

Focus lunar

Mirajul fortăreței

Articol de fond semnat de Horia Braun Erdei,

Economist Șef și consilier al Vicepreședintelui Executiv Financiar pe probleme de Administrarea Bilanțului

“Zidurile acestea sunt impenetrabile!”. Cam asta credeau apărătorii cetății Troiei, precum și mulți conducători militari supraîncrezători de-a lungul istoriei, care mai târziu s-au trezit însă în genunchi în fața asediatorilor. Împrejmuirea cetății cu ziduri înalte și groase oferă într-adevăr o senzație de siguranță, dar chiar și cele mai înalte și mai groase ziduri nu pot garanta o siguranță deplină: la provocarea ridicată de cucerirea acestor ziduri vor răspunde cuceritori din ce în ce mai îndrăzneți, mai ingenioși și mai bine pregătiți și prin prisma procesului de selecție naturală, până la urmă unul dintre ei va reuși să și izbândească. Fortăreața este așadar un simbol al siguranței pentru locuitorii ei, dar și un miraj al securității perfecte. În același mod, populații zilelor noastre trăiesc și ei un miraj: acela că dacă politicile și deciziile lor aduc beneficii imediate cel puțin unei părți a populației, cu siguranță astfel de măsuri sunt de bun augur și ar trebui să îi apere pe puternicii zilei de critici publice, ba chiar să îi facă iubiți de majoritatea populației (implicit, cei care critică astfel de măsuri sunt în mod necesar nepatrioți, eventual chiar aflați în slujba ”dușmanilor poporului”). La fel ca atitudinea apărătorilor fortăreței ”impenetrabile”, acest mod de gândire este însă unul excesiv de static. În realitate, măsuri aparent benevolente precum reducerile sau scutițiile de impozite, creșterile de salarii și de beneficii sociale și altele asemenea se pot dovedi, privite în dinamică, de rău augur, slăbind mai degrabă decât întărind fortificația. Este vorba în principal de cazul în care astfel de măsuri generează deficite excesive a căror finanțare presupune, în timp, o acumulare rapidă de datorii. Iar la o astfel de acumulare alertă, investitorii – cei care finanțează în ultimă instanță datoriile – devin din ce în ce mai îngrijorați, până ce unii dintre ei, cei mai îndrăzneți – sau poate cei mai disperăți – vor lua fortăreața sub asediu.

Pentru economia României, fortăreața simbolică este reprezentată de apartenența noastră la blocul Uniunii Europene. Zidurile care ne păzesc sunt cele ridicate de politica monetară super-expansionistă a Băncii Centrale Europene, care a dus recent la scăderea randamentelor din zona euro la niveluri remarcabil de scăzute din punct de vedere istoric, ca urmare a perspectivei înrăutățite a creșterii economice din zona euro și a angajamentului Consiliului Guvernatorilor BCE de a lua măsuri suplimentare de expansiune monetară până când așteptările privind inflația vor putea fi stabilizate la niveluri apropiate de ținta de (ușor sub) 2%. În contextul în care ratele dobânzilor pe termen scurt și chiar și unele randamente aferente titlurilor la termene medii și lungi sunt în teritoriu negativ (trebuie să plătești tu ca investitor pentru a le deține), în vreme ce randamentele altor titluri cu termene foarte lungi și cu risc scăzut de bonitate sunt și ele la niveluri extrem de scăzute și în vreme ce sistemul bancar din zona euro e caracterizat în continuare de o lichiditate abundentă, e normal ca orice investitor aflat în căutarea unei fructificări decente a resurselor sale financiare să se orienteze către investiții ceva mai riscante, inclusiv în titlurile unor emitenți care pe baza analizei economice ar ridica serioase semne de întrebare. În cazul titlurilor românești, zidurile ridicate de apartenența la UE, de Pactul de Stabilitate și Creștere (așa nefuncțional cum e) și nu în ultimul rând de prima de risc suplimentară plătită investitorilor par să fie suficiente pentru ca aceștia să își simtă plasamentele în siguranță.

Dar așa cum am menționat în cazul zidurilor fortăreței fizice, sentimentul de siguranță indus de acestea ne poate induce iluzia că nu ni se poate întâmpla nimic: dacă am reușit să scăpăm relativ nevătămați ca urmare a politicilor expansioniste din 2016, 2017 și parte din 2018, vom reuși să ne "descurcăm" și în 2019 și în anii următori. Realitatea este însă complexă și relativă și sunt destule elemente care astăzi ne pot șubrezi încrederea că lucrurile se vor derula într-un mod atât de benign și în anii următori, dintre care vreau să menționez doar câteva. În primul rând, fortăreața care ne apără e una europeană, păzită de acel tip de gardieni (a se citi burocrăți) europeni pe care îi ignorăm sau criticăm cu fiecare ocazie cu care primim avertismente oficiale legate de caracterul pro-ciclic și excesiv de expansionist al politicii noastre fiscale. În mod normal, ar trebui să ne ținem acești gardieni aproape, pentru că ne putem trezi că vor da drumul în cetate cui un trebuie... În al doilea rând, deși acest lucru un pare evident datorită iureșului de scăderi de randamente de pe plan european și global, în realitate investitorii ne fac deja să plătim pentru păcatele noastre: titlurile de stat românești emise pe piața local se tranzacționează azi la prețuri ce implică un ecart de randamente de circa 2 puncte procentuale față de cele ungurești, poloneze sau cehe. Acest ecart ar putea chiar crește în ipoteza în care am continua pe calea bătătorită a accentuării deficitelor gemene sau în aceea în care dobânzile din zona euro s-ar stabili (nici măcar nu e nevoie ca ele să crească). În al treilea rând, în realitate în prezent noi beneficiem de o dublă apărare, căci alături de fortăreața europeană, s-a mai ridicat un rând de ziduri reprezentat de contextul favorabil piețelor emergente, ca urmare a așteptărilor privind reluare stimulilor monetari și în Statele Unite ale Americii, unde piața se așteaptă la reversarea tendinței de creștere a dobânzilor la dolari și chiar reducerea dobânzii de politică monetară (de circa 3 ori câte 0,25% în următoarele 12 luni). Acest sentiment pozitiv față de piețele emergente s-a dovedit însă adesea fragil în trecut, iar infirmarea așteptărilor menționate de reducere a dobânzii oficiale (în contextul în care economia SUA este destul de avansată în ciclul economic, iar piața muncii este una încordată deja) poate genera un recul al sentimentului pozitiv, creând o breșă importantă în acest al doilea zid defensiv. În al patrulea rând, chiar și în cazul zidului european, soliditatea sa este la risc de a fi șubreziată de diviziunile tot mai acute din spațiul politic european, care pot crea la un moment dat o tendință de diferențiere a apetitului investițional față de diverse țări europene – așa cum s-a întâmplat cu diviziunea miez-periferie din timpul crizei datoriiilor suverane europene a anilor 2010-2012.

Alături de breșele potențiale menționate mai sus, avem însă în fața noastră și câteva certitudini. Pe de o parte, aceea a dependenței tot mai sporite a performanței exporturilor românești de dinamica activității economice și în special a activității industriale manufacturiere din zona euro, coroborată cu slăbiciunea acesteia din urmă manifestată în ultimele trimestre. Prezumția destul de plauzibilă a unei continuări a acestei slăbiciuni în perioada următoare presupune o adâncire relativ rapidă a deficitului extern (deficitul de cont curent al balanței de plăți), aflat deja la o cotă acumulată pe ultimele 12 luni de circa 4,7% din PIB, a doua cea mai ridicată din UE. Pe de altă parte, contextul electoral local își poate pune amprenta asupra politicilor publice, accentuând creșterea consumului intern care presează puternic pe dinamica importurilor, din nou de natură a adânci dezechilibrul extern. Prin recenta adoptare a legii pensiilor publice avem deja semnale puternice în acest sens: în absența unor măsuri corective de natură fiscală, impactul acesteia ar fi nu doar acela al unei presiuni suplimentare pe deficitul extern, cât mai ales ruperea echilibrului bugetar. Din calculele noastre, chiar și numai calendarul de creștere a punctului de pensie, care presupune creșteri de peste 50% până în anul 2021, ar duce, în absența altor măsuri de finanțare a măsurii, la peste 5% din PIB a deficitului bugetar (estimarea mai precisă fiind de 5,4%). Astfel, după ce salariile din sectorul public vor fi depășit deja cota de 10% din PIB, ar urma ca și pensiile publice să depășească această cotă, reducând mult spațiul de manevră bugetar, în contextul în care România nu a reușit în ultimii ani să salte ponderea veniturilor fiscale și a contribuțiilor sociale în PIB la mai mult de 25%.

Având în vedere aceste amenințări iminente asupra fortăreței noastre economice și financiare, se ridică în mod natural întrebarea: "ce se întâmplă dacă zidurile vor fi penetrate?". Din fericire, nu trăim nici în

Evul Mediu și nici într-un film de acțiune hollywoodian, deci o baie de sânge e ieșită din discuție. Aș îndrăzni să spun că și un scenariu precum cel ce a urmat crizei financiare globale sau crizei datoriilor suverane europene ar fi unul mult exagerat, pentru simplul fapt că, chiar și în ipoteza adâncirii lor alerte, dezechilibrele României sunt mult inferioare celor din 2008 sau 2010. De asemenea, breșa pe care o anticipăm în acest moment nu este una legată de o creștere alertă a ratelor dobânzilor, cel puțin nu în zona euro, unde riscurile cele mai palpabile sunt legate de instaurarea unui climat de cvasi-stagnare sau în orice caz de creștere suboptimală, oarecum similară celei manifestate de Japonia începând cu anii '90. Coroborată cu riscul unui "hard Brexit", perspectiva unei creșteri târâgănite în spațiul euro e de natură să afecteze și perspectivele de creștere ale țărilor din Europa Centrală și de Est, iar în cazul României o astfel de încetinire a creșterii ar pune evidenția și mai clar dezechilibrele structurale de care suferă economia. Ca să concretizăm în câteva cifre acest scenariu, ne așteptăm ca ritmul creșterii PIB să încetinească în 2020 față de 2019 de la 4,5% la 3,5%, ceea ce ar implica un deficit de cont curent al balanței de plăți de peste 5% din PIB și un deficit bugetar de peste 4% din PIB (luând în calcul efectele legii pensiilor publice). Cu aceste cifre, e probabil ca zidul de încredere a investitorilor străini să fie serios șubrezit, ceea ce ne face să presupunem că anul 2021 va fi unul al corecțiilor necesare pentru echilibrarea cererii cu oferta internă și stabilizarea deficitului bugetar. O astfel de corecție ar implica probabil o combinație între următoarele: (1) o depreciere mai consistentă a cursului leului (de 3% până la 7% și poate chiar mai mult, în funcție de contextul extern); (2) creștere a dobânzilor pe termen scurt (să zicem cu 1 punct procentual, dat fiind contextul dobânzilor scăzute din zona euro); (3) impulsivitatea veniturilor bugetare (în ce formă depinzând în mod crucial de arhitectura politică de după alegerile generale); (4) controlul sporit al cheltuielilor bugetare (inclusiv înghețarea salariilor din sectorul public, înghețarea sau chiar reducerea personalului din acest sector, limitarea cheltuielilor de investiții, controlul cheltuielilor bugetelor locale, etc.); (5) alte măsuri fiscale ad-hoc (cum ar fi reducerea temporară a contribuțiilor către sistemul de pensii de tip Pilon II, reluarea privatizărilor unor companii de stat, continuarea politicii dividendelor speciale, etc. Astfel de măsuri și evoluții sunt susceptibile să accentueze reculul creșterii PIB către un nivel plauzibil de circa 2%. De asemenea, după o încetinire anticipată la sub 3,5% în 2020, rata inflației ar urma să reacelereze la peste 4% în 2021 (ca urmare a deprecierei leului) și chiar peste 5%, în cazul în care ajustarea veniturilor fiscale ar implica și o creștere a impozitelor indirecte (TVA și accize). Într-un astfel de context macroeconomic, ne putem aștepta și la înrăutățiri ale rating-ului suveran al României, însă e posibil și un scenariu în care o downgradare a rating-ului să nu fie unanimă între principalele agenții, unele mulțumindu-se doar cu o înrăutățire a perspectivei în cazul în care măsurile de corecție fiscală ar fi luate timpuriu. În orice caz, e de așteptat ca randamentele titlurilor românești să crească atât în 2020, cât și în 2021, chiar și în contextul în care dobânzile și randamentele din zona rămân la cotele scăzute din prezent.

E posibil ca unii dintre dvs să considere scenariul de mai sus fie prea sumbru, fie nu suficient de sumbru, în funcție de gust. Dacă taberele se împart în mod egal, înseamnă că suntem pe drumul cel bun, care pentru noi este drumul de mijloc al unei estimări cât mai echilibrate, mai ales în contextul unei lumi unde incertitudinile sunt în ascensiune, ca urmare a unei varietăți largi de scenarii posibile ce caracterizează îndeobște faza actuală avansată a ciclului economic, dar și al ciclului tehnologic. Dacă sunteți totuși curioși ce ar putea face România pentru a evita un astfel de scenariu, în afară de rugile față de Providență în sensul unei relansări a economiei europene, ne-ar mai putea ajuta relansarea motorului de creștere internă. În faza actuală, însă, paradoxul e că o astfel de relansare ne-ar adânci și mai mult dezechilibrele structurale, indiferent că vorbim de relansarea consumului sau de cea a investițiilor. În cazul celor din urmă efectul nefavorabil pe termen scurt asupra dezechilibrelor ar putea fi compensat de un reviriment mai amplu și mai solid a creșterii pe termen mediu și lung. Ar mai rămâne soluția reformelor structurale, care pot îmbunătăți perspectivele de creștere fără a înrăutăți, ba chiar putând reduce dezechilibrele (ca un singur exemplu, am putea aduce îmbunătățirea colectării impozitelor prin mutarea întregului proces administrativ online, concomitent cu îmbunătățirea analizei datelor astfel acumulate prin

metode analitice moderne). Astfel de reforme necesită timp și voință, dar ele ar trebui lansate tocmai când avem răgazul dat de protecția intactă a zidurilor fortăreței. Problema este însă că fortăreața reală nu e una externă, ci internă, înfășurată în jurul iluziei de providențialitate a conducătorilor populiști: nu fortăreața de piatră pare a fi cea impenetrabilă, ci fortăreața mirajului.

Tablou de bord – ce și cum s-a mișcat în economie

Economie reală	Aprilie 2018	Tendință curentă	Comentarii
Producția industrială, %var.an	+1,4%	→	Evoluție modestă a industriei în aprilie imprimată de mediul extern, chiar dacă a fost lăsat în urmă scăderea din martie
Lucrările de construcții, % var. an	+33,4%	↗	Creșteri de aproximativ 30% pe toate segmentele: rezidențial, nerezidențial și infrastructură
Comerțul retail, %var.an	+7,1%	↗	O ușoară încetinire a vânzărilor retail în ultimele două luni nu schimbă scenariul privind o contribuție importantă la creșterea economică din 2019
Comerțul cu autovehicule, %var.an	+5,5%	↗	Creșteri constante ale comerțului auto în zona 5-6% în ultimele luni
Servicii pentru populație, %var.an	+14,2%	↗	Afaceri foarte bune în hoteluri și restaurante susținute de acordarea tichetelor de vacanță
Servicii pentru companii, % var. an	+16,1%	↗	Evoluții foarte bune ale serviciilor IT, juridice, științifice și tehnice
Exporturi de bunuri, %var.an	+5,7%	↗	Rata anuală de creștere a exporturilor de bunuri a fost la jumătate față de cea a importurilor
Piața muncii	Aprilie 2018		
Salarii nete, %var.an	+14,8%	↗	Creșterile salariale din sectorul privat au fost mai rapide decât cele din domeniul public în ultimele două luni, pe seama unui efect statistic
Rata șomajului (Eurostat)	4,0%	→	Rata șomajului se menține la minime istorice
Prețuri	Mai 2019		
Rata inflației, %var.an	4,1%	→	Presiunile asupra prețurilor de consum se mențin ridicate, inclusiv la nivelul inflației de bază
Piețe financiare	Iunie 2019		
ROBOR 3 luni (medie)	3,24%	↘	Creștere a lichidității la final de lună după ce o obligațiune guvernamentală de 8,7 mld lei a ajuns la scadență
Cursul EURRON (medie)	4,73	apreciere leu	Întărire a leului în paralel cu mișcări similare ale mai multor monede emergente
Cursul USDRON (medie)	4,18	apreciere leu	Declin al dolarului în raport cu euro spre 1,14 alimentat de speculațiile privind reducerea dobânzii în SUA

Notă: datele statistice lunare privind economia reală pot fi revizuite de către INS în lunile următoare. Acestea se referă la datele neajustate sezonier.

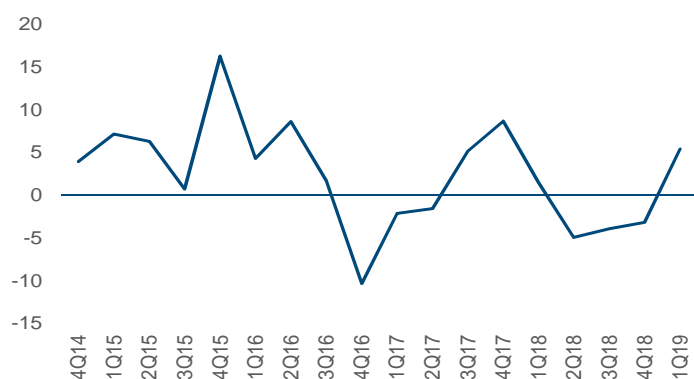
Sursa: INS, BNR, Eurostat, BCR Cercetare

Pulsul condițiilor de afaceri, al puterii de cumpărare și al pieței financiare

Evoluție pozitivă a investițiilor în T1 2019

Investițiile au adus 0,9 puncte procentuale din creșterea economică de 5% din T1 2019 iar aceasta a fost prima evoluție pozitivă după trei trimestre consecutive în care formarea brută de capital fix scăzuse. Pentru moment rămânem moderat-optimiști având în minte și alte episoade din trecut (mijlocul anului 2017) când investițiile păreau că și-au revenit pentru ca apoi să revină pe scădere. Spațiul tot mai redus în bugetul de stat și atragerea modestă de fonduri europene pentru mari proiecte de infrastructură trebuie avute și ele în vedere atunci când vorbim de perspectiva investițiilor.

Grafic Evoluția formării brute de capital fix (creșteri anuale, %)



Sursa: INS, BCR Cercetare

Altfel, structura PIB-ului din T1 2019 recent publicată de Institutul Național de Statistică nu a adus prea multe noutăți. Consumul populației care ne-a obișnuit de câțiva ani să fie în centru creșterii economice a rămas puternic, contribuind cu 4,3 puncte procentuale la avansul de 5% al PIB-ului. Variația stocurilor a venit pe locul doi, cu o contribuție mare de 2,4 puncte procentuale, cam la fel ca în trimestrele precedente, ceea ce ridică unele semne de întrebare privind structura creșterii economice având în vedere caracterul rezidual al acestei componente. Altfel spus, este posibil ca o parte a creșterii care nu a putut fi repartizată pe alte componente (consum, investiții sau export net) să fi fost atribuită variației stocurilor, fără a mai menționa că sunt posibile și revizuirii ale datelor în viitor. Consumul administrației publice a adus 0,7 puncte procentuale din creștere, aici fiind resimțite efecte ale politicii fiscale relaxate. Exporturile nete au avut o contribuție negativă, mai precis au diminuat PIB-ul real cu 3,3 puncte procentuale după ce exporturile au încetinit în termeni reali iar importurile au accelerat.

Presiunea asupra prețurilor s-a menținut în T1 2019 iar deflatorul PIB (indicele de creștere a prețurilor pe ansamblul economiei naționale) a fost de 7,8%, cel mai mare din 2008 încoace, cele mai ridicate creșteri de prețuri fiind în construcții și administrație publică, ultimul caz explicat prin majorările salariale.

Pentru 2019 estimăm o creștere economică de 4,5%. Ce se va întâmpla în 2020 și mai departe este un semn de întrebare și pentru noi deoarece nevoia unei politici fiscale mai prudente pe plan intern alături de șocurile pe care mediul de afaceri le resimte de pe plan extern (Brexit, conflicte comerciale) generează tensiuni. Pe un ton mai optimist, noi runde de relaxări ale politicilor monetare de către Banca Centrală Europeană (BCE) și Federal Reserve (FED) ar putea sprijini creșterea externă și implicit și pe cea din România, dar posibila acumulare a unor dezechilibre (creșteri nesustenabile de prețuri pentru anumite active ?) și transmisia cu întârziere în economia reală trebuie luate în considerare.

Sectoarele orientate spre piața internă au performat bine în aprilie

Lucrările de construcții, serviciile pentru populație și în mare parte și comerțul retail au evoluat bine în aprilie. O anumită încetinire a comerțului retail spre 7% în aprilie de la 8-9% în februarie – martie nu a estompat strălucirea consumului populației, mai ales dacă ne uităm și la serviciile pentru populație care au crescut cu nu mai puțin de 14,2%, impulsionate de afacerile hotelurilor și restaurantelor.

Construcțiile, un alt sector orientat către piața internă, au crescut cu 33,4% în aprilie față de luna similară de anul trecut, cu o repartizare echilibrată a acestei creșteri pe segmentul rezidențial, nerezidențial și al infrastructurii (fiecare dintre acestea a avansat cu aproape 30%).

Ajungând la sectoarele care se bazează mai mult pe cererea externă, imaginea este mixtă, cu o evoluție modestă a industriei dar rate impresionante de creștere ale serviciilor pentru mediul de afaceri. Este adevărat că producția industrială și-a revenit într-o măsură în aprilie (+1,4% creștere anuală) față de martie (-0,2%), dar trebuie să recunoaștem că ratele actuale de creștere lasă mult de dorit. Slăbiciunea industriei a fost vizibilă în ramurile puternic integrate în rețelele globale de producție (mașini și echipamente, echipamente electrice) unde exporturile directe au mai mult de 60% din cifra de afaceri. Fără o soluție clară la ieșirea Marii Britanii din UE și cu rezultate pesimiste ale sondajelor în rândul managerilor din industria din zona euro, vedem șanse mici pentru o industrie mai solidă pe termen scurt.

Serviciile pentru companii au fost mai mari cu 16,1% față de aprilie anul trecut în condițiile creșterilor foarte bune din IT, servicii tehnice, de contabilitate și consultanță de afaceri.

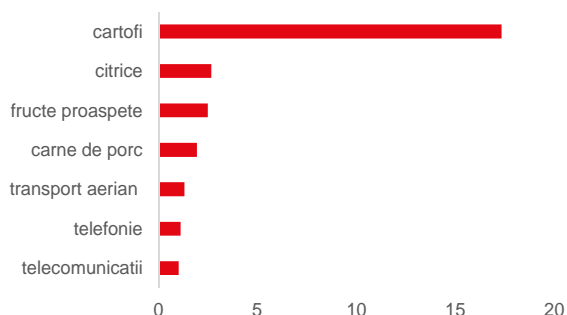
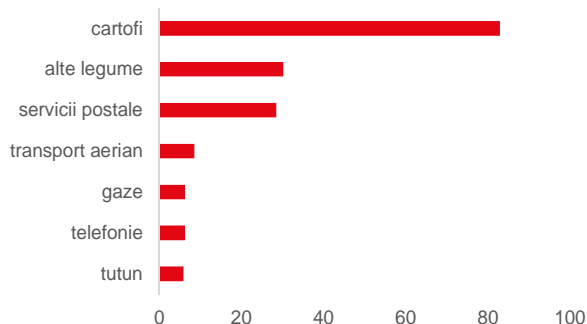
Inflație ridicată în luna mai

Creșterea anuală a prețurilor de consum a fost de 4,1% în luna mai, neschimbată față de aprilie și în continuare peste ținta de inflație a BNR de 2,5%±1pp.

În comparație cu luna aprilie, prețurile de consum au avansat cu 0,5% în mai după scumpirile înregistrate de alimente și serviciile de telefonie. Mediul extern a jucat din nou un rol hotărâtor: cartofii de exemplu s-au scumpit cu 17,3% într-o singură lună în România iar țări precum Ungaria, Bulgaria, Croația, Polonia, Cehia și Letonia au avut rate de creșteri apropiate. Serviciile de telefonie s-au scumpit de asemenea în mai după o evoluție similară în aprilie, într-un răspuns al companiilor la decizia guvernului de a introduce taxe sectoriale asupra comunicațiilor.

Inflația de bază, care nu ia în calcul prețul legumelor, fructelor, ouălor, carburanților, tutunului și alcoolului (bunuri considerate a avea prețuri volatile sau influențate într-o mare parte de autorități) a ajuns la 3,2% în mai de la 3% în aprilie, acesta fiind cel mai ridicat nivel de la finalul lui 2012 și până în prezent.

Credem că în lunile următoare inflația va fi în continuare apropiată de 4%, dar datele noi venite în luna iunie par a indica o anumită diminuare a presiunilor inflaționiste. Recent anunțata ieftinire a gazelor naturale cu 5% pentru consumatorii în regim reglementat precum și posibila ieftinire sezonieră a legumelor și fructelor din vară sugerează o inflație ceva mai mică. În același timp, inflația de bază care nu este influențată de aceste ieftiniri sezoniere are șanse mari să se mențină ridicată.

Grafic Topul scumpirilor mai 2019 față de aprilie 2019 (%)

Grafic Topul scumpirilor mai 2019 față de mai 2018 (%)


Sursa: INS, BCR Cercetare

În condițiile în care BCE și FED privesc spre noi runde de relaxări ale politicilor monetare, BNR va avea o misiune și mai dificilă dacă se va gândi la o creștere a dobânzii de politică monetară. Un astfel de pas, justificat până la un punct de inflația de bază ridicată din România, nu ar face altceva decât să invite marii investitori internaționali să plaseze bani pe piața locală pentru a profita de diferențialul de dobândă, ar aprecia leul dincolo de ceea ce este justificat din perspectiva exporturilor și importurilor și ar adânci și mai mult deficitul de cont curent. Credem astfel că BNR va opta în continuare pentru o gestionare fermă a lichidității din piață prin favorizarea unor dobânzi ridicate pe piața interbancară, la fel ca în ultimele luni.

Leul ajutat de mediul extern

Leul s-a apreciat spre 4,71 în luna iunie de la 4,76 în mai, în pas cu alte monede emergente, după ce a beneficiat de intrări mari de capitaluri din exterior. Opiniile tot mai larg împărtășite de investitorii internaționali cum că BCE și FED vor relaxa politicile monetare din Zona Euro și SUA au facilitat intrările de capital într-un număr mare de piețe. Spre deosebire de alte episoade din trecut când diverși factori locali precum modificările neprevăzute ale legislației au frânat intrările de fonduri pe piața românească, de această dată putem spune că leul a beneficiat din plin de evoluțiile externe. Investitorii au cumpărat obligațiuni în lei și acțiuni cotate pe Bursa de la București (ambele categorii de active fiind în creștere în luna iunie) iar sumele care au venit pe piețele financiare de la București au întărit leul.

Mergând mai departe, ne menținem estimarea privind o tendință ușoară de depreciere a leului (prognoza pentru decembrie 2019 este 4,77) din cauza importurilor ridicate care apasă asupra balanței externe.

Pulsul economiei a fost luat de:

Dorina Ilașco, Analist BCR și Eugen Sinca, Analist BCR

Indicatori macroeconomici

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
Economia reala										
PIB - %, variatie reala	2.0	2.1	3.5	3.4	3.9	4.8	7.0	4.1	4.5	3.5
PIB - mld. RON	559	594	636	669	713	765	857	944	1041	1118
PIB per capita - mii EUR	6.5	6.6	7.2	7.5	8.1	8.6	9.6	10.4	11.3	12.0
Consum privat - %, variatie reala	1.6	1.6	2.0	4.2	5.9	8.3	10.1	5.2	6.2	4.0
Formarea bruta de capital fix - %, variatie reala	6.1	3.1	-5.6	3.3	7.5	-0.2	3.5	-3.2	5.0	4.8
Productia industrială - %, variatie reala	7.5	2.4	7.8	6.1	2.8	3.1	7.8	3.5	1.0	3.0
Sectorul extern										
Exporturi de bunuri FOB - miliarde EUR	45.3	45.1	49.6	52.5	54.6	57.4	62.6	67.7	71.5	75.5
Importuri de bunuri CIF - miliarde EUR	55.0	54.7	55.3	58.5	63.0	67.4	75.6	82.9	88.3	93.9
Balanta comerciala bunuri FOB - CIF, % din PIB	-7.3	-7.2	-4.0	-4.0	-5.2	-5.9	-6.9	-7.5	-7.7	-7.9
Soldul contului curent - % din PIB	-5.0	-4.8	-1.1	-0.7	-1.2	-2.1	-3.2	-4.5	-4.9	-5.3
Preturi										
IPC - sf. perioada (%)	3.1	5.0	1.6	0.8	-0.9	-0.5	3.3	3.3	4.0	3.3
IPC - medie (%)	5.8	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5	1.3	4.6	4.0	3.2
Piata muncii										
Rata somajului - % (sf. per.)	7.2	6.8	7.1	6.8	6.8	5.9	4.9	4.2	3.8	4.0
Castig salarial net - RON	1,475	1,547	1,622	1,706	1,848	2,088	2,384	2,696	3,011	3,270
Castig salarial net - %, variatie nominala	4.8	4.9	4.8	5.2	8.3	13.0	14.2	13.1	11.7	8.6
Sector public										
Sold buget consolidat - % din PIB (Eurostat)	-5.4	-3.7	-2.2	-1.3	-0.7	-2.7	-2.7	-3.0	-3.0	-4.0
Datoria publica - % din PIB (Eurostat)	34.2	37.0	37.6	39.2	37.8	37.3	35.2	35.0	34.6	36.2
Dobanzi										
Dobanda de politica monetara - %, sf. per.	6.00	5.25	4.00	2.75	1.75	1.75	1.75	2.50	2.50	2.50
ROBOR 3 luni - %, medie	5.8	5.3	4.2	2.5	1.3	0.8	1.2	2.8	3.3	3.5
Randament obligatiuni 10 ani - %, medie	7.4	6.7	5.3	4.6	3.5	3.3	3.7	4.7	4.7	5.2
Curs de schimb										
EUR/RON (sf.per.)	4.32	4.43	4.48	4.48	4.52	4.54	4.66	4.66	4.77	4.87
USD/RON (sf.per.)	3.34	3.36	3.26	3.69	4.15	4.30	3.89	4.07	4.22	4.13

Sursa: BNR, Eurostat, Reuters, INS, Ministerul Finanțelor Publice, BCR Cercetare

Contacte Departamentul de Cercetare al BCR:

Horia Braun-Erdei	+4 (021) 312 67 73/10424	Horia.BraunErdei@bcr.ro
Eugen Sinca	+4 (021) 312 67 73/10435	Eugen.Sinca@bcr.ro
Dorina Ilașco	+4 (021) 312 67 73/10436	Dorina.Ilasco@bcr.ro

Mențiuni:

Banca Comerciala Romana este intermediar înregistrat în registrul ASF sub nr. [PJR01INCR/400007](#) în baza Atestatului CNVM nr. 369/26.05.2006, înmatriculata la Registrul Comerțului: J40/90/1991, înmatriculata la Registrul Bancar nr. RB-PJR-40-008/18.02.1999, Cod Unic de Înregistrare: 361757, Capital Social 1.625.341.614,50 lei, SWIFT: RNCB RO BU, sediu: Bd. Regina Elisabeta Nr 5, Sector 3 București, telefon: 0801.0801.227, fax 0372.264.829, email: contact.center@bcr.ro; Site: <http://www.bcr.ro> și <http://investitii.bcr.ro>.

Avertismente:

Acest material are caracter pur informativ și **NU reprezintă o recomandare pentru produse și investiții în instrumente financiare sau o oferta pentru a contracta produsele sau servicii de investiții financiare la care acest material se referă.** Banca nu are nici o obligație sau responsabilitate privind oferirea către client a produselor prezentate în condițiile menționate în prezentul material. **Orice referință la o cotație sau preț de ofertă din prezentul material în legătură cu un produs/serviciu are caracter pur indicativ și nu reprezintă cotația sau prețul de ofertă disponibil la momentul în care clientul va decide să cumpere/contracteze respectivul produs/serviciu.** Informații detaliate privind termenii și condițiile concrete în care puteți beneficia de produsele și serviciile BCR sunt furnizate potențialilor investitori la momentul solicitării deschiderii de cont și în timp util înaintea momentului prestării de serviciilor solicitate.

Investițiile în instrumente financiare sunt supuse unor riscuri cum ar fi, riscul general de piață, riscuri legate exclusiv de emitent precum poziția sa financiară sau rezultatele din operațiuni, riscul legat de fluctuația prețurilor pieței ce poate genera situații precum devierea prețului unor instrumente structurate comparativ cu activul suport, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb.

Va informăm, de asemenea, ca este posibil ca Banca, afiliații acesteia sau angajații acesteia să dețină în nume propriu produsele/instrumentele financiare la care se refera acest material, să efectueze tranzacții de vânzare, cumpărare sau orice alt tip de tranzacții cu aceste produse/instrumente financiare, să fie formator de piață pentru aceste produse/instrumente financiare, să ofere servicii de investment banking, creditare sau alte servicii în legătură cu emitenții menționați în cuprinsul prezentului material sau să fi intermediat oferte publice în legătură cu acești emitenți.

Performanța anterioară a instrumentelor financiare nu reprezintă o garanție în ceea ce privește performanța lor viitoare. Nicio asigurare nu poate fi dată referitor la randamentul favorabil al portofoliului de instrumente financiare sau al unui emitent descris în prezentul raport. Există posibilitatea ca, datorită unor factori diverși, proiecțiile să nu fie atinse. Cauzele pot fi: volatilitatea nelimitată a pieței, volatilitatea sectorului, acțiuni ale corporațiilor, imposibilitatea accesului la informații complete și precise și/sau faptul că BCR sau alte surse se dovedesc a fi incorecte. Nici BCR și nici directorii, colaboratorii sau angajații săi nu sunt responsabili pentru pierderi sau daune ce ar putea rezulta din utilizarea acestui document, a conținutului acestuia sau într-un alt mod.

Includerea unor linkuri ale website-urilor entităților menționate în prezentul document, nu implică faptul că BCR aprobă, recomandă sau girează acele locații web și nici informațiile accesibile de la respectivele pagini web, BCR nu își asumă nicio responsabilitate pentru conținutul acestor site-uri sau în legătură cu informațiile disponibile în aceste locații, și nici în ceea ce privește consecințele utilizării acestora.

Acest material se adresează în exclusivitate destinatarilor. Acesta nu poate fi reprodus, retransmis, sau publicat, în întregime sau în parte, pentru niciun scop fără acordul scris al BCR. Prin primirea prezentului document, destinatarul este de acord cu mențiunile specificate mai sus.

Drept de autor: 2019 Banca Comerciala Romana. Toate drepturile rezervate.