

Focus lunar

Măiestria mix-ului contra mixajul maeștrilor

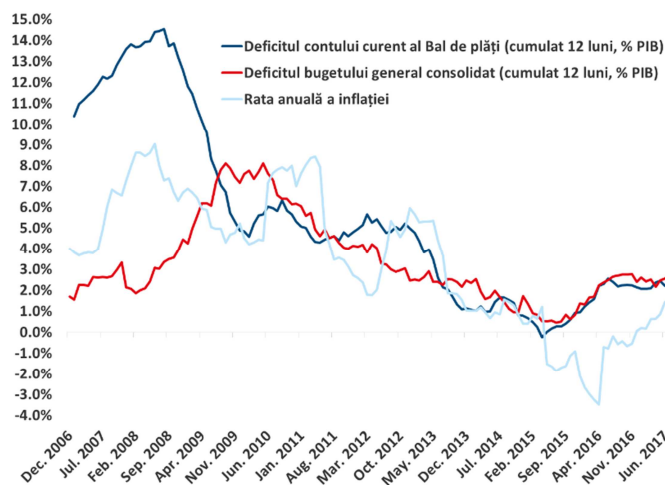
Horia Braun Erdei,

Economist Șef:

+40 3735 10424
Horia.BraunErdei@bcr.ro

Ținând cont de complexitatea mereu în creștere a economiei moderne, în care domeniile se interconectează în moduri câteodată nebanuite, decidenții politicilor economice au nevoie de coordonarea unui DJ, jonglând simultan cu mai multe instrumente de efect. Chiar dacă nu ar fi acei DJ-i vedetă care țin lumea trează la festivalul *Untold*, un pic de măiestrie tot e necesară pentru a aborda mix-ul dintre politica monetară, politica fiscală și politicile structurale. O abordare atentă a acestui mix ni se pare cu atât mai necesară, cu cât economia României se află azi în situația unui avion ultraușor, pe care turbulențele de pe culoarul de zbor îl pot lesne dezechilibra. Ne permitem această metaforă bazându-ne pe expansiunea sincronizată și rapidă a deficitelor bugetar și de cont curent din ultimii 2 ani și jumătate, alături de ascensiunea mai recentă a ratei inflației, ambele manifestându-se pe fundalul unei creșteri alerte a PIB-ului susținută preponderent de expansiunea amplă a consumului privat și impulsivă de majorări ample ale salariilor (vezi Graficul 1).

Grafic 1. Măsurile ale dezechilibrului macroeconomic



Sursa: Institutul Național de Statistică

Chiar și pentru cei care văd lumea doar prin lentila optimistului, dar care poartă totuși o pălărie de economist, combinația de evoluții mai sus menționate ar trebui să indice emergența unor vulnerabilități. Mix-ul optim de politici economice ar trebui așadar să răspundă, chiar și pentru aceștia, riscurilor în creștere. Dacă vreți să aveți un tablou de bord al obiectivelor numerice pe care un astfel de mix ar putea să-l urmărească, vă invit să consultăm cele mai recente prognoze oficiale ale Comisiei Naționale de Prognoză, cele în baza cărora a fost construit proiectul de buget public recent adoptat de către Parlament. Acestea indică o expansiune a economiei cu 5,5% în 2018, însă pe fondul încetirii consumului populației (de la un 8,5% prognozat pentru 2017 la un 6,2%

prognosticat pentru acest an), alături de accelerarea rapidă a creșterii formării brute de capital fix (de la 2% prevăzut pentru 2017 la aproape 8% prognosticat pentru 2018). Coroborat cu evoluția preconizată a construcțiilor, a căror expansiune rapidă e pusă pe seama avântului luat de construcțiile ingineresti și de cele ale clădirilor non-rezidențiale, pare destul de clar că investițiile din sectorul public ar trebui să aibă un rol central în impulsivarea relansării investițiilor de la nivelul întregii economii. Sectorul privat ar urma și el să își aducă o contribuție pozitivă, așa cum arată anticiparea creșterii ocupării forței de muncă (respectiv un plus de peste 200,000 de angajări nete la nivelul economiei). Aceeași prognoză oficială prevede, de asemenea, o ajustare a dezechilibrelor macroeconomice, prin prisma diminuării deficitului contului curent al balanței de plăți la 2,6% din PIB (cea mai recentă valoare cumulată pe 12 luni a acestui indicator situându-se la 3,4% din PIB), respectiv a plasării la finele anului 2018 a ratei anuale a inflației la un nivel similar, de 2,6% (față de valoarea cea mai recentă de 3,3% înregistrată la finele anului 2017). Pentru ca aceste cifre favorabile să poată fi atinse, credem însă că e nevoie de o calibrare pro-activă a mixului de politici economice. Spre exemplu, ajustarea deficitului de cont curent și a ratei inflației la niveluri de sub 3% reprezintă un deziderat extrem de dificil de realizat în 2018, însă chiar și obiectivul mai realist al stabilizării celor doi indicatori la niveluri ușor peste 3% presupune o politică de strângere a curelei pentru a domoli elanul cererii interne și în special al consumului populației.

Politica monetară pare să fi început deja să tragă de frâie, chiar dacă majorarea ratei dobânzii de politică monetară din luna ianuarie de la 1,75% la 2,0% nu s-a materializat printr-o creștere a ratelor dobânzilor de pe piața interbancară, semnalul acesteia fiind perturbat de revenirea excesului de lichiditate de pe aceeași piață. Considerând inclusiv faptul că acest exces de lichiditate se va menține cel mai probabil până după momentul următoarei ședințe de politică monetară programată pe 7 februarie, credem că instrumentele pe care banca centrală preferă să ni le mix-eze sunt următoarele: (1) amplexarea și eșalonarea în timp a ciclului de creștere a dobânzii de politică monetară; (2) gestiunea fermă/laxă a lichidității de pe piața interbancară (dacă sau nu lichiditatea în exces va fi absorbită), care vine strâns legată de controlul asupra dobânzilor din piață, respectiv dacă acestea sunt lăsate sau nu să devieze de la dobânda BNR și (3) măsuri macro-prudențiale menite a asigura un control mai direct asupra evoluției creditării (în special pe segmentul creditării populației). Eu unul știu care ar fi preferințele mele (creșteri timpurii, dar nu agresive ale dobânzii, menținerea unui ton combativ față de inflație, sterilizarea excesului de lichiditate însă evitarea măsurilor administrative), însă cum nu mă aflu în postura de DJ, asta nu prea contează. Ceea ce contează însă este faptul că în calibrarea politicii de care e responsabilă, BNR are de înfruntat și o serie de dileme. Una dintre ele este impactul **asupra** cursului de schimb, precum și impactul **generat de** cursul de schimb. BNR a fost destul de consecventă pe parcursul ultimelor intervenții publice în a pregăti piața (și mai ales populația) pentru o flexibilitate sporită a cursului valutar, însă există puțină lume care să creadă că fluctuații foarte ample ale cursului leu / euro vor fi tolerate de banca centrală și asta datorită riscurilor implicate de astfel de mișcări, în oricare dintre sensurile în care s-ar manifesta. În cazul unei ascensiuni rapide în

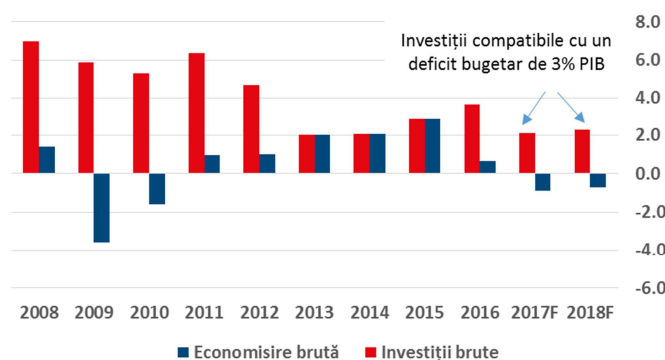
sensul deprecierei alerte a leului, riscul este ca inflația, care e deja destul de elevată, să accelereze și mai mult, putând scăpa de sub control. Pe de altă parte, o apreciere puternică a leului ar eroda semnificativ din competitivitatea produselor românești în raport cu cele străine, punând și mai mare presiune pe echilibrul extern, mai ales în contextul creșterii costurilor interne de producție, în special al celor cu forța de muncă. O altă dilemă o reprezintă faptul că un ciclu amplu și rapid care ar putea fi necesar pentru ancorarea expectațiilor inflaționiste ar risca să apese greu asupra perspectivelor relansării investițiilor, relansare ce pare să fi început în a doua parte a anului 2017, dar care se află însă într-o stare fragilă. E probabil astfel ca BNR să prefere ca deciziile sale de politică monetară să nu fie determinante pentru o încetinire prea bruscă a economiei, cu atât mai mult cu cât deja dobânzile mai mari vor afecta costurile de finanțare a datoriei publice (a altă dilemă a politicilor publice care însă a devenit *tabu* în contextul apărării cu sfințenie a independenței băncii centrale, cel puțin prin litera legii europene).

Având în vedere aceste dileme, dar și comportamentul și mesajele publice recente ale conducătorilor săi, ne așteptăm ca BNR : (1) să se abțină de la creșteri agresive de dobândă, majorând eventual încă o dată dobânda pe parcursul primului trimestru, după care ar urma să adopte pentru o perioadă o atitudine de expectativă; (2) să continue să utilizeze lichiditatea într-un mod în care să poată influența indirect volatilitatea de pe piața valutară (de exemplu, sterilizând o eventuală lichiditate în exces doar atunci când pe piață se manifestă presiuni de depreciere a leului); (3) să prefere măsuri macro-prudențiale pentru a ținti mai direct finanțarea consumului populației (evident ca un produs colateral al abordării *de jure* a riscurilor aferente stabilității financiare). În plus, BNR va continua probabil mesajele sale de invitație la masa de mixer și a altor DJ-i care să-și arate la rândul-le priceperea.

Prima vizată de această invitație pare a fi politica fiscală, care a fost inclusă de banca centrală la capitolul riscuri și incertitudini pe mai tot parcursul anului 2017. În ultimii ani însă politica fiscală poate fi greu izolată de politica de venituri, dat fiind că majoritatea măsurilor adoptate în domeniul fiscal de guvernele recente au targetat veniturile populației. Modificările fiscale incluse recent în pachetul supranumit de presă al "revoluției fiscale" au reprezentat un prim pas în direcția unei politici fiscale și de venituri mai neutre, după ce anterior aceste politici fuseseră angrenate exclusiv pe partea expansionistă. Totuși, suntem sceptici că actuala majoritate politică, care a câștigat alegerile în baza unor promisiuni generoase, va întoarce complet pachetotul în sensul opus al unor politici fiscale și de venituri austere. Astfel, singura opțiune realistă din perspectivă politică pentru ca politica fiscală să joace un rol într-un mix de politici menit a ține în frâu expansiunea alertă a cererii agregate pare a fi divorțul acesteia de politica de venituri. În acest caz, politica fiscală ar putea continua de sine stătătoare sau s-ar putea "cupla" cu alte politici. Varianta de sine stătătoare presupune fie introducerea de noi taxe și impozite, fie tăierea de cheltuieli publice. În ambele cazuri, însă, ținta de relansare a investițiilor ar risca să fie subminată, pentru că majorarea impozitelor ar descuraja investițiile private, în vreme ce o tăiere semnificativă de cheltuieli publice nu poate fi realizată fără afectarea serioasă a cheltuielilor de investiții publice, așa cum ne-au demonstrat-o de altfel execuțiile bugetare ale ultimilor ani.

Opțiunea care ar obține majoritatea de voturi ar fi prin urmare o nouă căsătorie a politicii fiscale, respectiv cu politicile structurale, o căsătorie aranjată de altfel de pe vremea când instituțiile financiare internaționale aveau un cuvânt mai greu de spus în ce privește mix-ul de politici macroeconomice al României. Așa cum e îndeobște cazul căsătoriilor aranjate, dragostea e rareori implicată în astfel de povești, totuși, în baza legii bugetului pentru anul 2018 adoptate recent de Parlament, se pare că ceva ceva compatibilități sau măcar câteva deziderate comune s-ar putea găsi. Primul ar fi cel al îmbunătățirii gradului de colectare al impozitelor și taxelor, mai ales în cazul TVA, unde legea bugetului preconizează o creștere a încasărilor cu circa 0,5% din PIB. Fără adoptarea de măsuri de reformă structurală, de exemplu prin implementarea mai rapidă a caselor de marcat electronice legate la sistemul ANAF sau printr-o abordare mai frontală a evaziunii de TVA, această îmbunătățire a colectării are mari șanse să rămână un deziderat perpetuu. Un al doilea obiectiv comun al celor două politici ar fi implementarea efectivă a investițiilor publice programate a fi majorate cu 1 punct procentual din PIB în 2018 și cu mult mai mult în 2019-2020, o dată ce ne apropiem de finele perioadei de execuție a bugetului UE. Experiența recentă ne-a demonstrat-o foarte clar că accelerarea implementării investițiilor publice nu se poate realiza fără reforme structurale, care să atingă nu doar problemele de prioritizare, de procedură și de predictibilitate a finanțării proiectelor de investiții publice, ci și problema mai generală a disciplinei bugetare. Aceasta din urmă a devenit mai acută pe măsură ce în ultimii ani spațiul disponibil pentru investiții în cadrul bugetului public s-a tot restrâns pe măsura comprimării începând cu anul 2015 a economiilor brute ale bugetului.

Grafic 2. Economisirea și investițiile brute ale bugetului general consolidat al statului, % din PIB



Sursa: Comisia Europeană; estimări proprii în cazul investițiilor brute din anii 2017-18

Am vorbit până acum de mix-ul fezabil și dezirabil de politici aferent contextului macroeconomic actual. Ultimele evenimente din arena politică par a fi însă complet străine de astfel de considerații de mix de politici, fiind mai degrabă concentrate pe mixarea maeștrilor de ceremonie. La momentul scrierii acestui raport, Președintele României a desemnat un nou Prim Ministru să formeze Guvernul, după ce precedentul Prim Ministru a fost schimbat de propriul partid din motive declarativ independente de talentele sale de DJ. Încă nu avem la dispoziție o listă a miniștrilor care vor face parte din noul Cabinet, dar presupunem că vom avea de-a face cu un mix între nume noi și vechi,

cu o bună parte a miniștrilor cheie din guvernul Tudose menținându-și poziția. Chiar dacă acesta ar fi cazul, însă, schimbările repetate de la vârful guvernului și mandatele relative scurte ale celor mai recentți prim-miniștri pot fi de natură să știrbească din autoritatea acestei poziții și în ultimă instanță din cea a instituției Guvernului. Dat fiind că vorbim de puterea executivă în stat, cea asociată cel mai adesea inițierii reformelor și cea responsabilă cu implementarea politicilor fiscale și structurale, orice slăbire potențială a autorității sale ar periclita atingerea obiectivelor despre care am vorbit mai sus, cu atât mai mult cu cât unele reforme ar putea genera reacții adverse destul de vocale (gândiți-vă doar la reacția celor acuzați de evazionism).

Riscul este așadar că nu vom mai putea conta pe politica fiscală și pe cea structurală să contribuie la mix-ul optim de politici. Ca atare, managementul cererii interne ar trebui să se bazeze mai mult pe politica monetară, iar rotația motoarelor de creștere dinspre consum înspre investiții ar trebui să se bazeze mai mult pe sectorul privat. În ambele cazuri, capitalurile străine ar putea astfel să aibă din nou un rol determinant, limitând independența politicii monetare și reprezentând o sursă mai puternică de investiții decât capitalul autohton încă fragil. Astfel, ca de atâtea ori în istoria noastră, soarta economică a României ar putea depinde de evoluții din afara granițelor țării. Dacă va fi într-adevăr așa, ar fi cel mai mare paradox al unui an în care sărbătorim un centenar de la Marea Unire, eveniment care ne-a întărit statutul de națiune europeană modernă și *independentă*.

Dumitru Dulgheru,

Analist senior, Macro și titluri cu venit fix

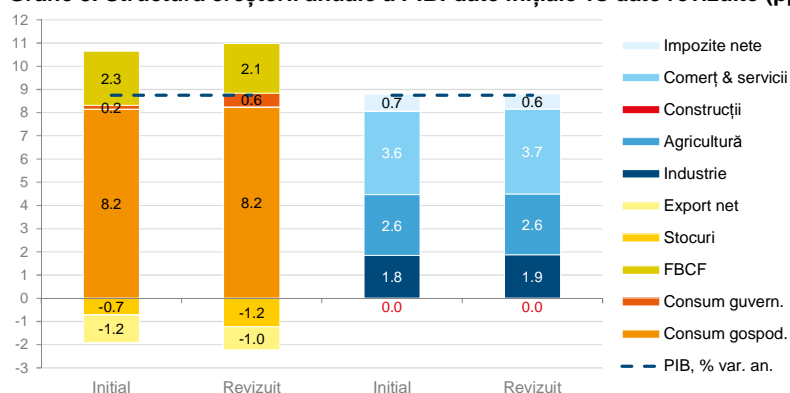
+40 3735 10433

DumitruTeodor.Dulgheru@bcr.ro

Macro Monitor – Decembrie 2017

Institutul Național de Statistică a menținut creșterea economică anuală la 8,8% pentru trimestrul al III-lea 2017, însă a făcut unele modificări în structură, în special pe partea de cheltuieli. Revizuirea ascendentă semnificativă a consumului guvernamental nu a fost o surpriză, deoarece acesta face de obicei obiectul unor asemenea ajustări în momentul apariției datelor PIB revizuite. De asemenea, contribuția negativă a exportului net a fost redusă, în timp ce variația stocurilor și-a mărit contribuția negativă la formarea PIB. Pe partea de resurse, au fost operate doar ajustări minore în structura creșterii economice din trimestrul al III-lea (vezi graficul de mai jos).

Grafic 3. Structura creșterii anuale a PIB: date inițiale vs date revizuite (pp)



Sursa: INS, BCR Cercetare

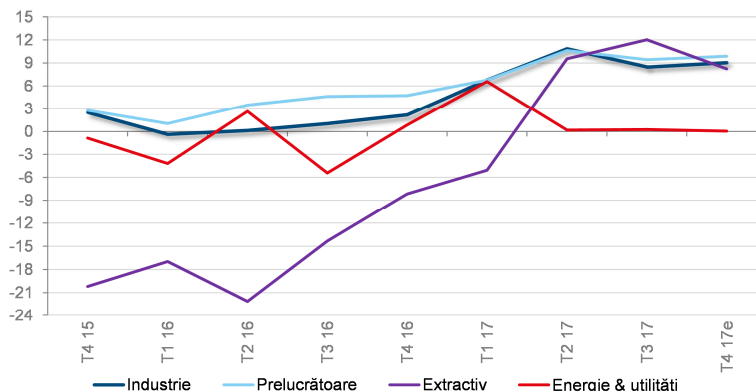
Indicele de sentiment economic (ESI) a crescut ușor în decembrie (104,1) după două scăderi succesive în lunile anterioare.

Sentimentul s-a îmbunătățit la nivelul tuturor componentelor cu excepția încrederii în consum care s-a redus pentru a patra oară consecutiv în decembrie, atingând minimul ultimelor 38 luni. La orizontul următoarelor douăsprezece luni, încrederea în consum nu arată prea bine și nu este atât de fapt că ea scade, cât ritmul alert de deteriorare ceea ce îngrijorează mai mult. Tendința încrederii în consum este însă în contradicție cu așteptările managerilor care rămân în general optimiste. Indicatorul de încredere din sectorul industrial s-a situat pe un trend ascendent începând din iunie 2017, în timp ce nivelul de încredere la nivelul managerilor din servicii este stabil sau chiar în creștere în cazul celor din comerțul cu amănuntul. Sentimentul în construcții pare să se mențină la un nivel stabil, rezultat ce pare să echilibreze evoluția slabă din segmentul nerezidențial sau al construcțiilor ingineresti civile (aparținând în cea mai mare parte sectorului public) cu cea pozitivă din segmentul rezidențial sau din unele zone ale construcțiilor nerezidențiale (ex. birouri, clădiri comerciale și spații logistice).

Producția industrială a performant la nivel lunar peste așteptările noastre în luna noiembrie (0,7% vs 0,3%). Producția de bunuri intermediare și de folosință îndelungată au ajutat sectorul prelucrător să înregistreze un avans robust mai ales după creșterea puternică din luna anterioară. Producția de energie și utilitățile au înregistrat o creștere lunară modestă. La nivel anual, producția industrială a fost mai mare cu 9,2% față de aceeași lună din

anul precedent. În condițiile unui sentiment aproape exuberant din industria prelucrătoare și a unei medii mobile la trei luni care este în ușoară creștere, ne așteptăm ca producția industrială să susțină puternic formarea PIB în ultimul trimestru din 2017.

Grafic 4. Dinamica anuală a producției industriale, serie ajustată sezonier (medie mobilă 3 luni)



Sursa: INS, BCR Cercetare

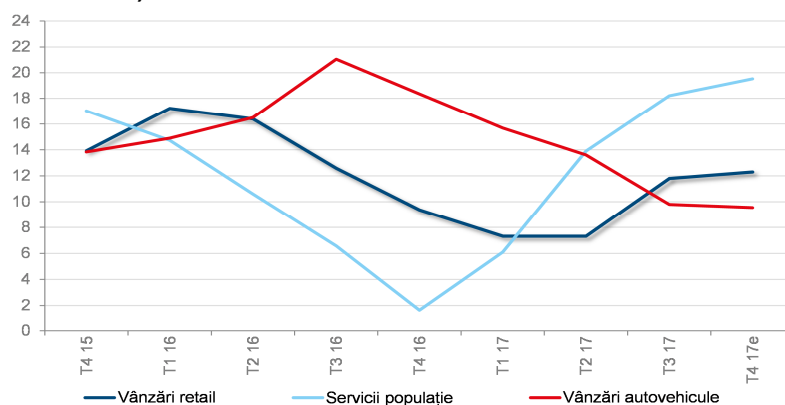
Deși și-au mai temperat dinamica în noiembrie, exporturile au înregistrat o creștere anuală foarte bună, de 9%, după un salt puternic de 13% în luna anterioară. Media mobilă la trei luni a urcat la un nivel anual de 9,4% în noiembrie, de la 8,3% în septembrie, exporturile în afara Uniunii Europene afișând o accelerare anuală semnificativă, ajungând la 9%, de la mai puțin de 4% la finele trimestrului al III-lea. Importurile au urmat în general tendința observată la exporturi, reducându-și ritmul anual care a rămas însă net superior față de cel al exporturilor (+11,8%). Datele de până acum sugerează o expansiune a deficitului comercial în ultimul trimestru din 2017, cifra anualizată (FOB-CIF) crescând la peste 12,5 miliarde euro la sfârșitul lunii noiembrie.

Vânzările cu amănuntul au avansat în noiembrie pentru a cincea oară consecutiv în termeni lunari (+0,7%), fiind susținute de vânzările de carburanți și cele de alimente. În mod surprinzător, vânzările de produse nealimentare au scăzut lunar în noiembrie, în ciuda cifrelor de vânzări exorbitante cu care se lăudau marii retaileri cu ocazia Black Friday. Creșterea lunară robustă a vânzărilor de carburanți din noiembrie, de 3,3%, a venit și pe fondul reculului cumulat puternic, de peste 7%, din cele două luni anterioare. Media mobilă la trei luni semnalează posibilitatea unei plafonări a vânzărilor cu amănuntul la nivelul anual de 12% în trimestrul al IV-lea al anului trecut.

Cifra ajustată sezonier a ratei șomajului a atins un minim istoric în noiembrie (4,7%), după ce a zăbovit vreo trei luni la nivelul de 4,9%. Piața muncii rămâne încordată, creșterea peste potențial a economiei reprezentând o reală provocare la adresa angajatorilor în special atunci când vine vorba de forța de muncă calificată. Dinamica anuală a salariului nominal s-a situat la peste 14% în noiembrie, după cum arată media mobilă la douăsprezece luni, în timp ce avansul anual al salariului real, deși afișează încă o creștere cu două cifre, încetinește treptat în condițiile în care spectrul inflației se mărește. Salariul net din sectorul

public era cu peste 24% mai mare în noiembrie față de luna similară din 2016, după majorările repetate la nivelul diferitelor categorii profesionale, în timp ce în sectorul privat salariul net și-a menținut dinamica anuală la peste 11%.

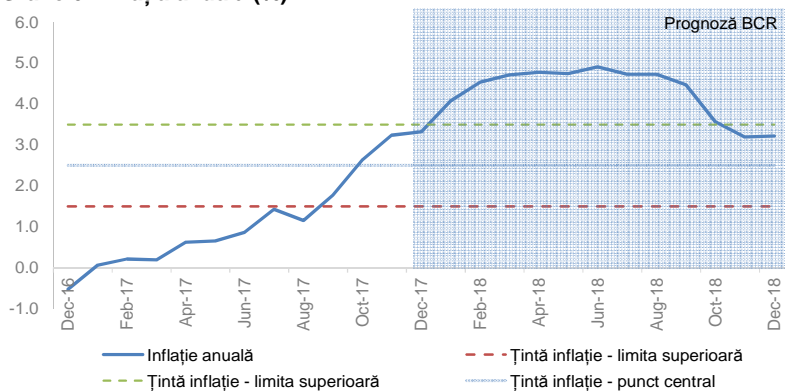
Grafic 5. Dinamica anuală a vânzărilor retail, a serviciilor prestate populației și vânzărilor de autovehicule, serie ajust. sezonier (medie mobilă 3 luni)



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

Spre deosebire de lunile anterioare și în linie cu estimările noastre, prețurile de consum au avut o evoluție anuală mai calmă, încheind luna decembrie la 3,3% față de 3,2% în luna precedentă. De data aceasta, la nivel lunar, alimentele (+0,44%) au fost cele care au generat presiuni ascendente asupra prețurilor de consum care au fost în creștere cu 0,32% față de noiembrie, în timp ce componenta de produse nealimentare și-a atenuat vizibil influența asupra inflației în special datorită carburanților și tutunului. Serviciile, de asemenea, au făcut obiectul unor creșteri de prețuri mai potolite (+0,22%), în special datorită cursului de schimb care a fost mai stabil. Inflația CORE2 ajustat a urcat ușor la nivel anual de 2,4% în decembrie, foarte aproape de punctul central al țintei băncii centrale (2,5%).

Grafic 6. Inflația anuală (%)



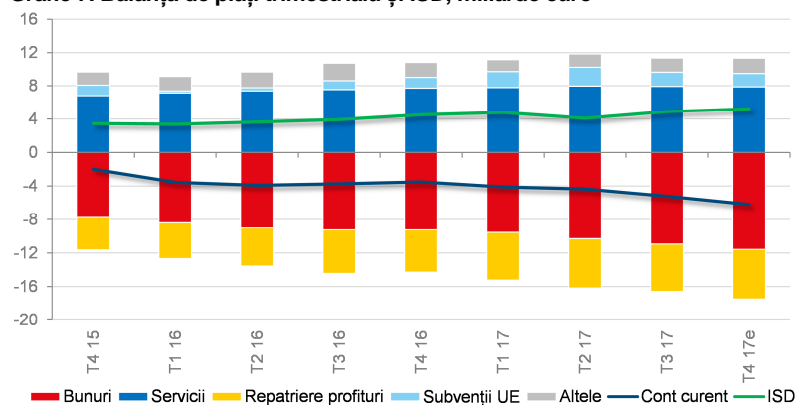
Sursa: INS, BCR Cercetare

Continuăm să vedem inflația depășind marginea superioară a intervalului țintă al inflației (3,5%) încă din primele luni ale anului 2018 și rămânând în afara intervalului pentru cea mai mare parte a anului. Deși unii ar putea argumenta că parte din stimulenții inflației sunt de natura

ofertei și au caracter temporar, presiunile generate de ofertă nu trebuie ignorate, mai ales că inflația de bază avansează încet dar sigur. Banca centrală a reacționat deja la revenirea inflației printr-o majorare de dobândă în luna ianuarie a.c. În acest moment, nu ne așteptăm ca banca centrală să intre într-un ciclu de întărire agresivă a politicii monetare (pentru a evita și desincronizarea de alte bănci centrale), dar va urmări îndeaproape evoluția inflației, în condițiile în care prognoza sa din luna octombrie a fost mult sub nivelul efectiv al inflației înregistrat în decembrie.

Deficitul de cont curent s-a contractat în noiembrie la 421 milioane euro, de la 549 milioane euro în octombrie, în special ca urmare a scăderii deficitului comercial și a unor ieșiri nete mai mici la capitalul venituri. Expansiunea anuală a deficitului de 2,6 miliarde euro, până la aproape 6,2 miliarde euro în luna noiembrie, a fost cauzată de umflarea deficitului comercial, repatrierea profiturilor și a reducerii intrărilor de fonduri în sectorul public al balanței veniturilor secundare.

Grafic 7. Balanța de plăți trimestrială și ISD, miliarde euro



Sursa: Banca centrală, BCR Cercetare

O contribuție pozitivă la evoluția deficitului de cont curent în ultimele douăsprezece luni au avut-o serviciile, veniturile din salarii reflectate în balanța veniturilor primare și transferurile sectorului privat reflectate în balanța veniturilor secundare. Per ansamblu, deficitul de cont curent ar putea să se situeze în jurul cifrei de 6 miliarde euro în anul 2017, echivalentul a 3,2% din PIB. Investițiile străine directe au crescut ușor până la 5,2 miliarde euro în noiembrie (anualizat), în creștere cu 20% față de aceeași lună din anul anterior, și au acoperit 85% din deficitul de cont curent. Companiile altele decât băncile au contribuit cu peste 56% la creșterea investițiilor străine directe, în timp ce diferența a fost acoperită de bănci.

Eugen Sinca,

Analist senior, Macro și titluri cu venit fix

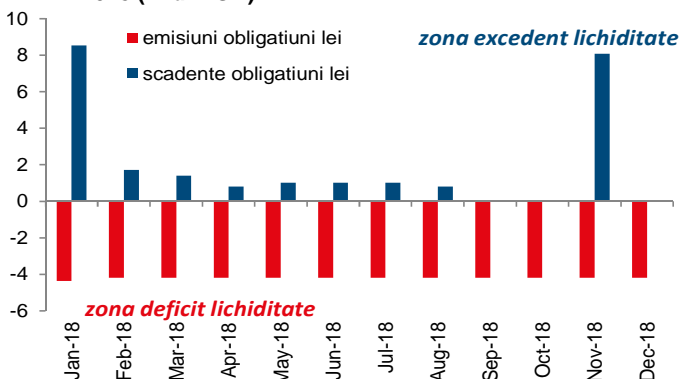
+40 3735 10433

Eugen.Sinca@bcr.ro

Monitor al pieței obligațiunilor

Creșterea modestă a inflației la 3,32% în decembrie a fost una anticipată de jucătorii de pe piață, iar reacția obligațiunilor în lei a fost neutră, investitorii fiind interesați mai mult de reinvestirea celor 8 miliarde de lei ajunse la scadență pe 17 ianuarie în dreptul titlului cu seria RO1418DBN040. Cu toate acestea, presiunile asupra obligațiunilor în lei din partea inflației e de așteptat să se intensifice în lunile următoare, când anticipăm că inflația va depăși limita superioară a țintei BNR, amplificând astfel și vulnerabilitatea economiei în fața altor șocuri adverse. Impactul evenimentelor politice de la mijlocul lunii ianuarie asupra pieței obligațiunilor a fost de asemenea minor (creștere a randamentelor de 5 puncte de bază în prima zi după declanșarea evenimentelor), fiind atenuat de sentimentul pozitiv al investitorilor față de piețele emergente și de surplusul de lichiditate de pe piața locală.

Grafic 8. Scadențele obligațiunilor în lei și emisiunile estimate în lei ale MFP în 2018 (mld. RON)



Sursa: BCR Cercetare pe baza programului preliminar de emisiuni de titluri de stat al MFP în 2018

Lichiditatea pieței a crescut în ianuarie datorită plăților ample efectuate de Ministerul Finanțelor Publice la final de 2017, scadenței obligațiunii DBN040 și respingerii singurei licitații de certificate de trezorerie planificată pentru ianuarie. O întrebare cheie în prezent este dacă BNR va derula operațiuni de piață de absorbție a lichidității în perioada imediat următoare, un subiect discutat la cea mai recentă ședință de politică monetară și care ar putea fi reluat în februarie. Vedem puține șanse ca BNR să absoarbă excesul de lichiditate prin operațiuni de piață până în luna februarie, ceea ce înseamnă că surplusul se va mai menține în piață o perioadă. În absența unor operațiuni de piață ale BNR, o absorbție graduală efectuată de Ministerul Finanțelor Publice nu va schimba rapid situația din piață. Scadențele lunare pentru obligațiunile în lei vor fi modeste în intervalul februarie – octombrie, ceea ce înseamnă că Ministerul Finanțelor Publice nu va avea o presiune acută în a atrage finanțare de pe piață. Ne aflăm aproape în aceeași situație ca la începutul lui 2016 sau 2017 când excesul de lichiditate a persistat în piață pentru cel puțin trei luni în fiecare an, cu diferența notabilă că acum avem un angajament ferm al băncii centrale pentru o „gestionare fermă a lichidității” care nu și-a arătat încă efectele pe deplin.

Până la o diminuare a lichidității din piață, șansele sunt în favoarea unei

curbe mai abrupte a obligațiunilor în lei, cu segmentul scurt influențat de lichiditatea din piață și segmentul lung sensibil în special la încrederea investitorilor față de piețele emergente. *Spread-ul* 10 ani / 5 ani a scăzut la 25 de puncte de bază în prezent, cel mai mic din 2013. Estimarea noastră privind o creștere a randamentelor la 10 ani de aproximativ 100 de puncte de bază până în decembrie 2018, de două ori mai mare decât creșterea prognozată pentru randamentul obligațiunilor pe 5 ani plecând de la valoarea din prezent, pare totuși bine calibrată din perspectiva fundamentelor macroeconomice, având în vedere creșterea inflației, creșterea economică foarte rapidă, adâncirea deficitului de cont curent și riscurile fiscale, fără a mai menționa incertitudinile politice care pot aduce și ele surprize mai degrabă negative.

Proгноze macroeconomice

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017p	2018p
Economia reală									
PIB - %, variație reală	-1.1	2.3	0.6	3.5	3.1	4.0	4.8	7.1	4.1
PIB - mld. RON	534	565	597	637	668	713	762	850	909
PIB per capita - mii EUR	6.2	6.6	6.7	7.2	7.5	8.1	8.6	9.4	9.9
Consum privat - %, variație reală	0.2	1.4	1.5	-2.4	4.4	5.7	7.3	8.4	5.5
Producția industrială - %, variație reală	5.6	5.6	0.0	7.8	6.1	2.7	1.7	8.0	4.4
Vânzări cu amănuntul - %, variație reală	-7.0	-1.2	4.1	0.5	7.0	8.9	13.5	9.5	8.4
	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	76.3	79.8
Importuri bunuri și servicii - miliarde EUR	48.1	56.1	56.2	58.0	62.4	66.7	71.8	80.8	85.7
Balanța bunurilor și serviciilor - % din PIB	-6.4	-5.8	-5.1	-0.8	-0.3	-0.5	-0.9	-2.0	-2.5
Sold cont curent - % din PIB	-4.6	-4.6	-4.5	-0.8	-0.5	-1.2	-2.1	-3.2	-3.8
Prețuri									
IPC - sf. perioadă (%)	8.0	3.1	5.0	1.6	0.8	-0.9	-0.5	3.3	3.2
IPC - medie (%)	6.1	5.8	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5	1.3	4.0
Piața muncii									
Rata șomajului - % (sf. per.)	7.0	7.2	6.8	7.1	6.8	6.8	6.0	5.0	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	4.3
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	36.6	37.0
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, 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 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: 2017 Banca Comerciala Romana. Toate drepturile rezervate.