.
- Spre exemplu, industria prelucrătoare și sectorul de servicii au continuat să crească, dinamica accelerând în primele patru luni ale anului, conform indicatorilor PMI (care au atins în aprilie maximele ultimilor șase ani – PMI Compozit la 56.7 puncte).
- Comerțul cu amănuntul (variabilă barometru pentru consumul privat, principala componentă a PIB) a accelerat în februarie la 1.8% an/an, cel mai bun ritm din ultimele trei luni. La două luni din 2016 acest indicator a crescut cu 1.7% an/an.
- Totodată, producția industrială s-a stabilizat în februarie (1.2% an/an) după pierderea de turaj din ianuarie (0.2% an/an).
- Se remarcă însă redinamizarea sectorului de construcții în februarie (7.1% an/an), evoluție determinată de relansarea investițiilor publice (componenta inginerie civilă în urcare cu 10.3% an/an).
- Pe de altă parte, cererea externă netă s-a deteriorat în primele două luni ale anului curent.
- Pe piața forței de muncă climatul a continuat să se amelioreze în perioada recentă, dată fiind dinamica investițiilor productive – rata șomajului la 9.5% în februarie (minimul din mai 2009).

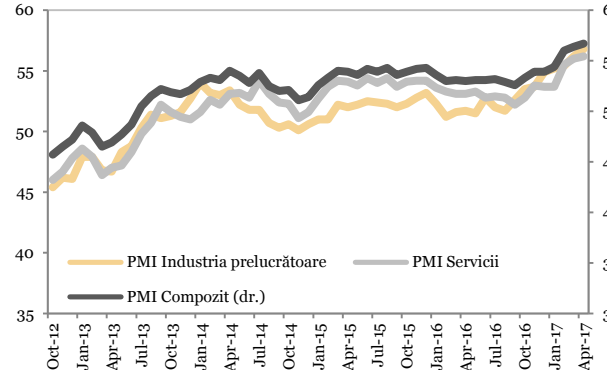
PIB vs. PIB potențial (% an/an) sursa: Eurostat, estimări BT



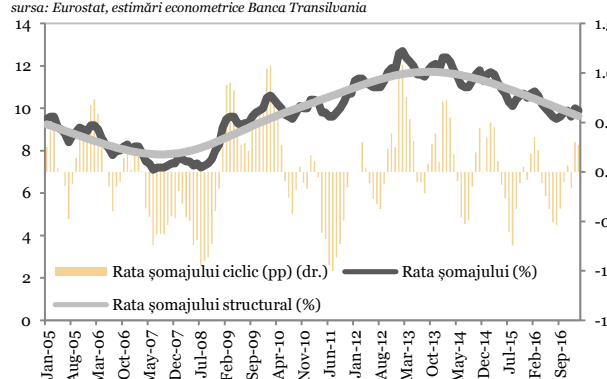
consum privat vs. investiții productive (% an/an) sursa: Eurostat



indicatorii PMI sursa: Markit Economics



rata șomajului (%) vs. componenta structurală (%) sursa: Eurostat, estimări economice Banca Transilvania

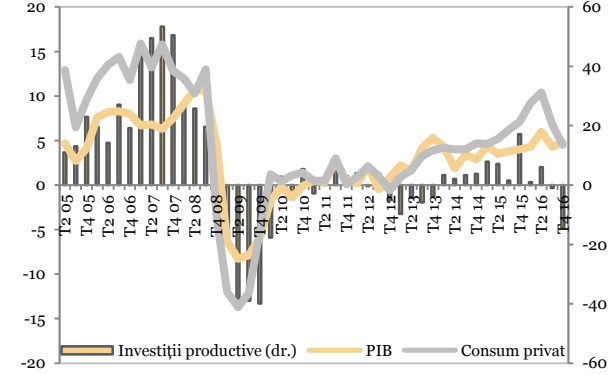


ROMÂNIA

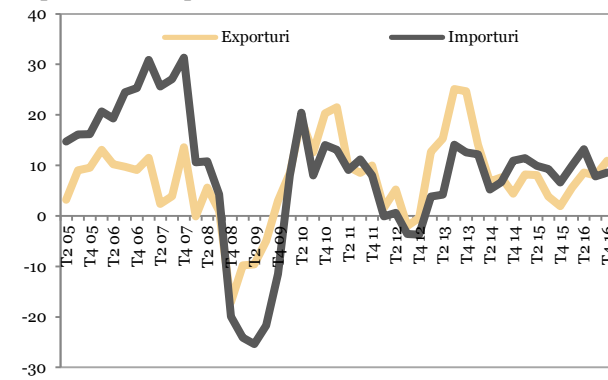
- Conform estimărilor provizorii (2) ale Institutului Național de Statistică (INS) economia internă a accelerat în ultimul trimestru din 2016, pe fondul ameliorării cererii externe nete, care a contrabalansat declinul investițiilor productive. PIB-ul României a crescut cu 1.4% trimestru/trimestru și cu 4.8% an/an în T4 2016.
- Se evidențiază îmbunătățirea contribuției cererii externe nete, evoluție determinată de continuarea ciclului economic în Zona Euro (principalul partener economic) și de deprecierea monedei naționale. Exporturile au accelerat la 10.9% an/an (cea mai bună evoluție din T1 2014), un ritm superior față de avansul importurilor (8.6% an/an).
- Totodată, consumul public s-a ameliorat în T4 2016, în contextul electoral: componenta individuală a urcat cu 23.4% an/an, iar cea publică cu 3.3% an/an.
- Pe de altă parte, dinamica consumului privat s-a temperat la 4.5% an/an în T4 2016, cea mai slabă evoluție din T3 2014, date fiind disiparea impactului reducerii cotelor TVA și așteptarea eliminării accizei suplimentare la carburanți.
- De asemenea, investițiile productive s-au diminuat cu 14.2% an/an în T4 2016 (cel mai sever ritm de declin din T1 2010), pe fondul incertitudinilor privind deciziile de politică economică (globale, europene și interne), dar și în așteptarea eliminării taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți (de la 1 ianuarie 2017).
- Analizând din perspectiva ofertei agregate se evidențiază dinamica IT&C (14.4% an/an), confirmându-se statutul de stea a economiei. Totodată, componentele comerț cu ridicata și cu amănuntul/reparare auto-moto/transport și depozitare/HORECA și activitățile profesionale, științifice și tehnice au crescut cu 10.9% an/an, respectiv 11.4% an/an, pe fondul majorării veniturilor populației și evoluției pozitive a creditării în RON.
- Prin urmare, în 2016 economia internă a accelerat la 4.8% an/an, cel mai bun ritm din 2008, o evoluție peste potențial care maschează divergența dintre accelerarea consumului privat și declinul investițiilor productive, sub influența Noului Cod Fiscal.
- Pe de o parte, consumul populației a accelerat la 7.5% an/an (cea mai bună din 2007), evoluție susținută de impulsul fiscal, majorările de salarii și dinamica creditării.
- Totodată, consumul public a urcat cu 4.5% anul trecut, cel mai bun ritm din 2008 (contribuție cu 0.6 puncte procentuale la dinamica PIB), dat fiind contextul electoral.
- De asemenea, stocurile au avut o contribuție de 1.1 puncte procentuale la ritmul PIB.
- Pe de altă parte, investițiile productive s-au ajustat cu 3.3% an/an în 2016 (contribuind cu -0.8 puncte procentuale la dinamica economiei), evoluție care poate fi explicată prin faptul că unele companii au amânat proiectele până la eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți. Totodată, incertitudinile din sfera politicii economice au contribuit la o atitudine prudentă a companiilor.
- Nu în ultimul rând, cererea externă netă a avut o contribuție negativă la dinamica PIB anul trecut (-0.7 puncte procentuale), dar în ameliorare față de 2015, pe fondul accelerării exporturilor: 8.3% an/an. Importurile au urcat cu 9.8% an/an.
- Cele mai bune dinamici în plan sectorial în 2016 s-au înregistrat în: activitățile profesionale, științifice și tehnice (7.9%), comerț cu ridicata și cu amănuntul/reparare auto-moto/transport și depozitare/HORECA (11.3%) și IT&C (13.8%).
- Sectorul primar a stagnat, iar industria și construcțiile au urcat cu 1.8% an/an fiecare.
- Indicatorii macroeconomici au consemnat evoluții predominant favorabile în debutul anului 2017, sub influența semnalelor de accelerare din plan global și a mix-ului relaxat de politici economice pe plan intern. Se notează rezistența la tensiunile din sfera publică.
- Astfel, datele comunicate de INS indică majorarea volumului **vânzărilor din comerțul cu amănuntul** cu 5.4% an/an în perioada ianuarie-februarie, pe fondul creșterii veniturilor populației, eliminării accizei suplimentare la carburanți, reducerii cotei general de TVA și consolidării climatului pozitiv în sfera creditării în RON.
- De asemenea, **producția industrială** s-a redinamizat în debutul anului: 5.4% an/an la două luni, conform INS, evoluție influențată de impulsul exporturilor, temperaturile scăzute și momentul favorabil din sfera consumului intern.
- Pe de altă parte, **construcțiile** au scăzut cu 2.1% an/an la două luni, avansul componentei rezidențiale fiind contrabalansat de declinul segmentului inginerie civilă.
- Totodată, **deficitul balanței comerciale** s-a intensificat, accelerarea exporturilor fiind contrabalansată de redinamizarea importurilor de combustibili minerali.
- Pe **piata forței de muncă** climatul s-a consolidat de la început de an (rata șomajului la 5.4% în februarie, minim istoric), perspectivele de redinamizare a investițiilor fiind contrabalansate de presiunile de majorare a salariilor, deficitul de forță de muncă și tensiunile din sfera publică.

PIB, investiții productive, consum privat (% an/an)

sursa: INS, Eurostat, prelucrări BT

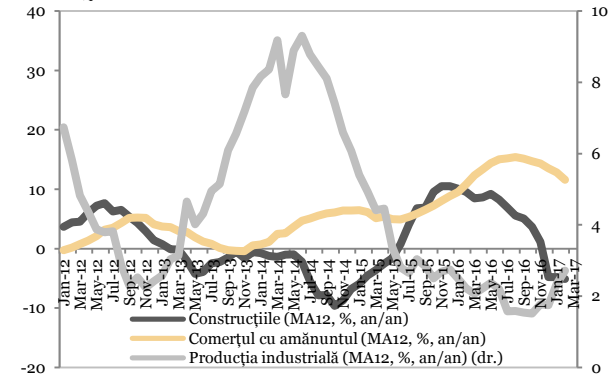


exporturi vs. importuri (% an/an) sursa: INS, prelucrări BT



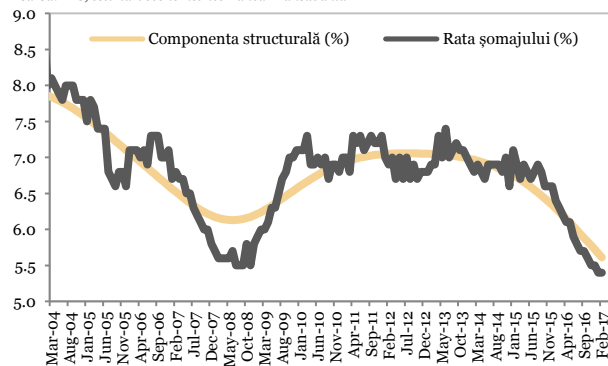
industrie, comerț, construcții (% an/an, MA12)

sursa: INS, prelucrări Banca Transilvania



rata șomajului vs. componenta structurală (%)

sursa: INS, estimări econometrice Banca Transilvania



ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Prețurile de consum au continuat să crească în primele luni ale anului curent, evoluție susținută de semnalele de accelerare din economie și de maturitate din piața forței de muncă și influențată de fluctuațiile cotațiilor internaționale la materii prime.
- Conform indicatorului PCE (*Personal Consumption Expenditure*) agreat de Rezerva Federală prețurile de consum au crescut pentru a 12-a lună consecutiv în februarie, cu un ritm lunar de 0.13%. Componenta core a consemnat un avans de 0.19% lună/lună.
- Inflația anuală a accelerat de la 1.9% în ianuarie la 2.1% în februarie (maximul din 2012), evoluție determinată îndeosebi de majorarea cotațiilor internaționale la țitei. Componenta core s-a consolidat la 1.75%, nivelul maxim din vara 2014.
- Practic, inflația a revenit la ținta stabilită de banca centrală după un amplu proces de convergență, după cum se poate nota și în primul grafic alăturat.
- Dinamica recentă a prețurilor de consum coroborată cu momentul pozitiv din piața forței de muncă și cu perspectivele de accelerare a economiei reale au determinat Rezerva Federală să continue ciclul monetar post-criză la a doua ședință de politică monetară din acest an (desfășurată pe 14-15 martie). FED a hotărât majorarea ratei de dobândă de referință cu 0.25%, la 0.75%-1.00% (vot de 9-1), decizie în linie cu așteptările noastre și ale pieței financiare.
- De asemenea, FED a semnalat că va continua să majoreze dobânda de politică monetară în trimestrele următoare (spre 1.4% în 2017, 2.1% în 2018 și 3% în 2019), pe fondul perspectivei de evoluție a economiei la un ritm peste potențial (estimat la 1.8% an/an) și de consolidare a inflației în jurul țintei de 2% an/an. Totodată, Președintele FED (d-na Yellen) a semnalat că dobânda de referință va fi principalul instrument de politică monetară utilizat în ciclul post-criză. Nu în ultimul rând, d-na Yellen a apreciat recent că FED ar putea demara procesul de vânzare de active până la final de 2017.

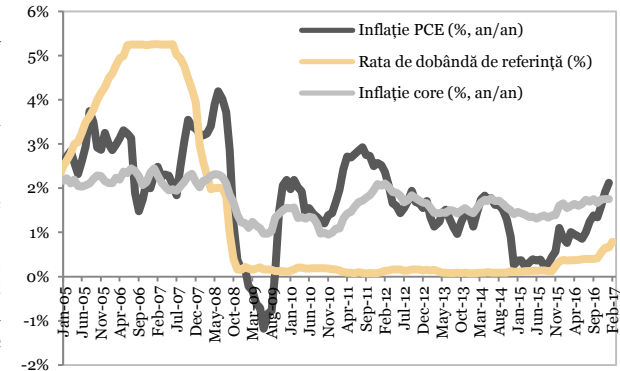
ZONA EURO

- Datele Eurostat indică temperarea inflației de la 2% an/an în februarie la 1.5% an/an în martie, cel mai redus nivel din ultimele trei luni. Componenta energie a decelerat de la 9.3% an/an în februarie la 7.4% an/an în martie, pe fondul evoluției cotațiilor internaționale la țitei. Dinamica anuală a prețurilor la alimente proaspete s-a atenuat de la 5.3% în februarie la 3.1% în martie. Nu în ultimul rând, tarifele la servicii au consemnat un avans de 1% an/an, cel mai redus ritm din ultimele trimestre.
- Inflația core (de bază, care exclude elementele volatile) a decelerat de la 0.9% an/an în februarie la 0.7% an/an în martie, cea mai redusă dinamică din aprilie 2016.
- Astfel, în trimestrul I 2017 inflația s-a situat la 1.77% an/an (în convergență spre ținta de 2% a Băncii Centrale Europene), iar componenta core a înregistrat un nivel de 0.83%.
- La a doua ședință de politică monetară din acest an Banca Centrală Europeană a revizuit în sus previziunile privind dinamica PIB-ului (la 1.8% în 2017, 1.7% în 2018 și 1.6% în 2019) și a prețurilor de consum (la 1.7% în 2017, 1.6% în 2018 și 1.7% în 2019).
- Entitatea nu a modificat politica monetară relaxată fără precedent (niveluri minime istorice pentru ratele de dobândă și program de cumpărare de active publice și private în volum de 60 miliarde EUR/lună până la final de 2017). Pe de altă parte, Președintele BCE (dl. Mario Draghi) a semnalat la Conferința de presă posibilitatea recalibrării politicii monetare în trimestrele următoare, în contextul dispariției riscurilor de deflație.

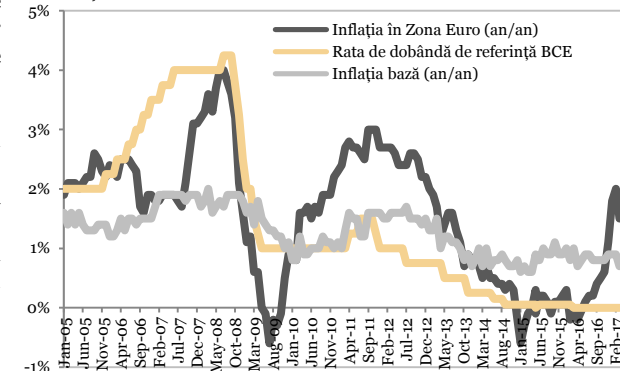
ROMÂNIA

- Conform datelor Institutului Național de Statistică (INS) prețurile de consum au crescut cu un ritm lunar de 0.08% în martie, evoluție influențată de deprecierea RON și declinul cotațiilor internaționale la țitei. Majorarea prețurilor la bunuri alimentare cu 0.23% lună/lună și creșterea tarifelor la servicii cu un ritm lunar de 0.32% au contrabalansat declinul prețurilor la mărfuri ne-alimentare cu 0.13% lună/lună.
- Inflația anuală s-a consolidat la 0.18% în martie (nivel apropiat de cel din februarie), accelerarea prețurilor la bunuri alimentare (1.67% an/an, maximul din august 2016) fiind contrabalansată de declinul prețurilor la mărfuri ne-alimentare (cu 0.25% an/an) și tarifelor la servicii (cu 1.39% an/an).
- În trimestrul I prețurile de consum au crescut cu 0.14% an/an, respectiv cu 0.4% an/an pe indicele armonizat UE, evoluție influențată de reducerea cotei TVA (de la 20% la 19%), eliminarea accizei suplimentare la carburanți și a celor 102 taxe nefiscale, evoluțiile cotațiilor la țitei și fluctuațiile din piața valutară.
- La a treia ședință de politică monetară din 2017 BNR a menținut rata de dobândă și nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit, dar a semnalat o politică mai activă pe viitor, pe fondul acumulării de riscuri la adresa stabilității prețurilor și a stabilității financiare.

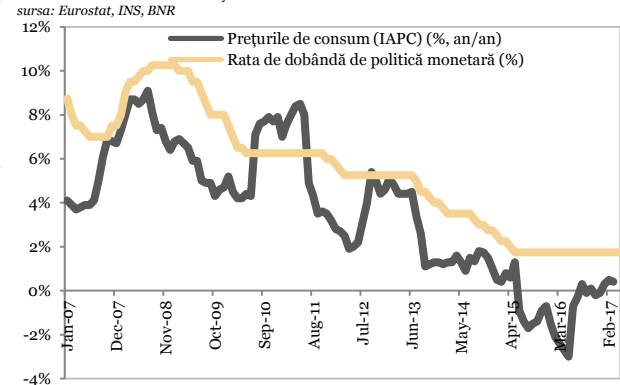
dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în SUA sursa: FED



dinamica prețurilor de consum vs. rata de dobândă de referință în Zona Euro sursa: Eurostat, BCE



dinamica prețurilor de consum (IAPC) vs. rata de dobândă de referință în România sursa: Eurostat, INS, BNR



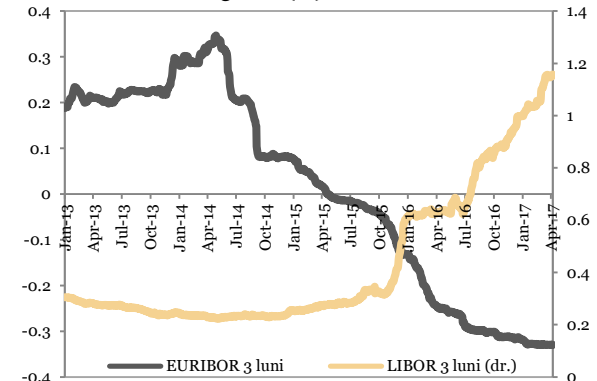
PIAȚA FINANCIARĂ SUA

- În T1 2017 piața financiară a resimțit informațiile macroeconomice din principalele blocuri ale lumii (inclusiv semnalele de politică economică), știrile companiilor (raportările financiare) și fluctuațiile din piețele internaționale de materii prime. Totodată, evoluțiile geo-politice au influențat piețele financiare internaționale recent.
- Se evidențiază intensificarea divergențelor pe piața monetară, consolidarea tendinței ascendente pentru costurile de finanțare, semnale de inflexiune pe piața valutară și continuarea momentului favorabil pe bursă. Cu toate acestea, în martie percepția de risc s-a intensificat (determinând creșterea volatilității și orientarea fluxurilor de capital spre instrumente cu grad redus de risc), pe fondul acumulării de provocări și incertitudini privind ordinea economică globală în Era Trump și viitorul Uniunii Europene.
- În SUA FED a majorat din nou rata de dobândă de referință și a semnalat continuarea ciclului monetar post-criză la a doua ședință de politică monetară din 2017 (desfășurată în martie). În acest context, ratele de dobândă din piața monetară au continuat să crească în primul trimestru al anului curent, către nivelul maxim din primăvara anului 2009, după cum se poate nota în primul grafic din dreapta. La finele lui martie LIBOR la trei luni a înregistrat un nivel de 1.15%, în urcare cu 8% lună/lună, cu 82.9% an/an și cu 15.2% față de valoarea de la sfârșit de 2016.
- Pe piața titlurilor de stat s-a consolidat tendința ascendentă pentru rata de dobândă pe scadența 10 ani în trimestrul I din 2017. Acest indicator a consemnat la jumătatea lunii martie cel mai ridicat nivel din septembrie 2014 (2.62%), pe fondul perspectivei de continuare a ciclului monetar post-criză, în contextul semnalelor de accelerare a dinamicii inflației și economiei în trimestrele următoare. Cu toate acestea, începând cu jumătatea lui martie rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani a scăzut, pe fondul modificării așteptărilor pieței privind politica economică, după ce Congresul nu a aprobat modificările propuse de Administrație în domeniul medical. La final de martie rata de dobândă la obligațiunile suverane la 10 ani a înregistrat un nivel de 2.389%, în scădere cu 0.3% lună/lună și cu 2.3% față de valoarea de la finele lui 2016. În martie 2017 indicatorul a înregistrat un nivel mediu de 2.48%, în urcare cu 2.5% lună/lună.
- Pe piața valutară se notează intensificarea volatilității și acumularea de semnale de schimbare de tendință pentru dolarul american în trimestrul I, pe fondul reconfigurării așteptărilor privind politica economică din SUA, într-un context caracterizat prin maturitatea ciclului post-criză, reducerea ratei reale de dobândă și semnalele de politică monetară din Zona Euro și China. La final de martie cursul USD/EUR era mai redus cu 0.9% față de finele lui februarie și cu 1.4% comparativ cu sfârșitul de 2016.
- Bursa a continuat să crească în T1 2017, spre noi maxime, pe fondul perspectivelor de ameliorare a climatului din economia reală și de majorare graduală a ratelor de dobândă. Cu toate acestea, în martie bursa a înregistrat corecții, prin incorporarea semnalelor de politică economică. Indicele Dow Jones s-a situat la 20,663.2 puncte la final de martie, în scădere cu 0.7% lună/lună (avans cu 4.6% în trimestrul I).

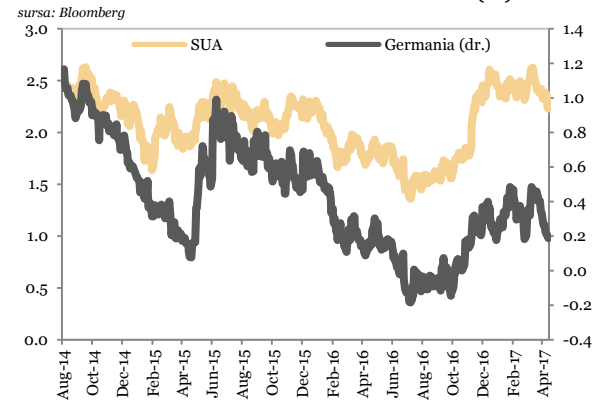
ZONA EURO

- Evoluțiile din plan global, consolidarea relansării economice și semnalele de politică economică din regiune (Cartea Albă privind viitorul UE), raportările financiare ale companiilor și dinamica cotațiilor la materii prime au influențat piața financiară recent.
- Pe piața monetară ratele de dobândă s-au consolidat în zona minimelor istorice (după cum se poate nota în primul grafic din dreapta), dat fiind că Banca Centrală Europeană (BCE) a semnalat continuarea politicii monetare relaxate până la final de an.
- De-a lungul curbei randamentelor s-au consemnat fluctuații ample în T1 2017, influențate și de programul de cumpărare de active derulat de BCE. La finele lui martie rata de dobândă la titlurile de stat germane la 10 ani s-a situat la 0.331%, nivel cu 59.1% mai ridicat față de valorile de la final de februarie și sfârșit de 2016. În martie indicatorul a înregistrat un nivel mediu de 0.39%, în creștere cu 23.8% lună/lună.
- Pe piața valutară EUR/USD pare să fi inițiat o tendință ascendentă în trimestrul I 2017, pe fondul perspectivelor de politică monetară pe termen mediu: majorare graduală de dobândă în SUA vs. ieșirea din relaxarea fără precedent în 2018 în Zona Euro. La final de martie EUR/USD s-a situat la 1.0691, în creștere cu 0.89% lună/lună și cu 1.42% față de nivelul de la finele lui 2016.
- Piața de acțiuni a continuat să crească în trimestrul I 2017, fiind retestate maximele din 2015, sub influența semnalelor de ameliorare din economia reală și a finalului perioadei costurilor de finanțare minime. Indicele pan-european EuroStoxx 50 a urcat cu 5.5% lună/lună în martie și cu 6.4% în trimestrul I, la 3,500.9 puncte.

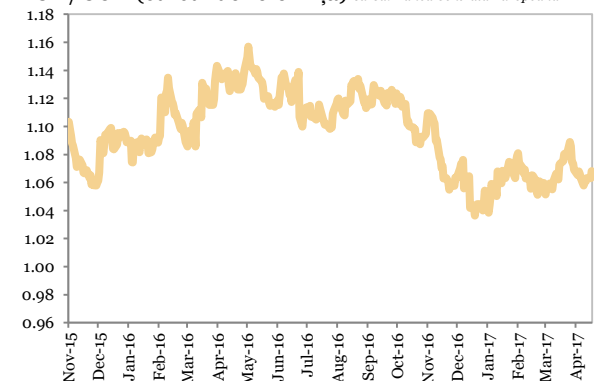
rata de dobândă la 3 luni (%) sursa: Bloomberg



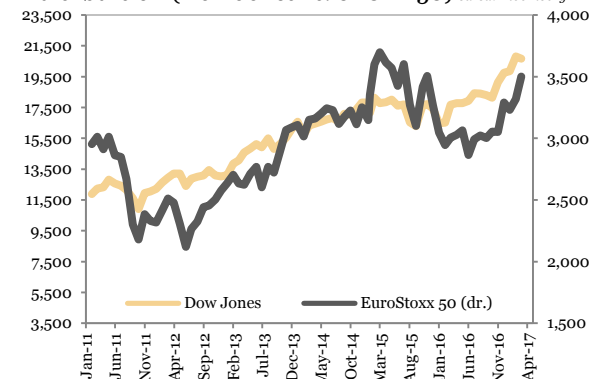
rata de dobândă la titlurile de stat la 10 ani (%) sursa: Bloomberg



EUR/USD (cursul de referință) sursa: Banca Centrală Europeană



indici bursieri (Dow Jones vs. STOXX50) sursa: Bloomberg



ROMÂNIA

• Evoluțiile din piețele financiare internaționale și știrile din plan intern (macroeconomice, politice, din sfera companiilor) au influențat piața financiară în luna martie și primul trimestru al anului curent. Se observă majorarea costurilor de finanțare, deprecierea monedei naționale și continuarea tendinței ascendente pe bursă.

PIAȚA MONETARĂ

• Pe piața monetară ratele de dobândă au crescut în martie, pe fondul intensificării percepției de risc cu privire la sustenabilitatea mix-ului actual de politici economice. La final de martie ROBOR pe scadențele overnight, tomorrow next, o săptămână, o lună, trei luni, șase luni, nouă luni și 12 luni au consemnat valori de 0.57%, 0.54%, 0.54%, 0.63%, 0.86%, 1.07%, 1.17%, respectiv 1.25%, în creștere față de nivelurile de la final de februarie cu ritmuri de 16%, 10%, 2%, 0%, 5%, 2%, 1%, respectiv 1%.

• Cu toate acestea, raportat la valorile de la sfârșitul anului 2016 la final de martie 2017 ratele de dobândă erau mai scăzute (cu excepția scadenței overnight): pe scadențele o săptămână și o lună, cu nouă puncte bază, respectiv 13 puncte bază.

• În ceea ce privește valorile medii lunare ratele de dobândă au consemnat creșteri generalizate în martie față de luna similară din 2016, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele până la o lună (în medie cu 10%).

PIAȚA TITLURILOR DE STAT

• De-a lungul curbei randamentelor s-au consemnat evoluții mixte în luna martie, sub influența evoluțiilor din piețele internaționale de titluri de stat și a știrilor interne. Astfel, pe scadențele cinci ani și 10 ani ratele de dobândă au crescut, în timp ce pe scadențele un an și trei ani s-au consemnat scăderi ușoare.

• La sfârșit de martie rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani s-a situat la 3.855%, în creștere cu 6.3% față de nivelul de la final de februarie și cu 10.5% comparativ cu valoarea de la finele anului trecut.

• În martie acest indicator a consemnat un nivel mediu de 3.91%, în urcare cu 8% față de februarie.

• În dinamică an/an ratele de dobândă la titlurile de stat au prezentat creșteri generalizate în martie, în medie cu 32%, avansul fiind mai pronunțat pe scadențele scurte și medii.

• În luna martie statul s-a împrumutat pe piața internă cu 3.1 miliarde RON (din care 1.2 miliarde RON prin certificate de trezorerie) și cu 240 milioane EUR, sub volumul planificat de 4.1 miliarde RON și 200 milioane EUR.

PIAȚA VALUTARĂ

• Tendința de depreciere a monedei naționale s-a consolidat în martie, cursul EUR/RON fluctuând în intervalul (4.5200 – 4.5654) la BNR. La jumătatea lunii cursul a atins maximul din toamna anului 2012, evoluție determinată de intensificarea percepției de risc privind sustenabilitatea măsurilor implementate și / sau semnalate din sfera politicii de venituri și a politicii fiscal-bugetare, într-un context caracterizat prin tergiversarea reformelor structurale.

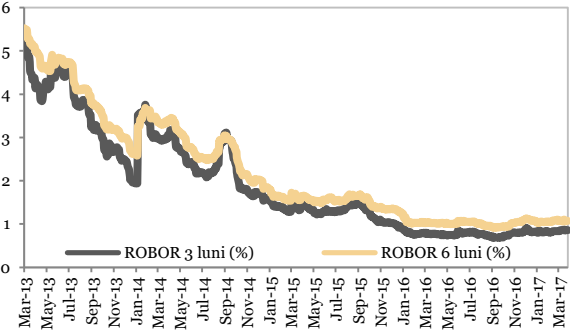
• Cursul a încheiat luna martie la 4.5511, în creștere cu 0.78% raportat la nivelul de la final de februarie și cu 0.22% față de valoarea de la finele anului 2016.

• În martie EUR/RON a înregistrat un nivel mediu de 4.5482, în urcare cu 0.80% lună/lună și cu 1.85% an/an.

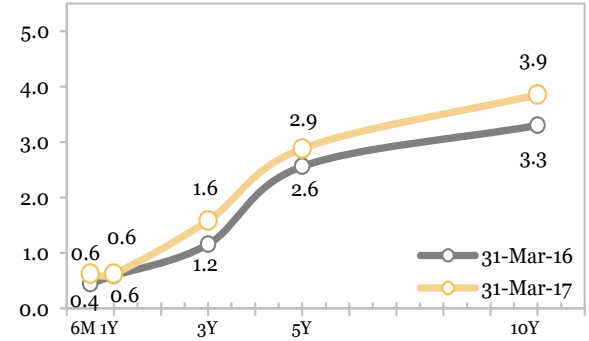
PIAȚA BURSIERĂ

• Piața de acțiuni a crescut în trimestrul I (pentru a cincea lună consecutiv în martie), evoluție susținută de climatul pozitiv înregistrat pe bursele europene, de consolidarea ciclului economic post-criză pe plan intern și de știrile companiilor (inclusiv majorarea ratei de distribuție dividende la companiile controlate de stat). Astfel, indicele BET s-a situat la 8,069.3 puncte la final de martie, în creștere cu 1.2% lună/lună și cu 13.9% de la începutul anului.

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



curba randamentelor România sursa: Bloomberg

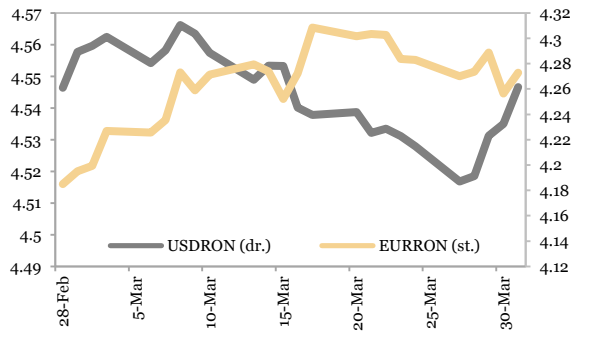


licitații M. Finanțe (martie) sursa: M. Finanțe

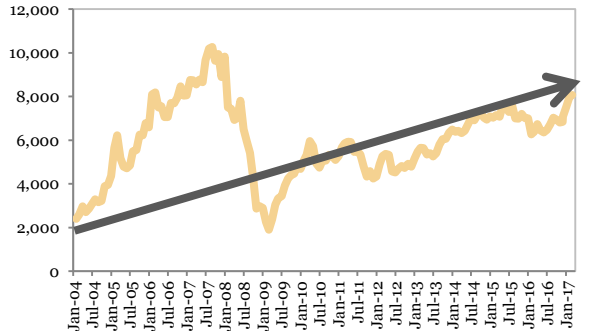
Valoare (mil. RON)	Scadență	Yield (%)	
02-Mar-2017	800	25-Feb-2019	1.59
06-Mar-2017	690	08-Mar-2022	3.00
16-Mar-2017	600	18-Sep-2017	0.71
20-Mar-2017	371.9	26-Iul-2027	4.03
23-Mar-2017	600	26-Mar-2018	0.97

Valoare (mil. EUR)	Scadență	Yield	
27-Mar-2017	240	26-Feb-2021	0.42

cursul de schimb (RON fixing) sursa: Bloomberg



indicele BET (valori lunare) sursa: Bursa de Valori București



SCENARIUL MACROECONOMIC CENTRAL

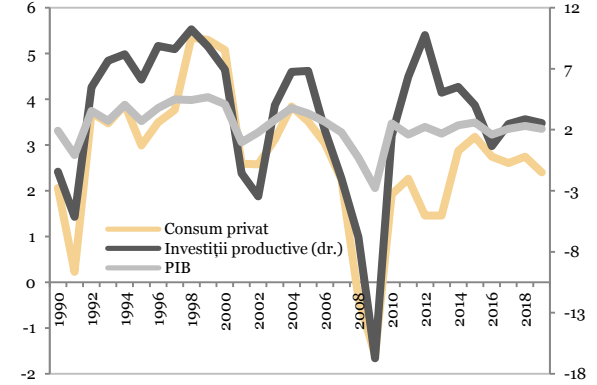
ECONOMIA REALĂ SUA

- Indicatorii macroeconomici avansați s-au ameliorat în primele luni ale anului curent, spre cele mai ridicate valori din anii 2000, evoluții care exprimă premise de accelerare pentru prima economie a lumii pe termen scurt. De asemenea, în sfera economiei financiare am asistat la consolidarea climatului pozitiv în perioada recentă.
- Cu toate acestea, indicatorii economici coincidenți au prezentat o dinamică mai lentă, în așteptarea concretizării măsurilor promise de Administrația Trump (privind relaxarea fiscală și planurile de investiții publice).
- Am actualizat scenariul macroeconomic central pe termen mediu pentru economia SUA prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale și americane).
- Conform noilor previziuni dinamica anuală a PIB-ului SUA ar putea accelera de la 1.6% în 2016 la 2.1% în 2017, 2.3% în 2018, într-o evoluție determinată de redinamizarea investițiilor productive: ritmuri anuale de 2.5% în 2017 și 2.9% în 2018.
- Pentru consumul privat (principala componentă a PIB) ne așteptăm la consolidarea momentului favorabil (dinamici anuale de 2.6% în 2017 și 2.7% în 2018).
- Nu în ultimul rând, previzionăm atenuarea decalajului dintre ritmurile exporturilor și importurilor pe termen mediu (creșteri cu 3.3%, respectiv 3.4% între 2017-2018).
- Pe de altă parte, ne așteptăm la o creștere mai lentă pentru consumul public, dat fiind că marja de manevră este limitată de tendința de intensificare a deficitului bugetar și de perspectiva implementării unor măsuri de reducere a fiscalității.
- Pentru anul 2019 previzionăm decelerarea economiei SUA (ritm anual de 2.1%), într-o evoluție determinată de temperarea cererii interne: consumul privat și investițiile productive ar putea crește cu dinamici anuale de 2.4%, respectiv 2.5%.
- În acest scenariu ne așteptăm la schimbarea de tendință pe piața forței de muncă, pe fondul acumulării de semnale de final de ciclu economic, dar și a majorării costurilor de finanțare: rata medie anuală a șomajului ar putea să crească de la 4.6% în 2017 (minimum din 2007) la 4.9% în 2018 și 5.2% în 2019.
- Vom actualiza trimestrial acest scenariu central, prin incorporarea semnalelor de politică economică din Statele Unite, dar și a evoluțiilor macro-financiare globale.
- Printre factorii de risc pentru evoluția economiei SUA pe termen mediu menționăm: deciziile de politică economică și relația dintre FED și piața financiară; climatul macro-financiar global (Zona Euro, China); tensiunile geo-politice.

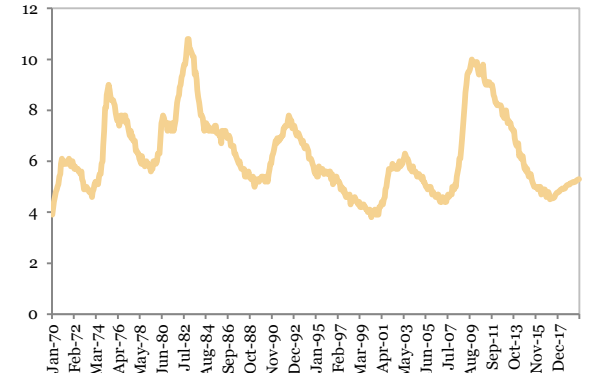
ZONA EURO

- Evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici (globali și regionali) exprimă premise de accelerare a economiei pe termen scurt și de consolidare a ciclului economic post-criză pe termen mediu.
- Conform scenariului macroeconomic central actualizat prin incorporarea datelor finale pe 2016 și a dinamicii indicatorilor macro-financiarilor din primul trimestru al anului curent ne așteptăm la creșterea economiei regiunii cu ritmuri medii anuale de 1.8% în 2017, 1.7% în 2018 și 1.8% în 2019, evoluție determinată de cererea internă.
- Pentru investițiile productive (motorul economiei) previzionăm un avans cu un ritm mediu anual de 3.3% în perioada 2017-2019, evoluție influențată: de nivelul redus al costurilor reale de finanțare, ameliorarea creditării, climatul pozitiv la nivel de consum privat, semnalele de accelerare din economia mondială și relansarea investițiilor publice.
- Totodată, consumul privat (principala componentă a PIB) ar putea prezenta o dinamică medie anuală de 1.7% în orizontul de previziune, pe fondul ameliorării venitului real disponibil al populației și redinamizării pieței creditului.
- Nu în ultimul rând, ne așteptăm ca și consumul public să contribuie pozitiv la dinamica PIB (avans cu un ritm mediu anual de 1.9% în perioada 2017-2019), dat fiind că marja de manevră în materie fiscal-bugetară a crescut după ajustarea din ultimii ani.
- Pe de altă parte, previzionăm o deteriorare a contribuției cererii externe nete la dinamica economiei pe termen mediu, evoluție influențată și de premisele de apreciere a cursului monedei unice europene. Exporturile și importurile ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 2.9%, respectiv 3.7% în perioada 2017-2019.
- În ceea ce privește piața forței de muncă ne așteptăm la continuarea procesului de ameliorare pe termen mediu: componenta structurală a ratei șomajului ar putea să scadă spre minimele din ultimele decenii (7.7% în decembrie 2019).
- Printre factori de risc pentru acest scenariu menționăm: climatul macro-financiar din SUA și China; deciziile privind viitorul Uniunii Europene; evoluția gradului de convergență reală a economiilor din Zona Euro; tensiunile geo-politice; terorismul.

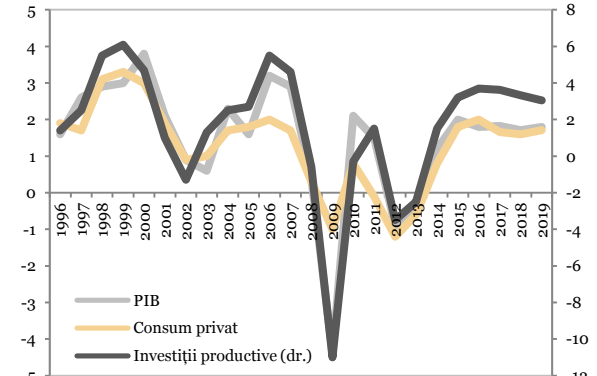
PIB, consum privat, investiții productive în SUA
(%, an/an) sursa: Departamentul Comerțului din SUA, previziuni BT



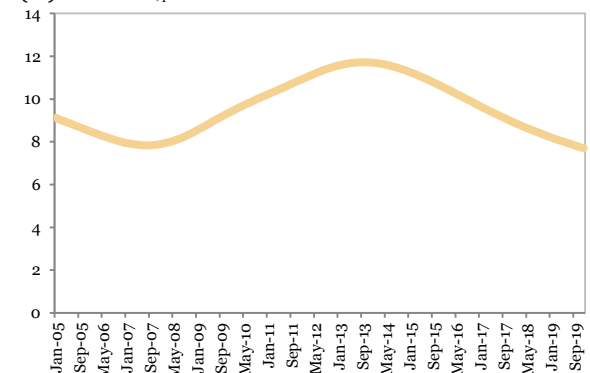
rata șomajului în SUA (%) sursa: previziuni BT pe baza datelor Departamentului Muncii (SUA)



PIB, consum privat, investiții productive în Zona Euro
(%, an/an) sursa: Eurostat, previziuni BT



rata șomajului în Zona Euro – componenta structurală (%) sursa: Eurostat, previziuni BT

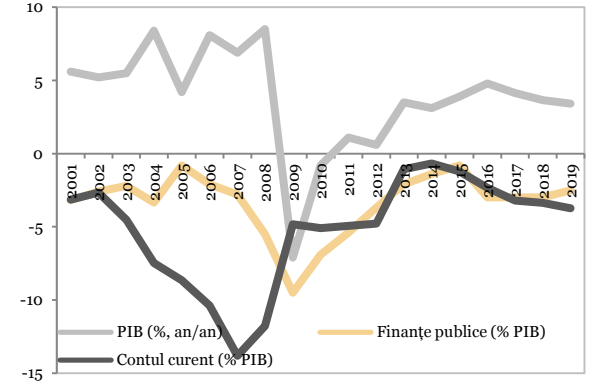


ROMÂNIA

- În primul trimestru al anului curent indicatorii macro-financiar au consemnat evoluții favorabile, pe fondul semnalelor de accelerare din economia mondială, dar și a consolidării climatului pozitiv din sfera cererii interne (evoluție influențată și de intrarea în vigoare a măsurilor din runda a doua din cadrul Noului Cod Fiscal: eliminarea taxei pe construcții speciale și a accizei suplimentare la carburanți și reducerea cotei generale de TVA de la 20% la 19% de la 1 ianuarie).
- Pe de o parte, se evidențiază rezistența la tensiunile din sfera publică, influențată de nivelul ridicat al indicatorilor de încredere, climatul pozitiv din piața financiară și nivelul redus al costurilor de finanțare.
- Pe de altă parte, se notează tendința de intensificare a deficitelor gemene (finanțe publice și cont curent) (după cum se poate observa în primul grafic din dreapta), dar și majorarea costurilor salariale (cu impact asupra competitivității internaționale).
- Am revizuit marginal scenariul macroeconomic central de previziune pentru economia reală a României prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (globale, europene și interne).
- Conform noilor previziuni economia internă va decelera pe termen mediu, după accelerarea din ultimele trimestre, pe fondul disipării impactului măsurilor de relaxare fiscală, dar și a perspectivelor de modificare a mix-ului de politici economice, cu impact asupra costurilor de finanțare.
- Astfel, PIB-ul României ar putea crește cu ritmuri medii anuale de 4.1% în 2017, 3.7% în 2018 și 3.4% în 2019.
- În acest scenariu consumul privat (principala componentă a PIB) se va tempera (ritmuri anuale de 5% în 2017, 4.4% în 2018 și 4.5% în 2019), după ce în 2016 a înregistrat cea mai bună dinamică din 2007, sub influența caracterului relaxat fără precedent al politicii economice. Ne așteptăm ca majorarea veniturilor populației și climatul pozitiv din sfera creditului în RON să contribuie la o evoluție sustenabilă a consumului privat în trimestrele următoare.
- De asemenea, previzionăm redinamizarea investițiilor productive (motorul economiei) pe termen scurt, evoluție susținută de o serie de factori: climatul pozitiv din Zona Euro (principalul partener economic), măsurile din runda a doua din Noul Cod Fiscal, nivelul accesibil al costurilor de finanțare, momentul favorabil din sfera consumului privat. Investițiile productive ar putea crește cu ritmuri anuale de 5% în 2017, 4.5% în 2018 și 4.3% în 2019.
- Nu în ultimul rând, pentru consumul public previzionăm o creștere cu un ritm mediu anual de 1.4% în perioada 2017-2019.
- În sfera cererii externe nete ne așteptăm la creșterea exporturilor și majorarea importurilor cu dinamici medii anuale de 6.5%, respectiv 7.2% în intervalul 2017-2019, evoluție influențată și de dinamica cursului real efectiv al monedei naționale.
- Pentru piața forței de muncă previzionăm consolidarea climatului pozitiv pe termen scurt, sub influența unor forțe contradictorii. Pe de o parte, redinamizarea investițiilor exprimă premise pozitive pentru crearea de noi locuri de muncă. Pe de altă parte, se acumulează semnale de încălzire pe piața forței de muncă, pe fondul politicii de venituri implementată de Administrație, dar și a deficitului de personal calificat în mai multe ramuri ale economiei. În scenariul nostru central rata medie anuală a șomajului ar putea să scadă de la 5.9% în 2016, 5.5% în 2017, 5.2% în 2018, respectiv 5% în 2019.
- Considerăm că principalii factori de risc pentru evoluția economiei României pe termen scurt și mediu constau în: intervenția statului în economie în SUA și China; o creștere mai agresivă a costurilor de finanțare în plan global; reconfigurarea procesului de integrare europeană; tensiunile geo-politice; caracterul pro-ciclic al politicilor fiscal-bugetare și de venituri; tergiversarea reformelor structurale; intensificarea deficitelor gemene; persistența fenomenului de migrație a populației active (îndeosebi a celei cu grad ridicat de calificare); tensiunile din piața forței de muncă; ritmul lent al productivității muncii și intensificarea inegalității în distribuția veniturilor.

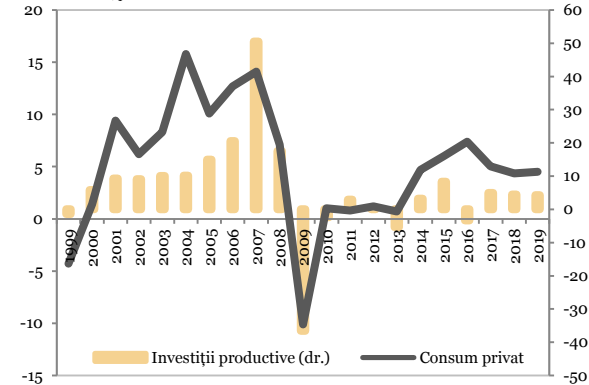
PIB (% an/an) vs. deficite gemene (% PIB nominal)

sursa: Eurostat, estimări și previziuni Banca Transilvania

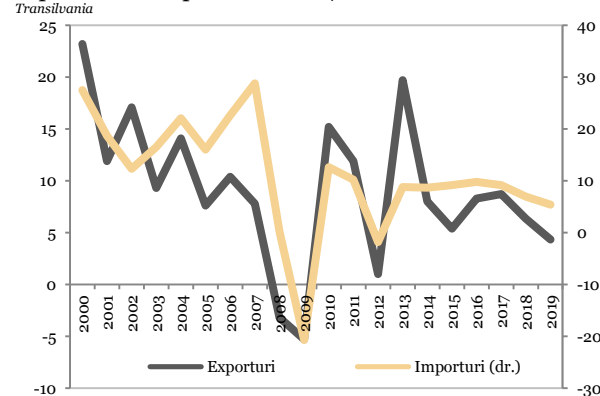


consumul privat vs. investiții productive (% an/an)

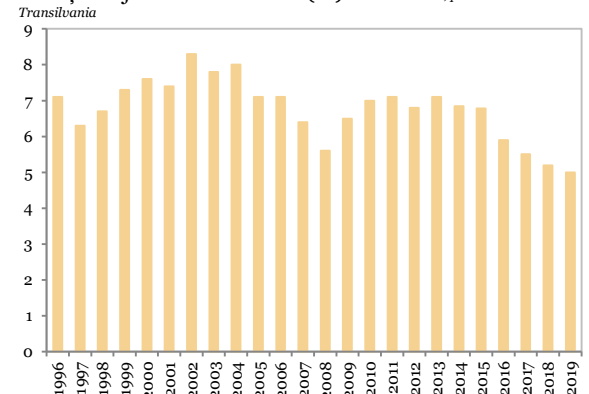
sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



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



rata șomajului în România (%) sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



ECONOMIA FINANCIARĂ SUA

- Am încorporat evoluțiile recente ale indicatorilor macro-financiar și am actualizat scenariul central de previziune pe termen mediu pentru prețurile de consum (indicatorul PCE, agreat de banca centrală).
- Conform noilor prognoze inflația medie anuală ar putea accelera de la 1.1% în 2016 la 2.1% în 2017, evoluție determinată atât de dinamica economiei la un ritm peste potențial (cu impact la nivelul pieței forței de muncă), dar și de tendința ascendentă pentru cotațiile internaționale la țigeti.
- Pentru 2018 și 2019 previzionăm consolidarea inflației în jurul nivelului țintit de banca centrală (2% an/an), după cum se poate nota și în primul grafic din partea dreaptă.
- Perspectivele de redinamizare a economiei americane prin componenta investiții productive, acumularea de semnale de încălzire pe piața forței de muncă și convergența inflației către ținta FED sunt factori care exprimă o probabilitate ridicată pentru continuarea ciclului monetar post-criză pe termen scurt.
- Astfel, FED ar putea majora din nou rata de dobândă de politică monetară de cel puțin două ori cu câte 0.25% până la finalul anului curent.
- Totodată, ne așteptăm ca entitatea să pregătească terenul pentru demararea procesului de reducere a volumului de active din bilanț, de la nivelul record de 4.5 trilioane USD.
- Atragem însă atenția cu privire la faptul că deciziile de politică monetară din perioada următoare vor fi dependente și de măsurile care vor fi implementate de Administrație, precum și de climatul din piețele financiare globale.

ZONA EURO

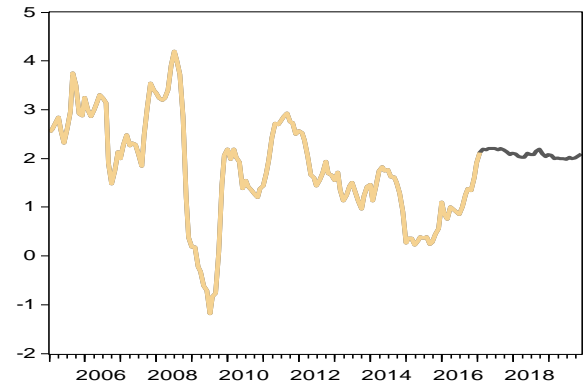
- Prin încorporarea evoluțiilor recente din economia reală și din economia financiară (la nivel global și în plan regional) am revizuit prognozele privind dinamica prețurilor de consum pe termen mediu.
- Scenariul central actualizat indică perspectiva accelerării inflației medii anuale de la 0.2% în 2016 la 2% în 2017. Pentru 2018 și 2019 previzionăm consolidarea dinamicii prețurilor de consum, la 2%, respectiv 1.9%.
- Altfel spus, ne așteptăm la convergența sustenabilă a inflației spre nivelul țintit de Banca Centrală Europeană în perioada următoare.
- Consolidarea ciclului economic post-criză și convergența inflației spre ținta BCE contribuie la creșterea probabilității ca banca centrală din regiune să iasă din politica monetară relaxată fără precedent în trimestrele următoare.
- Cu alte cuvinte, condiționat de neintensificarea factorilor de risc Banca Centrală Europeană ar putea demara ciclul monetar post-criză în prima jumătate a anului 2018.
- Scenariul este susținut și de factori complementari: convergența nivelului activelor BCE către volumul FED și nesustenabilitatea divergențelor de politică monetară (FED vs. BCE) (în 2017 diferențialul de dobândă de referință dintre SUA și Zona Euro va atinge maximul din 2005/2006).

ROMÂNIA

- Am menținut previziunile pe termen mediu pentru dinamica prețurilor de consum, dat fiind că evoluțiile din luna martie au confirmat scenariului macroeconomic central.
- Astfel, ne așteptăm la accelerarea dinamicii anuale a prețurilor de consum, în convergență către intervalul țintă al BNR în perioada următoare. Previziunile noastre indică un nivel mediu anual al inflației (pe indicele armonizat UE) de 1.5% în 2017, 2.7% în 2018, respectiv 2.9% în 2019.
- Acest scenariu este susținut de disiparea impactului reducerilor de taxe, continuarea ciclului economic post-criză, semnalele de încălzire din piața forței de muncă, inflexiunea cotațiilor internaționale la țigeti, deprecierea monedei naționale și accelerarea inflației în Zona Euro (principalul partener economic).
- Date fiind perspectivele de convergență a inflației către ținta BNR, de consolidare a ciclului economic post-criză și de intensificare a deficitelor gemene ne așteptăm ca banca centrală să inițieze un nou ciclu monetar în 2017.
- Acest scenariu este susținut și de posibilitatea intensificării volatilității pe piețele financiare internaționale, în contextul continuării ciclului monetar din SUA, finalului politicii relaxate din Zona Euro și noului ciclu monetar din China.

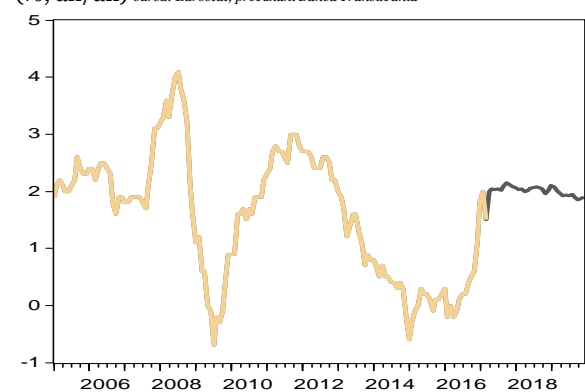
dinamica prețurilor de consum în SUA (% an/an)

sursa: FED, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în Zona Euro (% an/an)

sursa: Eurostat, previziuni Banca Transilvania



dinamica prețurilor de consum în România (IAPC) (% an/an)

sursa: Eurostat, INS, previziuni Banca Transilvania



PIEȚELE FINANCIARE SUA

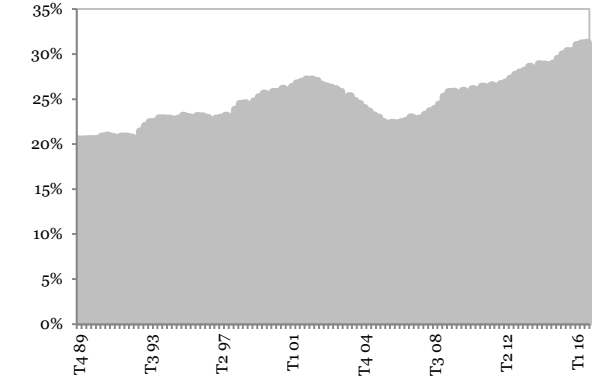
- Pe termen scurt ne așteptăm ca piețele financiare internaționale să fie influențate de o serie de factori: evoluțiile macroeconomice (inclusiv deciziile de politică economică) din principalele blocuri ale lumii (Statele Unite, Zona Euro și China); sezonul de raportări financiare trimestriale; dinamica cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime; tensiunile de ordin geo-politic.
- În ceea ce privește Statele Unite considerăm că piața financiară va reacționa îndeosebi la mix-ul de politici economice pe termen scurt. În acest context, subliniem faptul că implementarea măsurilor de relaxare fiscal-bugetară anunțate de Administrația Trump (reducerea taxelor pentru populație și companii) (cost estimat la 5.5 trilioane USD pentru următorii 10 ani) într-o perioadă în care deficitul fiscal-bugetar a inițiat o tendință de deteriorare ar putea determina accelerarea economiei, dar și a inflației în trimestrele următoare.
- Prin urmare, Rezerva Federală ar putea reacționa prin intensificarea ciclului monetar post-criză, atât prin majorări ale ratei de dobândă de politică monetară (piața financiară anticipează cel puțin o nouă creștere până la final de an), dar și prin reducerea volumului activelor (de la nivelul record de 4.5 trilioane USD).
- Cu alte cuvinte, previzionăm continuarea tendinței de creștere a costurilor de finanțare în prima economie a lumii, cu impact în plan global, cu perspective de accelerare dacă se vor implementa măsurile fiscal-bugetare anunțate recent.
- În acest context, atragem atenția cu privire la faptul că la nivel de companii impactul reducerii fiscalității ar putea fi contrabalansat de majorarea cheltuielilor financiare și a salariilor, mai ales că în ultimele trimestre gradul de îndatorare a crescut (spre niveluri maxime istorice, după cum se poate nota în primul grafic alăturat).
- De asemenea, divergența dintre dinamica PIB potențial (în decelerare) și tendința de majorare a datoriilor în China (după cum se poate observa în al doilea grafic alăturat) ar putea determina o intensificare a percepției de risc pe piețele emergente, cu impact asupra rezultatelor companiilor cu expunere pe aceste țări.
- Nu în ultimul rând, subliniem faptul că prima economie a lumii acumulează semnale de maturitate, dinamica productivității totale a factorilor de producție este foarte lentă, iar decalajul dintre nivelul PER (*price earnings ratio*) pe indicele S&P 500 și rata de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani se situează în zona maximelor din ultimele două decenii (aspect reflectat în ultimul grafic din partea dreaptă).
- În acest context, ne așteptăm la intensificarea primei de risc pe piața de capital, în absența unor șocuri pozitive din partea ofertei (majorarea productivității muncii, implementarea de reforme structurale).
- Perspectiva reintensificării deficitelor gemene în prima economie a lumii și a accelerării convergenței dintre Zona Euro și Statele Unite exprimă premise de inversare a tendinței (de apreciere a dolarului american din ultimii ani) în trimestrele următoare.

ZONA EURO

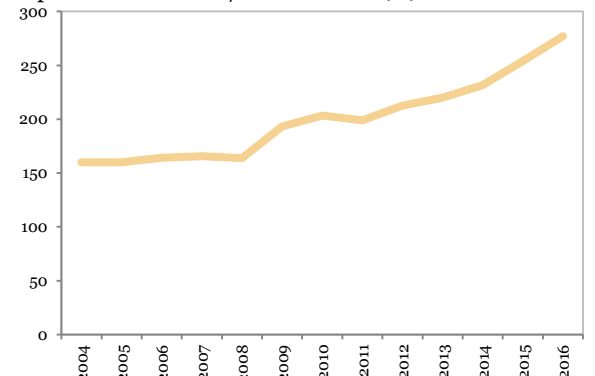
- Considerăm că piața financiară din regiune se va consolida pe termen scurt, pe fondul politicii monetare relaxate fără precedent. Cu toate acestea, din a doua jumătate a anului curent ne așteptăm la o creștere mai agresivă a costurilor de finanțare, sub influența evoluțiilor din plan global, dar și a perspectivelor ca Banca Centrală Europeană să inițieze ciclul monetar post-criză din 2018, pe fondul evoluției economiei la un ritm peste potențial, convergenței inflației către ținta băncii centrale și acumulării de factori de risc la adresa stabilității financiare pe termen mediu (inclusiv nivelul ridicat al prețurilor activelor imobiliare din grupul core al Zonei Euro, după cum se poate nota în al treilea grafic din dreapta).
- Altfel spus, ne așteptăm ca EURIBOR să revină în teritoriu pozitiv din 2018.
- Pentru piața titlurilor de stat previzionăm o creștere mai agresivă a ratelor de dobândă, pe fondul finalului programului de cumpărare de active (derulat de BCE), dar și a perspectivelor de evoluție din piețele globale de obligațiuni.
- În ceea ce privește piața valutară ne așteptăm ca moneda unică europeană să inițieze o tendință de apreciere în lunile următoare, pe fondul accelerării convergenței dintre Zona Euro și SUA, evoluție influențată și de perspectivele de consolidare a integrării economice din grupul core al Uniunii Europene.
- Printre factorii de risc cu privire la evoluția piețelor financiare globale și europene pe termen scurt și mediu menționăm: deciziile de politică economică din SUA, China, Zona Euro; evoluțiile geo-politice (globale, regionale); deciziile viitoare privind procesul de integrare economică europeană; dinamica cotațiilor internaționale la materii prime.

datoriile companii ne-financiare în SUA (% PIB)

sursa: FED, prelucrări BT

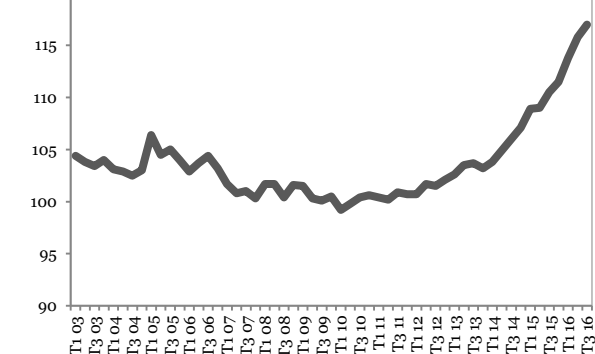


raport datorie totală/PIB în China (%) sursa: Bloomberg

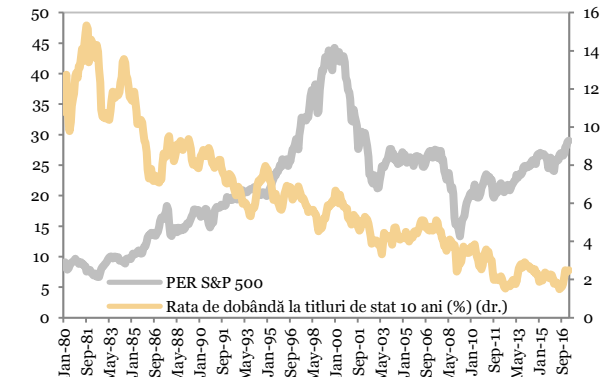


indice prețuri case Germania (după ajustare cu inflația)

sursa: Rezerva Federală din SUA, prelucrări BT



PER S&P 500 vs. rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani în SUA sursa: Robert Shiller



ROMÂNIA

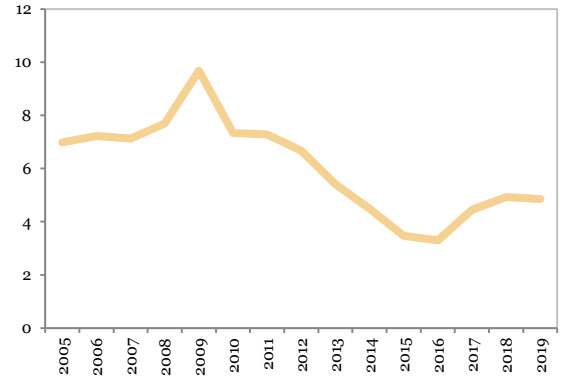
- Am actualizat scenariul central de previziune pe economia financiară, prin incorporarea evoluțiilor macro-financiare recente (internaționale și interne).
- Pe termen scurt ne așteptăm ca piața financiară internă să resimtă îndeosebi climatul macro-financiar extern (global, european, regional) și deciziile de politică economică și știrile politice interne.
- Din perspectiva internațională previzionăm că majorarea costurilor de finanțare va determina o creștere a volatilității în sfera fluxurilor de capital adresate economiilor emergente (inclusiv România). Cu alte cuvinte, anticipăm că investitorii vor fi mai atenți cu privire la evoluțiile macroeconomice interne, inclusiv riscurile la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu.
- În ceea ce privește piața monetară ne așteptăm la creșterea graduală a ratelor de dobândă în trimestrele următoare, pe fondul perspectivelor ca BNR să demareze ciclul monetar post-criză.
- De asemenea, pentru piața titlurilor de stat previzionăm majorarea ratelor de dobândă, date fiind creșterea costurilor de finanțare în plan global și perspectivele de evoluție din plan intern (accelerarea dinamicii anuale a PIB nominal și acumularea de factori de risc la adresa stabilității macro-financiare).
- Cu toate acestea, subliniem faptul că nivelul ridicat al spread-ului de dobândă (România vs. Zona Euro și SUA) va contrabalansa factorii menționați mai sus.
- Conform scenariul macroeconomic central actualizat rata medie anuală de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani (barometru pentru costul de finanțare în economie) va crește de la nivelul minim istoric de 3,3% în 2016 la 4,4% în 2017, respectiv 4,9% în 2018 și 2019.
- Pentru luna aprilie statul a programat licitații în volum de 4.4 miliarde RON pe piața internă, din care 800 milioane RON prin certificate de trezorerie.
- Nu în ultimul rând, am actualizat previziunile și pentru cursul EUR/RON, prin incorporarea evoluțiilor recente, dar și a semnalelor de intensificare a riscurilor la adresa stabilității macro-financiare pe termen mediu, determinate de caracterul pro-ciclic al politicilor fiscal-bugetară și de venituri.
- Pe termen scurt ne așteptăm la consolidarea cursului EUR/RON, pe fondul incidenței forțelor contradictorii: spread-ul de dobândă reală și convergența economică cu impact pozitiv pentru cererea de RON; intensificarea deficitelor gemene și tergiversarea reformelor structurale, nefavorabile monedei naționale.
- În ceea ce privește orizontul mediu de timp considerăm că EUR/RON va fi influențat de știrile privind viitorul procesului de integrare economică europeană și relațiile dintre România și Zona Euro.
- Conform scenariului macro-econometric central actualizat nivelul mediu anual EUR/RON ar putea să crească de la 4.49 în 2016 la 4.51 în 2017 și 4.52 în 2018. Pentru 2019 ne așteptăm la un curs mediu anual de 4.47.
- În ceea ce privește piața de acțiuni previzionăm o evoluție dependentă de climatul din piețele internaționale, precum și de deciziile de politică economică și de proiectele de dezvoltare a pieței de capital (inclusiv listarea de noi companii, care ar putea determina intrarea în liga piețelor emergente) pe plan intern.
- Printre factorii de risc pentru evoluția economiei financiare interne în trimestrele următoare menționăm: climatul macro-financiar global și european; intensificarea percepției de risc pe plan intern, pe fondul implementării de politici economice nesustenabile, care contribuie la deteriorarea echilibrelor macroeconomice; evoluțiile cotațiilor internaționale la materii prime; incertitudinile din plan politic intern și din sfera geo-politică regională.

licitații M. Finanțe (aprilie) <small>sursa: M. Finanțe</small>	Valoare (mil. RON)	Instrument	Maturitate
03-Apr-2017	230	Titluri	24-Sep-2031
06-Apr-2017	800	Certificate	09-Apr-2018
06-Apr-2017	345	Titluri	29-Apr-2024
10-Apr-2017	690	Titluri	22-Mar-2021
13-Apr-2017	690	Titluri	08-Mar-2022
20-Apr-2017	690	Titluri	26-Feb-2020
24-Apr-2017	920	Titluri	25-Feb-2019

titluri de stat în circulație <small>sursa: BNR</small>	Valoare (mil. RON)	Cupon (%)	Maturitate
RO1717CTN056	602.2		Sep-17
RO1718CTN070	807.3		Apr-18
RO1519DBN037	8,066.6	2.50	Apr-19
RO1722DBN045	1,380.0	3.40	Mar-22
RO1227DBN011	6,235.3	5.80	Iul-27

rata de dobândă la titluri de stat la 10 ani

(%, medie anuală) sursa: BNR, previziuni BT

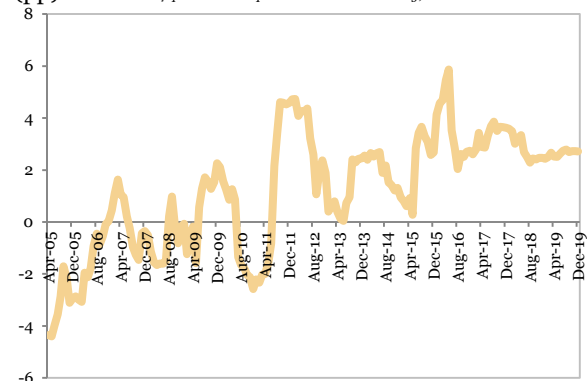


previziuni EUR/RON sursa: Banca Transilvania

	Min	Medie	Max	Mediana
2016	4.4444	4.49	4.5411	4.49
2017	4.4224	4.51	4.5895	4.53
2018	4.3940	4.52	4.6103	4.51
2019	4.3772	4.47	4.6103	4.51

spread rata reală de dobândă (România vs. SUA)

(pp) sursa: estimări și previziuni BT pe baza datelor Bloomberg, BNR



ANALIZĂ

dr. Andrei Rădulescu

Economist Senior | Banca Transilvania
(+4)0374.697.575 | (+4)0754.035.080 | (+4)0730.727.516
andrei.radulescu@bancatransilvania.ro

Dan Rusu, CMT

Analist Financiar Senior | Banca Transilvania
(+4)0264.430.564 int225 | (+4)0264.407.150 | (+4)0757.080.536
dan.rusu@bancatransilvania.ro

Marius Tiberiu Mureșan

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

VÂNZĂRI & TRANZACȚIONARE

Teo Birle

Director Trezorerie | Banca Transilvania
(+4) 0374.471.441
teo.birle@bancatransilvania.ro

Cosmin Bota

Director Operațiuni | BT Capital Partners
(+4)0264.430.564 | (+4)0264.431.718 | (+4)0744.572.402
cosmin.bota@btcapitalpartners.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 eurobonduri [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](#)
-
- soluții de finanțare pentru afacerile mici [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 explicitați 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.