

Focus lunar

Insuportabila ușurătate a previziunilor

Horia Braun Erdei,

Economist Șef:

+40 3735 10424
Horia.BraunErdei@bcr.ro

Odată cu publicarea aproape integrală a datelor statistice aferente anului 2017, există cred un reflex de așteptare față de noi, economiștii, pentru a produce previziuni proaspete pentru finele anului curent. Deși suntem de multe ori creditați cu posesiunea și capacitatea de a consulta un glob de cristal ce ne prefigurează viitorul, adevărul este că suntem departe de a deține un asemenea dispozitiv. Chiar și cei mai pricepuți dintre noi, respectiv chiar și cei care își ghidează previziunile după modele economice și statistice sofisticate sunt predispuși spre erori, pentru că pur și simplu realitatea e prea complexă pentru a fi cuprinsă într-un set de formule. Până să abdicăm însă în fața inutilității previziunilor, să ascultăm vocea romancierului Milan Kundera, care ne aduce o veste bună, fiindcă: "Întâmplarea și numai întâmplarea are un mesaj pentru noi. Tot ceea ce rezultă din necesitate, tot ce e predictibil, repetat zi de zi, este mut. Doar întâmplarea este cea care ne vorbește."¹

Să ne aplecăm așadar asupra întâmplării, respectiv a erorilor de previziune produse în 2017² și să vedem ce mesaj ne transmit. Cele mai mari erori de prognoză macroeconomică de anul trecut au fost cel mai probabil cele legate de subestimarea simultană a creșterii PIB și a ratei inflației IPC de la finele anului³. Un numitor comun care explică îndeobște mișcările congruente ale ambelor variabile este poziția ciclică a economiei, cunoscută și ca exces de cerere. Vorbim aici despre un concept teoretic, însă unul puternic, pentru că deși reprezintă o variabilă neobservabilă pare capabilă să explice evoluția multor variabile observabile și măsurabile. În cazul României, poate explica de ce activitatea economică, nivelul ocupării forței de muncă, veniturile populației cresc simultan cu prețurile bunurilor, serviciilor și activelor financiare și nefinanciare. De asemenea, de ce importurile și exporturile cresc și ele, dar și de ce cele dintâi cresc mai repede decât cele din urmă. Ideea de bază este că avem de-a face cu o cerere în exces de bunuri, servicii și active din partea publicului românesc, cerere care nu poate fi satisfăcută de oferta producătorilor autohtoni, motiv pentru care intervin fie importurile mai mari (producătorii străini), fie producătorii locali își majorează prețurile pentru că scumpirile nu le vor afecta semnificativ vânzările, ci vor elimina cel mult câteva persoane din "lista de așteptare".

Economiștilor le place să asocieze acestui concept de exces de cerere

¹ Citat din romanul: "Insuportabila ușurătate a ființei".

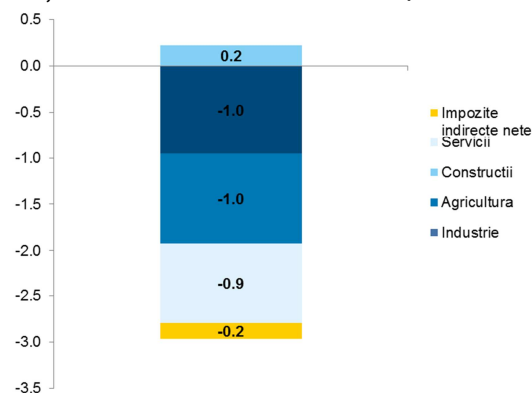
² Atunci când vorbim de erori de prognoză, în acest raport facem referire exclusivă la prognozele realizate la începutul anului cu privire la valorile anuale/ de final de an ale indicatorilor economici, așadar la orizonturi de prognoză de circa 1 an.

³ Din cunoștințele noastre, niciun furnizor de prognoze macroeconomice nu a reușit măcar să se apropie de valorile efective ale **ambilor** indicatori. Comisia Națională de Prognoză, care s-a apropiat cel mai mult în cazul creșterii PIB a înregistrat și ea o subestimare de 1,8 puncte procentuale, iar în cazul prognozei ratei inflației nu a performat mai bine decât media analiștilor, subestimând inflația efectivă cu 1.4 puncte procentuale. Erorile noastre de prognoză au fost de 3.7 pp pentru creșterea PIB, respectiv de 1.1 pp pentru rata inflației IPC, în ambele cazuri inferioare valorilor mediane ale erorilor de prognoză ale analiștilor incluși în Ancheta realizată de publicația Consensus Economics, care au fost de 4.3 pp pt PIB și 1.5 pp pentru inflație..

și un indicator numeric, însă atunci când vor să îl măsoare, lucrurile devin imprecise, fiind complicate de teorii și presupuneri diverse. De aici pot veni și evaluările diferite produse de instituții în mod egal respectabile, cum ar fi Comisia Europeană, care are o estimare a excesului de cerere de 0,7% pentru anul 2017 sau Banca Națională a României, care a estimat pentru același an o medie a acestuia mai aproape de 3%⁴. Date fiind așadar estimările atât de diferite, precum și erorile de prognoză semnificative înregistrate recent, merită cred să facem un exercițiu de gândire privind scenariile alternativele posibile..

Înainte de a trece la analiza alternativelor, să facem însă o precizare importantă, anume aceea că nu ar trebui să ne intereseze doar cererea excesivă generată intern, ci și ce se întâmplă în economia globală. Exemplu: erori de prognoză semnificative au existat și în cazul creșterii economiei zonei euro, pe care Comisia Europeană (printre alții) a subestimat-o cu circa 0,7 puncte procentuale. O astfel de surpriză pozitivă fost o veste bună pentru exportatori români, care au beneficiat de o cerere superioară din partea principalului partener de comerț exterior, ceea ce a dus la creșterea surprinzător de alertă a sectorului industrial, principalul sector furnizor de exporturi (vezi Graficul 1). Un alt exemplu este creșterea surprinzător de dinamică a prețului petrolului, care a fost unul din factorii principali care au adus puseul inflaționist din a doua parte a anului trecut, fiind determinant atât pentru creșterea prețului combustibililor cât și parțial pentru cea a prețurilor reglementate ale energiei (vezi și Graficul 2). Această creștere a cotațiilor țițeiului a fost impulsionată de o cerere mai puternică de produse energetice, tipică unui reviriment ciclic al economiei globale.

Grafic 1. Erorile de prognoză din cazul componentelor sectoriale ale creșterii PIB din trimestrele I-III 2017 (- = subestimare; + = supraestimare)



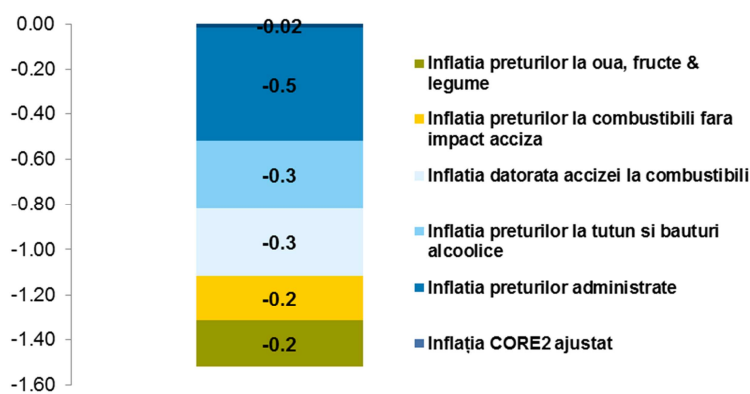
Sursa: INS - date provizorii pentru trimestrele I-III 2017, BCR Cercetare

Data fiind așadar interdependența în creștere a economiei românești de economia europeană și cea globală, atunci când ne gândim la alternative pentru viitor, credem noi că trebuie să pornim de la exterior spre interior. Respectiv să observăm că una din dilemele ultimilor ani, în special (dar cu siguranță nu exclusiv) la nivelul economiilor "de referință" ale SUA și UE, a fost că din povestea avântului ciclic al economiei a

⁴ Datele privind estimarea Comisiei Europene provin din baza de date AMECO, iar cele privind estimarea BNR din Raportul asupra inflației din februarie 2018. Diferențele dintre cele două estimări pot proveni nu doar din diferențe metodologice, ci și din momentele diferite ale evaluărilor, care presupun informații de pornire diferite pentru estimări. De exemplu, e probabil ca estimarea CE să nu fi luat în calcul cifrele oficiale de creștere economică aferente trimestrului III al anului 2017.

lipsit tocmai veriga esențială a ascensiunii ratei inflației⁵, prețurile crescând în ultimii ani mai încet decât ar fi fost de așteptat.

Grafic 2. Erorile din cazul prognozei BNR a componentelor ratei inflației IPC (- = subestimare; + = supraestimare)



Sursa: Raportul asupra inflației din luna februarie 2018

Deși ar părea paradoxal ținând cont de evoluția recentă a inflației, totuși nu este deloc exclus ca această "lene" a prețurilor de a reflecta presiunile cererii în creștere să fi caracterizat și evoluțiile interne. Astfel, așa cum se poate observa și în Graficul 2, subestimarea inflației de care am vorbit nu s-a produs la nivelul componentei care reflectă cel mai bine cererea, așa-numita inflație de bază (numită de BNR CORE 2 ajustat), ci la nivelul componentelor exogene, mai degrabă "întâmplătoare" (dacă este să revenim la jargonul kunderian). Avem așadar de-a face cu un transfer incert al impulsului de cerere în prețuri, atât pe plan global, cât și la noi acasă, incertitudine în jurul căreia vom varia scenariile privind evoluțiile economice viitoare.

În scenariul nostru de bază, mergem pe o presupunere de mijloc în care creșterea cererii (a PIB) este prezumată a fi superioară nivelului la care poate răspunde productiv economia României, însă impactul acestui exces de cerere se transmite în majorări de prețuri într-o manieră limitată și prelungită în timp. Mai mult, alura excesului de cerere și a transmisiei sale în prețuri este sincronizată cu cea a evoluțiilor cererii globale de bunuri și servicii, dată fiind deschiderea tot mai mare a economiei românești⁶. Astfel, impulsul de cerere internă, datorat în mare parte majorării veniturilor populației, presează pe volumul importurilor, dar nu și pe prețurile de import, care sunt dictate de forțele concurențiale globale și de presiunile globale de cerere. Acestea din urmă sunt presupuse că vor transmite un impuls limitat și gradual la nivelul prețurilor, cel puțin la nivelul principalelor economii dezvoltate. Mai mult, avem îndoiele și cu privire la robustețea impulsului intern de consum, mai ales dacă ținem cont de perspectiva unor creșteri salariale limitate față de cele din 2017. Conform anticipărilor noastre, avansul

⁵ Pentru a găsi câteva explicații pentru această lipsă a inflației, puteți consulta transcrierea discursurilor recente ale economistului șef al Băncii Reglementelor Internaționale (Claudio Boro: "Through the looking glass", OMFIF City Lecture, 22 September 2017, London) sau al guvernatorului Băncii Angliei (Mark Carney: "[De]Globalisation and inflation", 2017 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, 18 September 2017).

⁶ A se vedea și creșterea gradului de deschidere a economiei românești – calculat ca pondere cumulată a exporturilor și importurilor de bunuri și servicii în PIB – de la 60% în 2007 la 87% în 2017.

salariului net agregat va încetini în termeni nominali de la 14,2% în 2017 la o medie de 8,5% în 2018, iar în termeni reali (care țin cont de evoluția inflației) chiar și mai drastic, de la 12,6% la 4,3%. Accelerarea investițiilor ar putea compensa impulsul degradat al consumului, însă vedem dificilă atingerea unei turajii spectaculoase datorită dominanței în agregat a investițiilor publice, care vor fi la rândul lor supuse constrângerilor execuției bugetului public. Rezultă prin urmare o probabilă decelerare a creșterii PIB, estimăm noi de la 7% la 4.7%. Coroborat cu inflația externă relativ stabilă, asta ar însemna că presiunile inflaționiste ar rămâne în mod predictibil moderate, rata lunară a inflației scăzând de la o medie de 0,5% din perioada iulie 2017-ianuarie 2018 la o medie de doar 0,25% în ultimele 11 luni ale anului 2018. În atare condiții, BNR ar înceta ritmul creșterilor de dobândă, majorând rata de politică monetară cu maxim 0,5 puncte în restul anului. De asemenea, în acest scenariu excesul de lichiditate va avea un caracter persistent, limitând creșterea dobânzilor de pe piața monetară (în speță a ROBOR). Moneda națională ar suferi la rândul său un proces gradual și moderat de depreciere, situată conform prognozei noastre mult sub rata inflației, respectiv la 1,5% față de finalul lui 2017.

Să trecem acum la alternative. Conform comentariilor celor mai mulți analiști externi, creșterea recentă a dobânzilor de pe piețele externe de obligațiuni și corecțiile de pe piețele bursiere internaționale au avut în prim plan reevaluarea expectațiilor și riscurilor privind creșterea inflației globale, în special după publicarea unei creșteri accelerate a salariilor în SUA. Dacă astfel de riscuri se vor manifesta, ne vom trezi într-o altă lume, una mai neagră pentru care nu prea am pus deoparte bani albi. În speță, în ultimii doi ani ne-am crescut semnificativ dependența de finanțare externă. Sustenabilitatea acesteia nu este pusă sub semnul întrebării pe termen scurt și în scenariul de bază, dar în scenariul alternativ pot apărea probleme: accelerarea inflației globale va fi întâmpinată indubitabil de majorări accelerate de dobândă la nivelul principalelor bănci centrale, ceea ce este adesea asociat unei reversări a fluxului de capitaluri către economiile emergente, respectiv înapoi acasă în economiile dezvoltate. Un asemenea context extern este asociat adesea cu presiuni de depreciere a monedelor țărilor emergente și cu scumpirea finanțării acestora, în special al celor cu nevoi mai mari de finanțare, unde includem și România. Cursul leului ar putea crește așadar accelerat, care coroborat cu creșterea mai alertă a prețurilor de import ar amplifica mult presiunile inflaționiste, împiedicând de asemenea BNR în a relaxa politica de dobânzi. Costurile de finanțare mai ridicate și ieșirile de capitaluri străine ar afecta climatul investițional și chiar și cel de consum, afectând astfel perspectiva de creștere economică a României, ceea ce va pune inclusiv bugetul în dificultate, date fiind rezervele sale epuizate de ajustare (cheltuielile fiind în general rigide, pe când veniturile vor fi probabil în scădere). Într-un astfel de scenariu, am avea așadar de-a face cu o combinație nefastă de inflație ridicată / creștere anemică sau chiar risc de recesiune etichetat în literatura de specialitate drept stagflație.

Avem însă și o alternativă pozitivă, inspirată și de direcționalitatea erorilor de previziune de anul trecut, care, așa cum am menționat, au relevat un pesimism excesiv în ce privește nivelul creșterii economice globale, a celei din Europa și a celei din România, supra-expansiunea acestor economii nefiind însă însoțită, în mod direct, de presiuni

inflaționiste majore. De asemenea, sus menționata majorare a așteptărilor inflaționiste ale piețelor financiare internaționale nu a fost încă însoțită de rate ale inflației efective superioare în țările dezvoltate. E prea posibil așadar că vom continua să trăim într-o "nouă normalitate" a creșterii economice alerte însoțite de o inflație scăzută, pentru că forțele mobilizatoare ale globalizării și progresului tehnologic continuă să acționeze în ciuda ascensiunii curentelor politice populiste și protecționiste. Am putea asista în acest caz la răspândirea mai amplă a creșterii mai ales în rândul economiilor emergente, multe dintre ele, în speță cele exportatoare de materii prime, având de recuperat terenul pierdut prin colapsul prețului petrolului din anii 2015-2016. Inflația în acest scenariu va rămâne moderată atât pe plan intern, cât mai ales pe plan extern, iar costurile de finanțare unele generoase, ceea ce va continua să încurajeze investiții mai robuste. Acest climat ar putea inspira un reviriment investițional mai amplu și în România, ceea ce pe de altă parte ar face presiunea creșterilor salariale mai amplă, dată fiind lipsa unei forțe de muncă adecvate. Majorările salariale ar susține la rândul lor consumul, cu un impact inflaționist probabil limitat, mai ales dacă sentimentul pieței va favoriza o apreciere a leului. Astfel, o estimare robustă, de circa 6%, ar putea fi în cărți pentru creșterea economică a României.

Dacă am efectua azi un sondaj în rândul opiniei publice cu privire la plauzibilitatea celor două scenarii alternative, sunt convins că scenariul pesimist ar lua fața, cum s-ar spune, celui optimist. Motivul este unul psihologic, criza economică și știrile negative reprezentând povești mai bune: le-am trăit pe pielea noastră până nu demult, se leagă mai bine cu intuiția teoretică și, pentru cei implicați emoțional în evenimentele politice, prezintă și o caracteristică vindictivă față de ascensiunea politicilor populiste recente. Totuși, o poveste mai bună nu înseamnă și o poveste mai adevărată. Așa cum am menționat, povestea spusă de erorile de prognoză de anul trecut favorizează mai degrabă scenariul pozitiv. Cu toate acestea, încă nu am renunțat la ideea de bază a unei evoluții ciclice și a unei încetiniri a economiei românești, pentru că totuși vorbim de erorile unui singur an și prin urmare nu le putem distinge încă de o extragere de loterie pură și nedăătoare de mesaj. Asta nu înseamnă însă că nu ne vom ține urechile ciulite la ce ar putea să ne mai povestească "întâmplarea" în viitorul apropiat.

Dumitru Dulgheru,

Analist senior, Macro și titluri cu venit fix

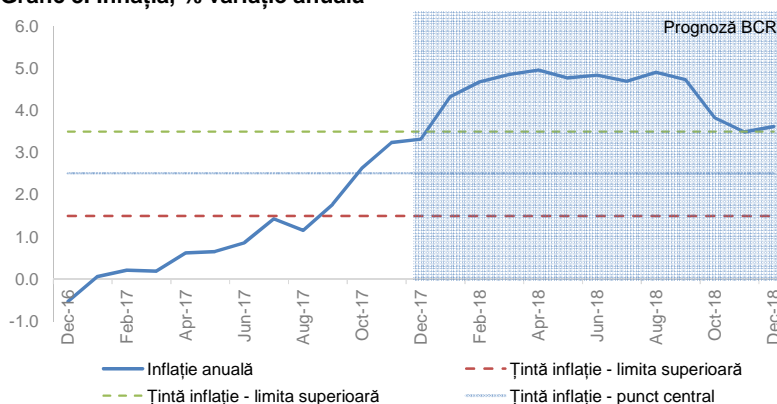
+40 3735 10433

DumitruTeodor.Dulgheru@bcr.ro

Macro Monitor – Ianuarie 2018

După un scurt răgaz în decembrie, prețurile de consum au crescut puternic în prima lună din acest an până la un nivel anual de 4,3, mult peste marginea superioară a intervalului țintă stabilit de banca centrală (+3,5%). Majorarea amplă a prețurilor energiei (gaz natural, electricitate și energie termică), unele din acestea nefiind anunțate (e.g. electricitatea), alături de scumpirea semnificativă a carburanților și alimentelor au imprimat inflației lunare o mișcare ascendentă importantă (+0,8%). Presiunile au fost, de asemenea, foarte vizibile și asupra inflației de bază (core 2 ajustat) care a accelerat rapid la nivel anual la 2,8%, de la 2,4% în decembrie. Este adevărat că efectul de bază generat de reducerea TVA în ianuarie 2017 a explicat într-o anumită măsură avansul inflației de bază.

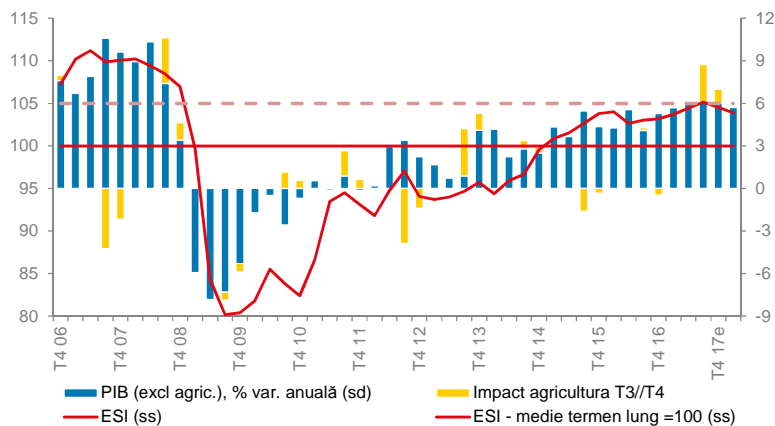
Grafic 3. Inflația, % variație anuală



Sursa: INS, BCR Cercetare

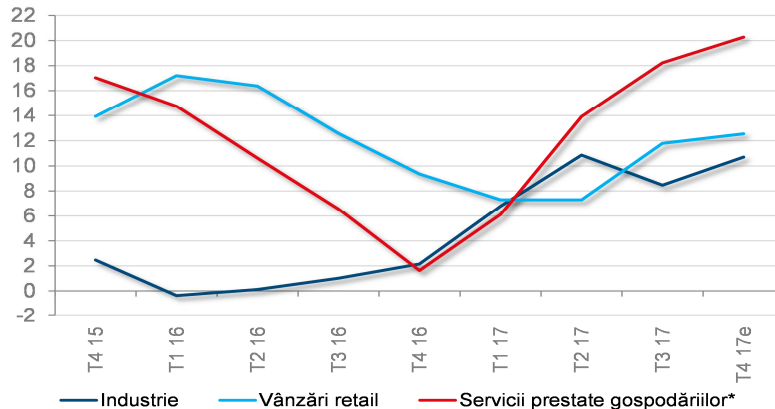
Inflația va fluctua cel mai probabil peste limita superioară a intervalului țintă al băncii centrale în cea mai mare parte a acestui an, urmând să încetinească mai pregnant în ultimul trimestru ajutată și de un efect de bază favorabil. **În condițiile în care prețurile la energie au venit deja peste așteptările noastre (nu există o agendă clară de liberalizare), iar presiunile asupra inflației de bază au surprins în sens ascendent, am revizuit în creștere prognoza noastră de inflație pentru finalul acestui an la 3,6%.** Între timp, Banca Națională a României a majorat dobânda de politică monetară cu încă 25 puncte bază la începutul lunii februarie, până la 2,25%, nu numai din cauza inflației deja mari, cât mai ales ca un răspuns la o posibilă continuare a deteriorării așteptărilor inflaționiste în urma recentelor majorări de prețuri administrate, în special energie.

România a raportat anul trecut o creștere solidă, de 7%. La nivel trimestrial, însă, avansul economiei a încetinit în ultimele trei luni din 2017 față de perioada iulie-septembrie (+0,6%). Deoarece structura creșterii economice nu este încă disponibilă, putem doar să anticipăm că scăderea producției agricole a redus autoconsumul în gospodăriile din mediu rural, încetinind astfel ritmul de creștere a consumului privat în ultimul trimestru al anului trecut. Producția agricolă cunoscută o creștere spectaculoasă în trimestrul al III-lea din 2017, iar urmările pozitive ale acesteia, chiar dacă au un efect mai mult statistic, au limitat cel mai probabil încetinirea în ultimele trei luni ale anului trecut la 6,9%.

Grafic 4. Variația anuală a PIB și Indicele de sentiment economic

Sursa: INS, Comisia Europeană BCR Cercetare

În ianuarie, indicele de sentiment economic (ESI) a bătut în retragere, atingând un minim al ultimelor șaisprezece luni (103,3). Aceasta sugerează în general că economia ar putea să-și modereze dinamica anuală de creștere în primul trimestru din 2018. Încrederea în consum a continuat să se deterioreze în ianuarie a.c., înregistrând cel mai slab nivel din septembrie 2014 (afectată cel mai probabil de incertitudinile legate de modificările de ordin fiscal care au intrat în vigoare din ianuarie 2018). Încrederea în industrie și servicii în ianuarie a fost doar marginal mai slabă, ceea ce nu este îngrijorător, cel puțin deocamdată. Managerii din zona comerțului cu amănuntul rămân cei mai optimiști din piață (unii mari retailers țintesc o creștere semnificativă a rețelelor lor), iar încrederea în construcții a surprins în creștere în prima lună din acest an. Vremea mai caldă și creșterea activității în zona nerezidențială și a construcțiilor inginerești au contribuit probabil la îmbunătățirea încrederii până la un nivel care a mai fost observat în noiembrie 2008.

Grafic 5. Producția industrial, vânzările cu amănuntul și serviciile prestate populației, % variație anuală reală, serie ajustată sezonier

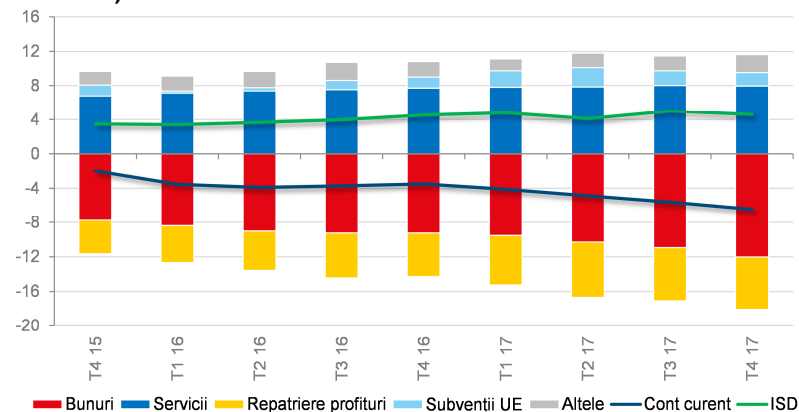
* Servicii prestate populației cum sunt hoteluri și restaurante, coafură, jocuri noroc, spălare și curățare articole textile. Sursa: INS, BCR Cercetare

Producția industrială a afișat o dinamică pozitivă robustă și amplă la nivel lunar în decembrie (+3,8%), amplificând creșterea anuală la 12,2%. Bunurile de capital și de folosință îndelungată au avansat

puternic, ajutând sectorul prelucrător să realizeze un salt lunar de 4,6%, cel mai mare din iulie 2013. În plus, utilitățile și sectorul extractiv au înregistrat avansuri lunare solide. Exporturile și-au încetinit vizibil ritmul anual de creștere în decembrie (+4,2%), pe fondul scăderii intempestive a componentei non-UE (-6%), în timp ce dinamica anuală a importurilor a rămas net superioară celei a exporturilor (+9,2%). Deficitul comercial anualizat (FOB-CIF) a crescut cu aproape 3 miliarde euro până la 13 miliarde euro în special pe seama carburanților și lubrifianților, a produselor chimice și a celor agro-alimentare.

Vânzările cu amănuntul au accelerat la nivel lunar în decembrie (+1,3%) împingând nivelul creșterii anuale la peste 12%. Vânzările de produse nealimentare și carburanți au fost principalii catalizatori ai creșterii în ultima lună a anului trecut. Astfel, datele la nivelul ultimului trimestru din 2017 au indicat o ușoară dinamizare a vânzărilor cu amănuntul, cu evoluții mai energice pe segmentul vânzărilor de carburanți și alimente. Vânzările de produse nealimentare și-au temperat puțin dinamica în trimestrul al IV-lea, după un maxim atins în perioada iulie-septembrie, rămânând totuși la un nivel foarte solid (+14,2%). Vânzările prin internet au fost mai slabe în ultimele trei luni din 2017, în timp ce vânzările de mobilă și aparate electrice au rămas în general la același nivel anul cu cel din trimestrul anterior.

Grafic 6. Balanța de plăți și investițiile străine directe, miliarde euro (cifre anualizate)



Sursa: Banca centrală, BCR Cercetare

Deficitul de cont curent a crescut la 6,5 miliarde euro în 2017 (3,4% din PIB estimate) de la 3,5 miliarde euro în anul anterior (2,1% of GDP). Deficitul comercial s-a deteriorat pe zona de bunuri, dezechilibrul dintre exporturi și importuri urcând la 2,8 miliarde euro într-un singur an. Excedentul din balanța serviciilor a cunoscut o îmbunătățire modestă, de 240 milioane lei, serviciile de transport, cât și segmentul IT&C au stagnat în 2017 comparativ cu anul precedent. Leșirile nete reprezentând venituri din investițiile directe au atins cifra de 6 miliarde euro, în creștere de la 5 miliarde euro în 2016, ceea ce arată că mediul de afaceri local rămâne atractiv. Investițiile străine directe au scăzut vizibil în decembrie, la numai 40 milioane euro, ceea ce a limitat nivelul acestora la numai 4,6 miliarde euro pentru întreg anul 2017 (+1,5% față de anul 2016). Investițiile străine directe au acoperit deficitul de cont curent în proporție de 71% în anul 2017.

Eugen Sinca,

Analist senior, Macro și titluri cu venit fix

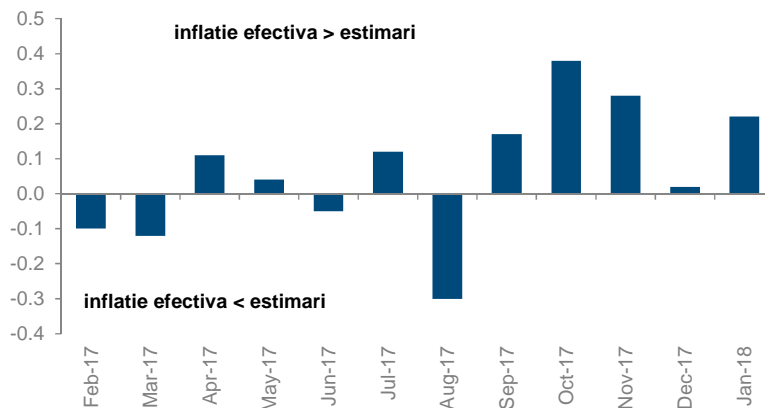
+40 3735 10433

Eugen.Sinca@bcr.ro

Monitor al pieței obligațiunilor

Randamentele obligațiunilor în lei au crescut în ultima lună iar cel mai mare avans (în jur de 30 de puncte de bază) a fost înregistrat pentru obligațiunile pe termen lung înaintea publicării datelor privind inflația din ianuarie. Creșterea dobânzii de politică monetară și avansul peste așteptări al inflației în ianuarie (date efective: 4,32%, sondaj Reuters: 4,1%) a determinat și creșterea randamentelor pe termen scurt. Graficul 7 arată că ultimele cinci date privind ratele anuale ale inflației au surprins economiștii prin inflații efective mai mari decât cele prognozate. Nu avem o structură detaliată, dar credem că surpriza a fost prezentă și în cazul inflației de bază, chiar dacă surprizele majore au venit din partea combustibililor și prețurilor administrate la energie. Dacă lucrurile stau chiar așa, se poate ca rata inflației să fi încorporat deja o mare parte din efectele indirecte ale șocurilor de ofertă adică ale scumpirii energiei, dincolo de efectele directe, ceea ce este un element pozitiv pentru obligațiuni, mai ales pentru cele cu scadența cuprinsă între 1 și 5 ani. Persistența unui excedent de cerere agregată în economie și creșterea anticipațiilor inflaționiste pot pune în pericol în continuare inflația de bază, reclamând prudență din partea investitorilor.

Grafic 7. Surprizele produse de rata anuală a inflației (inflație efectivă minus consens sondaj Reuters, puncte procentuale)



Sursa: Reuters

Dincolo de reacția pieței obligațiunilor la cifrele privind rata inflației, credem că întărirea din prezent a politicii monetare a BNR va pune presiune suplimentară pe randamentele pe termen scurt care sunt menținute la niveluri artificial de joase de lichiditatea mare din piață. Obligațiunile pe termen scurt par a avea încorporată în preț încă o majorare de dobândă de politică monetară în lunile următoare și orice va veni în plus din partea BNR va pune presiune și mai mare pe randamente.

Proгноze macroeconomice

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018p
Economia reală									
PIB - %, variație reală	-1.1	2.3	0.6	3.5	3.1	4.0	4.8	7.0	4.7
PIB - mld. RON	534	565	597	637	668	713	762	857	939
PIB per capita - mii EUR	6.2	6.6	6.7	7.2	7.5	8.1	8.6	9.5	10.1
Consum privat - %, variație reală	0.2	1.4	1.5	-2.4	4.4	5.7	7.3	9.3	6.0
Producția industrială - %, variație reală	5.6	5.6	0.0	7.8	6.1	2.7	1.7	8.2	5.1
Vânzări cu amănuntul - %, variație reală	-7.0	-1.2	4.1	0.5	7.0	8.9	13.5	10.7	8.1
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sectorul extern									
Exporturi bunuri și servicii - miliarde EUR	40.6	48.8	49.8	57.3	61.9	65.8	70.2	77.7	82.9
Importuri bunuri și servicii - miliarde EUR	48.1	56.1	56.2	58.0	62.4	66.7	71.7	81.7	88.4
Balanța bunurilor și serviciilor - % din PIB	-5.9	-5.5	-4.8	-0.5	-0.3	-0.6	-0.9	-2.2	-2.8
Sold cont curent - % din PIB	-4.6	-4.6	-4.5	-0.8	-0.5	-1.2	-2.1	-3.4	-4.1
Prețuri									
IPC - sf. perioadă (%)	8.0	3.1	5.0	1.6	0.8	-0.9	-0.5	3.3	3.6
IPC - medie (%)	6.1	5.8	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5	1.3	4.5
Piața muncii									
Rata șomajului - % (sf. per.)	6.9	7.2	6.8	7.1	6.8	6.8	5.9	4.9	4.9
Câștig salarial net - RON	1,391	1,444	1,507	1,579	1,697	1,848	2,088	2,395	2,598
Câștig salarial net - %, variație reală	-3.7	-1.9	1.0	0.7	6.3	9.5	14.7	13.2	3.8
Sector public									
Sold buget consolidat - % din PIB (ESA95)	-6.9	-5.4	-3.7	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0	-3.0	-3.4
Datoria publică - % din PIB	29.9	34.2	37.3	38.0	39.8	37.9	37.5	36.3	35.8
Dobânzi									
Dobânda de politică monetară - (sf. per.)	6.25	6.00	5.25	4.00	2.75	1.75	1.75	1.75	2.75
ROBOR 3 luni - % (sf.per.)	6.2	6.1	6.1	2.4	1.7	1.0	0.9	2.1	2.8
ROBOR 3 luni - % (medie)	6.7	5.8	5.3	4.2	2.5	1.3	0.8	1.2	2.4
Randament titluri de stat 10 ani, % (sf.per.)	7.2	7.2	6.4	5.3	3.6	3.7	3.6	4.3	5.4
Curs de schimb									
EUR/RON (sf.per.)	4.28	4.32	4.43	4.48	4.48	4.52	4.54	4.66	4.73

Sursa: Banca centrală, Eurostat, INS, BCR Cercetare

Macro și titluri cu venit fix:

Horia Braun-Erdei	+4 (021) 312 67 73/10424	Horia.BraunErdei@bcr.ro
Dumitru Dulgheru	+4 (021) 312 67 73/10433	DumitruTeodor.Dulgheru@bcr.ro
Florin Eugen Sinca	+4 (021) 312 67 73/10435	Eugen.Sinca@bcr.ro
Dorina Ilasco	+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, înmatriculată la Registrul Comerțului: J40/90/1991, înmatriculată 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 ofertă 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: 2018 Banca Comerciala Romana. Toate drepturile rezervate.