

Focus lunar

¡Atención a la Revolución!

Articol de fond semnat de Horia Braun Erdei, Economist Șef

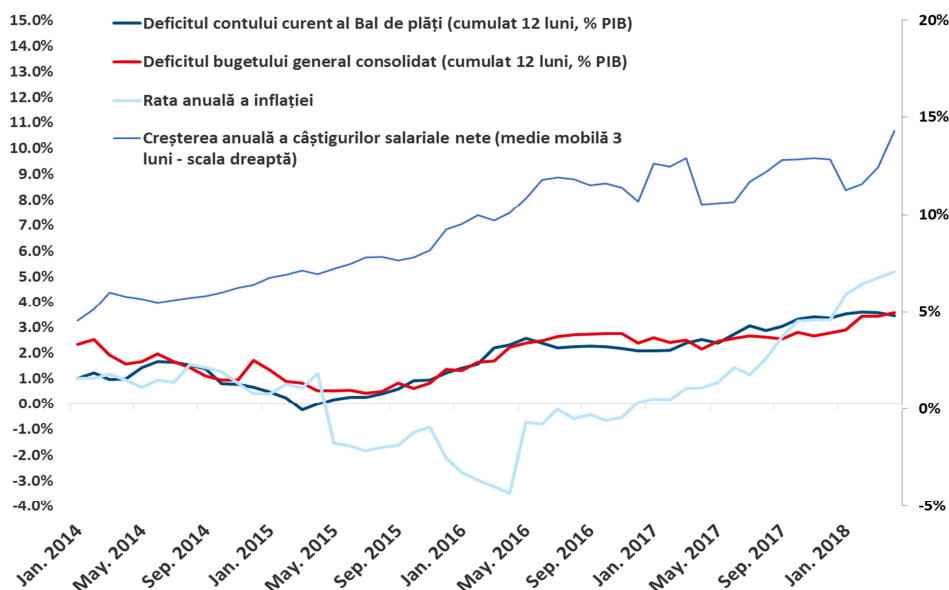
Piețele financiare sunt interesate preponderent de două lucruri: Randament și Risc. Până de curând, așa-numita "Goană după Randament" a fost tema dominantă în mințile investitorilor, venind în contextul dobânzilor scăzute aproape peste tot în lume, o politică în mare măsură deliberată a băncilor centrale menită a impulsiona relansarea economică atât de necesară după criza financiară globală. Întâietatea randamentelor este însă în prezent amenințată de o conștientizare tot mai acută a riscurilor în rândul participanților pe piețele financiare. Cu alte cuvinte, investitorii se văd treziți din visul în care băncile centrale răspundeau oricărei scăderi a piețelor prin măsuri de relaxare monetară, ceea ce echivalează cu o adevărată Revoluție a prevalenței considerațiilor de Risc în dauna celor privind Randamentul atunci când se iau deciziile de investiții.

Așa cum e îndeobște cu Revoluțiile astea, e imposibil a identifica cu maximă precizie de unde a izbucnit prima scânteie, mai ales că în cazul de față avem o pleiadă de candidați. Dacă e să începem cu Statele Unite ale Americii, avem de-a face în primul rând cu înmulțirea și intensificarea măsurilor de natura protecționismului comercial inițiate de administrația Președintelui Trump, dar și cu rezoluția în creștere a Rezervei Federale a SUA (banca centrală a țării) în ce privește retragerea treptată a măsurilor monetare de stimulare a economiei, pe de o parte prin demararea diminuării bilanțului său, iar pe de altă parte prin accelerarea majorărilor de dobândă de politică monetară. Într-un mod paradoxal, în timp ce Rezerva Federală apasă cu piciorul pe frână, politicienii Republicani sunt cu piciorul pe accelerație, având în vedere măsurile recente de relaxare a politicii fiscale. Și ca să fie paradoxul și mai rotund, ambele politici acționează azi în sensul restrângerii cantității de dolari SUA aflați în circulație, dolari cu care sunt în general finanțate operațiunile de investiții străine în special pe piețele emergente. Dar să revenim puțin și pe pământ european, pentru că avem și aici motive de îngrijorare odată cu reîncarnarea dihotomiei dintre "miezul" și "periferia" zonei Euro pricinuită de instaurarea în Italia a unui guvern populist, vădit antipatizant al instituțiilor europene. Programul acestuia pare a fi unul problematic, cel puțin din perspectiva intențiilor de relaxare fiscală (dificilă de digerat pentru o țară cu o datorie publică de peste 130%) și a politicilor privind migrația. În fine, ping-pong-ul geopolitic (a se vedea relația ură-dragoste dintre SUA și Coreea de Nord, demnă de un subiect de telenovelă, dar și dinamitarea de către SUA a acordului nuclear cu Iranul), precum și incertitudinile politice și economice în creștere din unele țări emergente (ex. Turcia, Argentina, Brazilia) reprezintă la rândul lor candidați buni dacă nu la un rol principal, atunci măcar la unul secundar în această dramă prin care trec în genere piețele financiare și în special piețele emergente.

Chiar dacă nu cunoaștem sursa scântei care a generat incendiul ce mistuie piețele emergente, cu siguranță însă știm combustibilul care îl întreține, și anume aprecierea dolarului SUA. Știm de asemenea că, asemeni focurilor din sălbăticie, ieșirile de capitaluri de pe aceste piețe emergente pot căpăta o viață proprie și după ce dolarul se va fi oprit din apreciere. În fine, noi, românii ar trebui să știm că deși suntem oarecum protejați de Marele Zid de Lichiditate ridicat de Banca Centrală Europeană și de Marele Zid al Ignoranței pe care l-am construit singuri în fața investitorilor străini prin politicile noastre economice, căldura incendiului de dincolo de ziduri se va face totuși simțită și ne va face să transpirăm.

Pentru că, să o recunoaștem, deja ne este cam cald. Chiar și după revizuirea descendentă a creșterii economice din ultimele trei trimestre ale anului 2017 și după înregistrarea unui prim trimestru palid din 2018, PIB-ul României rămâne cel mai probabil în teritoriul excesului de cerere sau al "supraîncălzirii", așa cum o sugerează și presiunile creșterilor salariale, precum și expansiunea continuă a deficitului extern (vezi Graficul 1). Și ne e cald nu doar la figurat, ci și la propriu, iar căldura excesivă și mai ales seceta are și ea repercusiuni, în special în sectorul agricol. Deja în luna mai am avut de-a face cu ceva surprize la capitolul prețurilor unor produse alimentare, care au făcut ca rata anuală a inflației (5,4%) să continue să accelereze peste așteptările noastre inițiale (de 5,2%). Deși vorbim deocamdată doar de un risc potențial aferent acestei veri și nu de alterarea scenariului de bază al prognozei noastre (de 4,1% pentru creșterea PIB și de 3,7% pentru inflația dec 2018/dec 2017), un "șoc negativ" la adresa producției agricole din vară-toamnă reprezintă o sabie cu două tăișuri: pe de o parte poate "înțeapa" prețurile produselor alimentare, într-un moment când inflația e deja una îngrijorătoare, iar pe de altă parte poate lovi în activitatea economică, într-un moment când și așa PIB-ul se află la podea (a se vedea creșterea trimestrială de 0,04% a acestui indicator din trimestrul I 2018).

Grafic 1. Creșterea dezechilibrelor macroeconomice generate de expansiunea excesivă a cererii interne



Sursa: Institutul Național de Statistică, BNR

Să revenim însă la Revoluția noastră, aceea a conștientizării Riscurilor. Așa cum spuneam mai devreme, dacă această paradigmă va persista, investitorii străini de pe piețele financiare vor fi din ce în ce mai atenți la combinația toxică pe care o manifestă economia românească în ce privește creșterea concomitentă a salariilor, a inflației și a deficitului de cont curent, precum și a presiunilor asupra deficitului bugetar. Deși aceste tendințe se pot dovedi temporare sau pot fi induse de factori exogeni (a se vedea deficitul bugetar sau inflația care s-ar putea calma în a doua parte a anului), mănuiitorii de capitaluri știu cel mai bine procedura în caz de incendiu și vor căuta drumul spre ieșire fără a mai sta pe gânduri.

Am spus "dacă paradigma va persista", pentru că această Revoluție se dovedește încă a fi una capricioasă. Conform datelor Institutului Internațional al Finanțelor (IIF), fluxurile de investiții de portofoliu au manifestat o volatilitate crescută în acest an, ieșirile de capitaluri alternând cu intrări de capitaluri la intervale relativ scurte de timp. Spre exemplu, după o lună mai dominată de ieșiri de capitaluri, începutul lunii iunie a venit cu o calmare și chiar o reversare a acestora, pentru ca de la mijlocul acestei luni să

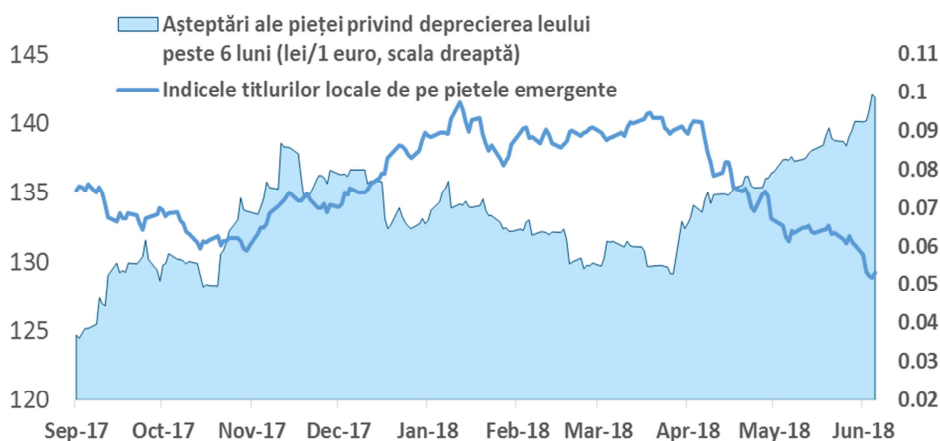
asistăm la o recrudescență a pesimismului pe piețele emergente, odată cu noile amenințări de tarife de import din partea lui Trump și cu mesajul Rezervei Federale ce întrevide alte 2 creșteri de dobândă în acest an. În același timp, însă, alte tipuri de investiții orientate pe termen mai lung rămân încă puțin afectate de criza de încredere de pe piețe, astfel încât comunitatea analișilor e încă ezitantă în a estima impactul economic al tensiunilor comerciale și financiare. Dacă mă întrebați pe mine, cred că mai e loc suficient pentru ca pesimismul să mai crească și ca spirala neîncrederii să ducă prețurile activelor din piețele emergente mai jos.

La ce ar trebui să ne așteptăm de la autoritățile române în acest context? Amenințarea imediată este aceea de a fi prinși în iureșul ieșirilor de capital străin. Din fericire (sau din nefericire, depinde de perspectiva din care privim lucrurile), în ultima perioadă investitorii străini oricum nu prea s-au înghesuit să intre, așa că deocamdată nu pare a fi înghesuială nici la ieșire. Cu toate acestea, ușa de ieșire a piețelor românești e destul de strânsă (adică lichiditatea e mică, fluxurile de tranzacționare firave), astfel încât chiar și un grup mic de investitori grăbiți pot crea deranj. În acest sens, datele pe care le avem pentru luna mai cu privire la rezervele valutare ale BNR, coroborate cu mișcarea idiosincronică de întărire a leului (venită pe fundalul deprecierei monedelor din regiune) și cu dispariția leilor de pe piața monetară ne fac să credem că BNR a fost ceva mai activă pe piața valutară pe parcursul lunii mai, vânzând EUR contra leu în sume ce e posibil să se fi cumulat până la aproape 1 miliard de EUR. E posibil ca aceste eventuale intervenții să fi avut menirea de a preveni ca un astfel de deranj să se manifeste în evoluția cursului leului, în contextul în care piețele emergente din jurul nostru erau în picaj, după cum e de asemenea posibil ca BNR să fi vrut doar să "sterilizeze" din lichiditatea intrată în piață prin canalul fondurilor europene, eventual printr-o metodă mai puțin costisitoare și mai "definitivă" decât cea a atragerii de depozite de la băncile comerciale. Indiferent de motivație, efectul acestor intervenții suprapuse peste vârful de plată al taxelor și impozitelor de la finele lunii aprilie, a fost acela că surplusul de lichiditate de pe piața monetară a cam dispărut. În acest context și ținând cont și de tensiunile externe, nu e de mirare că dobânzile de pe piața monetară au "decolat" nițel, desprinzându-se de ancora dobânzii de politică monetară. Dacă BNR și capitalul străin vor continua să danseze acest tango năvălaș, va trebui cel mai probabil să ne revizuiam perspectivele relativ benigne pe care le avem cu privire la evoluția viitoare a dobânzilor la leu. Deocamdată am scos din presupunerile aferente proiecției noastre impactul excesului de lichiditate, astfel încât nivelul mediu al dobânzii de pe piața interbancară e prognozat să se situeze, în medie, în apropierea dobânzii de politică monetară. În cazul acesteia din urmă ne așteptăm în continuare la o singură creștere de dobândă în acest an, probabil în luna august (deși o creștere în luna iulie pare de asemenea plauzibilă). Credem că în evaluarea sa privind temperarea ritmului de creștere a dobânzilor BNR va ține cont nu doar de contextul extern, ci și de contextul intern, în care vor cântări greu încetinirea recentă a economiei, precum și perspectiva calmării inflației anuale începând cu luna septembrie (în lipsa manifestării riscurilor amintite aferente prețurilor la alimente). În acest scenariu, nivelul ROBOR pe 3 luni ar trebui să se tranzacționeze marginal peste nivelul de 3% până la finele acestui an. Pentru curs, vedem în esență același scenariu pe care l-am avut la începutul acestui an, respectiv o evoluție graduală până la un nivel de 4,70 la finele trimestrului al III-lea, respectiv 4,73 la final de an.

În fine, câteva cuvinte și despre politica fiscală. S-ar părea că problema acesteia rezidă în presupunerile prea optimiste cu privire la creșterea economică din acest an, prevăzută la 5,5% în proiecția bugetului, mult peste prognoza noastră de 4,1%. Trebuie însă avut în vedere că ceea ce contează pentru buget este evoluția PIB-ului nominal, adică PIB real plus evoluția prețurilor (a deflatorului PIB). Comisia Națională de Prognoză e foarte probabil însă să fi subestimat pe cea din urmă (2,1% față de estimarea noastră de peste 4%), așa încât așteptarea noastră pentru nivelul PIB nominal e de fapt similară cu cea proiectată de bugetul public. Mai mult, dacă e de presupus că încetinirea economiei să fi afectat încasările din TVA și alte impozite indirecte, evoluția peste așteptări a salariilor probabil că va acționa în compensație, măbind încasările din impozitul pe venit și din contribuțiile sociale. Dacă mai adăugăm la

acest tablou cei câțiva ași pe care Ministrul Finanțelor afirmă că îi are în mână, e posibil într-adevăr să mai supraviețuim un an cu deficitul sub control la 3% din PIB. Un astfel de scenariu este însă deja înglobat în prețurile titlurilor de stat la această oră, altminteri ecartul de randament al titlurilor cu scadențe lungi față de dobânzile de pe piața monetară nu s-ar tranzacționa la minimele ultimilor 3 ani. Cu toate acestea, riscurile cresc pe zi ce trece, atât în ce privește presiunea pe cheltuielile bugetare și implicit pe deficit, cât și în ce privește stabilitatea politică, în contextul intensificării controverselor privind legile Justiției. Mai mult, incertitudinile privind viitorul sistemului pensiilor private creează un potențial risc suplimentar în zona operațiunilor curente de finanțare a deficitului bugetar, în condițiile în care fondurile de pensii sunt consumatori fideli de titluri de stat. Toate aceste riscuri nu par a fi încă incluse în prețurile de tranzacționare ale titlurilor românești, dar dacă Revoluția Prevalenței Riscului asupra Randamentului va ajunge și la ușa noastră, examinarea va fi una cu raze infraroșii, iar verdictul s-ar putea să ne coste scump. Iar dacă ajungem în ochiul vijeliei, glumițele fine și discursurile naționaliste nu ne vor scăpa de belea. Dacă orice o poate face, aceea e credibilitatea în fața investitorilor. O astfel de credibilitate se câștigă însă în timp, prin comunicare activă, transparență sporită și mai ales prin consecvență în politicile publice.

Grafic 2. Indicele Bloomberg aferent prețurilor la titlurile de pe piețele emergente și așteptările pieței privind deprecierea leului la orizont de 6 luni (marja forward 6 luni) – deteriorare simultană în ultimele 2 luni



Sursa: Bloomberg

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

Economie reală	Apr 2018	Tendință curentă	Comentarii
Producția industrială, %var.an	+3,6%	→	Industria crește lent în prezent, la fel ca în zona euro
Lucrările de construcții, %var.an	-4,1%	↓	Scădere pronunțată a segmentului rezidențial după creșterile impresionante din 2017
Comerțul retail, %var.an	+6,7%	↗	Vânzări ridicate de bunurile nealimentare și carburanți în aprilie
Comerțul cu autovehicule, %var.an	+16,5%	↗	Creștere puternică a vânzărilor auto în luna aprilie susținută și de programul de înnoire a parcului auto
Servicii pentru populație, %var.an	+7,1%	↗	Evoluție dinamică a serviciilor oferite de hoteluri și restaurante
Servicii pentru companii, %var.an	+9,0%	↗	Accelerare a serviciilor de transporturi și IT care se bazează într-o mare măsură pe cererea externă
Exporturi de bunuri, %var.an	+9,7%	↗	Exporturile au performat mai bine în aprilie susținute de livrările de mărfuri către țările UE
Piața muncii	Apr 2018		
Salarii nete, %var.an	+14,7%	↗	Majorări salariale importante atât în sectorul public cât și în cel privat
Rata șomajului (Eurostat)	4,4%	→	Rata șomajului se află la minime istorice în prezent
Prețuri	Mai 2018		
Rata inflației, %var.an	5,4%	↗	Scumpirile legumelor, fructelor, combustibililor și tutunului au dus inflația în sus
Piețe financiare	Mai 2018		
ROBOR 3 luni (medie)	2,71%	→	Dobânzile interbancare au continuat să crească pe fondul absorbției lichidității de către BNR
Cursul EURRON (medie)	4,6587	apreciere leu	BNR a favorizat un leu mai puternic în luna mai, inclusiv prin operațiunile de absorbție a lichidității
Cursul USDRON (medie)	3,9239	depreciere leu	Întărirea dolarului în raport cu euro în condițiile crizei politice din Italia a dus la deprecierea leului față de moneda americană

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

Sursa: INS, BNR, Eurostat, BCR Cercetare

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

Activitate economică mai puternică în aprilie

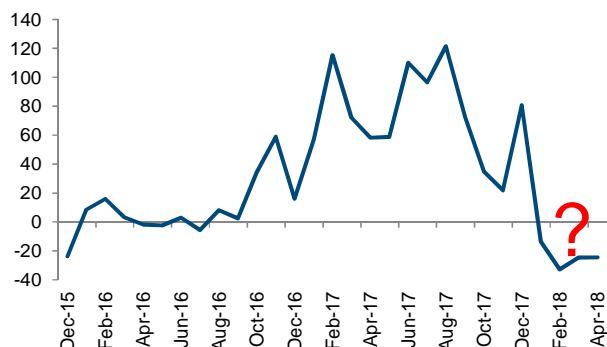
Evoluțiile economice din luna aprilie au fost mai bune decât cele din martie, dar datele calde au alternat cu unele reci ceea ce ne face să fim moderat optimiști pentru perioada următoare. Sunt toate șansele ca în trimestrul al doilea să avem o creștere economică mai puternică decât cea din primul trimestru, după cum este foarte posibil ca în tot anul 2018 să ne mulțumim cu un avans economic mai slab decât cel din 2017.

Indicatorii din zona consumului (comerțul retail și cel cu autovehicule, serviciile pentru populație) au arătat o dorință mai mare a populației de a merge în magazine și a cheltui, ceea ce se poate traduce și printr-o încredere mai bună. Dacă ne uităm la comerțul retail din aprilie vedem că populația a cheltuit bani mai ales pentru bunuri nealimentare și carburanți auto, achiziții pe care le-am putea considera mai puțin importante decât alimentele. Atât bunurile nealimentare cât și carburanții auto au crescut cu aproape 10% în aprilie 2018 față de aprilie 2017, în timp ce vânzările de produse alimentare, băuturi și tutun au fost mult mai lente, avansând cu 3%. Evoluții bune au fost înregistrate și de comerțul cu autovehicule și de serviciile pentru populație, dar aici credem că au existat și unii factori care nu vor mai ajuta la fel de mult în lunile următoare – lansarea programului de înnoire a parcului auto a condus la vânzări mai ridicate de autovehicule noi, în timp ce afacerile din domeniul hotelier și al restaurantelor au fost ajutate de vremea frumoasă din aprilie după o lună martie capricioasă.

Am văzut că supermarketurile, micile magazine și showroom-urile auto au avut o lună plină în aprilie, însă nu se poate spune același lucru și despre activitatea fabricilor din România unde producția industrială a evoluat lent (+3,6% aprilie 2018 față de aprilie 2017). Pierderea vizibilă de viteză din lunile anterioare pare a se fi atenuat, însă nici creșterile nu sunt spectaculoase. Într-o notă similară au venit și datele din zona euro iar acest lucru s-a întâmplat nu numai în aprilie ci în fiecare lună de la începutul anului, ceea ce explică într-o măsură creșterile lente ale industriei românești.

Dacă datele despre consum sau industrie vi s-au părut banale, cu siguranță nu același lucru se poate spune despre construcțiile de apartamente și case de locuit. Evoluția sectorului rezidențial raportată de Institutul Național de Statistică în ultimele luni a trezit comentarii aprinse despre existența sau nu a unui blocaj, început de criză sau a unui stoc de locuințe nevândute pe piață.

Grafic 3. Creșteri reale ale lucrărilor de construcții rezidențiale (lună an curent / lună an precedent, %)



Sursa: INS

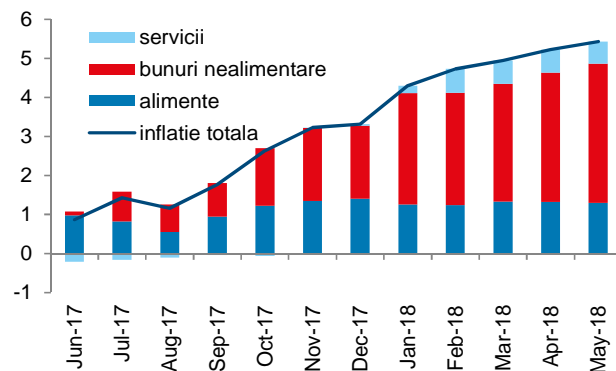
După creșterile explozive din 2017 (anul trecut activitatea din sectorul rezidențial a fost mai mare cu 70% față de 2016), primele patru luni din 2018 au adus date neașteptat de slabe. În aprilie, construcțiile de locuințe au scăzut cu 24% față de aprilie 2017, iar datele cumulate pe primele patru luni nu sunt deloc

mai bune, cu o cădere similară de 25%. Când spunem neașteptat de slabe ne referim în primul rând la nepotrivirea dintre datele statistice „de pe hârtie” și realitatea „din stradă”, adică ce vedem fiecare dintre noi atunci când mergem prin București sau prin alte orașe mari din țară – șantiere la tot pasul, târguri imobiliare unde ansamblurile rezidențiale se vând (sau se doresc a fi vândute) încă din stadiul de proiect, tranzacții în plină desfășurare cu terenuri intravilane. Și atunci de unde datele oficiale foarte slabe? Credem că metodologia de raportare a datelor despre construcții, unde indicatorii lunari se referă la lucrări terminate pe stadii fizice acceptate la plată de beneficiar, poate conduce la anumite perioade de raportare a unor date mai slabe, mai ales dacă ne gândim la ciclul lung de finalizare a locuințelor. Totodată era inevitabil ca după creșterile foarte puternice din 2017 să vină o temperare, însă nu neapărat o scădere atât de bruscă. O concluzie a noastră este că perioada următoare va aduce o anumită îmbunătățire a datelor oficiale despre construcțiile rezidențiale și credem că este prematur să vorbim despre o criză în sector în lipsa unor evenimente neprevăzute.

Rata inflației – de la o extremă la alta în doi ani

Scumpirile au continuat în luna mai iar rata inflației a atins 5,4%, un nivel la care puțini dintre noi se gândeau acum doi ani când România înregistra inflații negative, adică ieftiniri ale bunurilor de consum. În ultimele patru luni România a înregistrat și cele mai mari scumpiri ale bunurilor de consum din Uniunea Europeană, după ce tot acum doi ani se lăuda cu cele mai scăzute inflații de pe continent, e drept pentru o perioadă scurtă de timp. Am ajuns astfel de la o extremă la alta în numai doi ani atât într-o comparație cu ratele din trecut ale inflației noastre cât și într-o comparație cu inflația din celelalte țări europene, ceea ce nu este de dorit.

Grafic 4. Contribuții (puncte procentuale) la rata anuală a inflației



Sursa: INS, BCR Cercetare

Cine a contribuit cel mai mult la atingerea unei rate a inflației de 5,4% în luna mai? Scumpirile bunurilor nealimentare și-au pus cel mai mult amprenta, ele aducând 2/3 din această rată a inflației. Mai concret, combustibilii, tutunul, energia electrică și gazele au scos cei mai mulți bani din buzunarele consumatorilor. Prețurile mai mari ale alimentelor au contribuit cam cu un sfert la rata totală a inflației de 5,4%, în timp ce scumpirile serviciilor au fost cele mai mici, aducând restul de o zecime din creșterea totală a prețurilor.

Puteau fi evitate unele lucruri? Probabil că da, mai ales printr-un calendar mai bine ales al scăderilor și al creșterilor de prețuri administrate la energie electrică și gaze. Dacă în anul 2016 aveam ieftiniri la gaze naturale și energie electrică, acum vedem reversul medaliei respectiv scumpiri care nu fac altceva decât să aducă prețurile mai mult sau mai puțin acolo de unde au pornit.

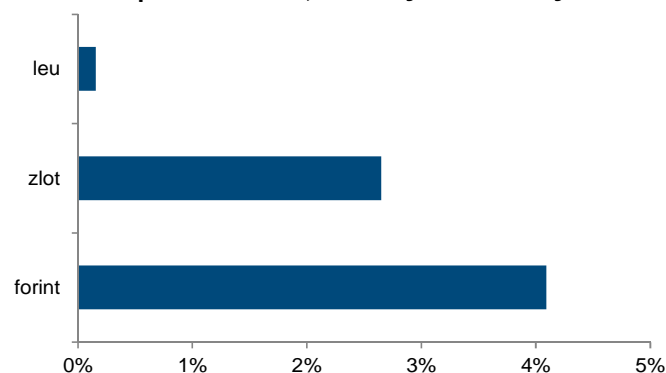
Ce urmează ? Credem că inflația se va menține între 3,5% și 5,5% până la mijlocul anului 2019, urmând apoi să scadă sub 3% doar pe un orizont mediu și lung de timp. Pentru politica monetară aceasta înseamnă reintrarea inflației în ținta BNR, pentru omul de rând înseamnă în primul rând creșteri mai mici de prețuri și păstrarea puterii de cumpărare.

Leul – să ne uităm puțin în jur

Se spune că pentru a fii fericit nu trebuie să te compari cu ceilalți. Dar cum fericirea omului determinată de evoluția cursului de schimb este un lucru complex, uneori nu strică să ne uităm la alte monede naționale din regiune.

Începând cu a doua săptămână a lunii iunie forintul maghiar s-a depreciat constant în raport cu euro, fiind sub presiunea investitorilor. În intervalul 7-18 iunie forintul a pierdut 2% din valoare, zlotul a cedat 1% în timp ce leul s-a depreciat cu doar 0,3%. Evenimentele externe au jucat un rol secundar în toată această evoluție, explicația principală fiind politică monetară foarte relaxată a băncii centrale de la Budapesta care și-a propus să mențină dobânzile cât mai scăzute pentru o perioadă cât mai lungă de timp cu scopul ajutării creșterii economice. Dacă în trecut această politică monetară cu multe inovații a funcționat în Ungaria, în prezent lucrurile par să se schimbe după ce impactul asupra monedei locale a fost cât se poate de clar.

Grafic 5. Deprecierea leului, zlotului și forintului față de euro în intervalul 29 decembrie 2017 – 18 iunie 2018 (%)



Sursa: BCE, BCR Cercetare

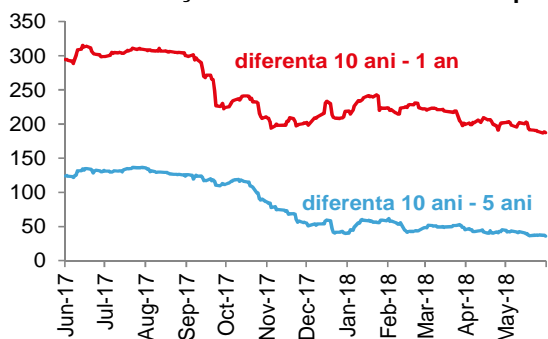
Revenind la noi, creșterile treptate ale dobânzii de politică monetară a BNR din 2018 și hotărârea băncii centrale de a nu permite variații mari ale cursului de schimb sunt puse într-o nouă lumină. Pentru moment România pare mai bine poziționată decât alte țări din regiune în fața turbulențelor generate pe piețele internaționale de politicile monetare ale FED și BCE, ceea ce sugerează o evoluție a leului care poate merge de la stabilitate până de o depreciere modestă de 1-2% într-un interval de 1-2 ani.

Evoluțiile obligațiunilor guvernamentale

Randamentele obligațiunilor în lei au crescut mai departe în ultimele două luni dar forma plată a curbei pentru scadențele lungi s-a păstrat în linii mari. Randamentele pe termen scurt au fost influențate din nou de înăsprirea condițiilor de lichiditate din piață în urma atragerii de depozite de la băncile comerciale de către BNR și au crescut cu 25-35 de puncte de bază, în timp ce randamentele pe termen lung au stat în continuare sub impactul evoluțiilor internaționale și au crescut cu o valoare modestă de 10 puncte de bază pentru scadența de 10 ani. Decizia de politică monetară a Băncii Centrale Europene a fost citită de investitori ca o păstrare pentru încă o perioadă a dobânzilor joase pe continent, ceea ce a consolidat

randamentele în lei pe termen lung la niveluri scăzute. Diferența dintre randamentele în lei la 10 ani și cele la 5 ani a atins un nou minim multianual la 37 de puncte de bază, în timp ce diferența între randamentele la 10 ani și cele la 1 an a fost de 190 de puncte de bază.

Grafic 6. Diferențele între randamentele în lei pe anumite scadențe (puncte de bază)



Sursa: BNR, BCR Cercetare

Ajungând la evoluțiile externe, România a fost privită mai bine decât Ungaria pe piețele de obligațiuni în ultimele două săptămâni când țara vecină a simțit efectele politicii sale monetare foarte relaxată într-un moment în care fluxurile de capital se inversează rapid. Aceasta arată încă o dată cât de repede se poate schimba percepția investitorilor chiar și după ce ei au părut a se obișnui în trecut cu orientarea neobișnuită a politicii monetare din Ungaria. În viitor, vedem obligațiunile românești pe termen lung ca fiind cele mai sensibile la un episod de vânzare bruscă început de investitori străini ca reacție la un eveniment extern și amplificat de vulnerabilități fiscale locale. Experiența Ungariei arată că nici nu este nevoie de o schimbare a datelor economice locale care oricum nu se pot schimba major în doar câteva zile, ci percepția și credibilitatea sunt cele mai importante. Un plan credibil și prezentat la timp de ținare sub control a deficitului bugetar este de mare importanță pentru România după cererile repetate ale Comisiei Europene în acest sens, cu toate că există și argumentul unei corelații slabe până în prezent între politica fiscală și randamentele obligațiunilor. Dar până atunci, următorul hop major pentru obligațiunile locale va fi momentul prezentării detaliilor tehnice ale reformei sistemului de pensii private din vară având în vedere că 60% din activele fondurilor private de pensii sunt investite în obligațiuni guvernamentale.

Pulsul economiei și al pieței financiare a fost luat de:

Eugen Sinca, Analist senior, Macro și titluri cu venit fix

Indicatori macroeconomici

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e
Economia reală								
PIB - %, variație reală	1.1	0.6	3.5	3.1	4.0	4.8	6.9	4.1
PIB - mld. RON	562	595	637	668	713	762	858	935
PIB per capita - mii EUR	6.6	6.6	7.2	7.5	8.1	8.6	9.6	10.2
Consum privat - %, variație reală	1.1	1.7	-2.4	4.4	5.7	7.4	9.0	5.2
Producția industrială - %, variație reală	7.5	2.4	7.8	6.1	2.7	1.7	8.2	5.1
Vânzări cu amănuntul - %, variație reală	4.4	4.1	0.5	6.4	8.9	13.5	10.7	6.0
Sectorul extern								
Exporturi bunuri și servicii - miliarde EUR	48.8	49.8	57.3	61.9	65.8	70.2	77.9	83.0
Importuri bunuri și servicii - miliarde EUR	56.5	56.6	58.4	62.6	66.7	71.8	81.9	88.4
Balanța bunurilor și serviciilor - % din PIB	-5.5	-4.8	-0.5	-0.3	-0.6	-0.9	-2.2	-2.7
Sold cont curent - % din PIB	-4.7	-4.5	-0.8	-0.5	-1.2	-2.1	-3.4	-4.0
Prețuri								
IPC - sf. perioadă (%)	3.1	5.0	1.6	0.8	-0.9	-0.5	3.3	3.7
IPC - medie (%)	5.8	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5	1.3	4.7
Piața muncii								
Rata șomajului - % (sf. per.)	7.2	6.8	7.1	6.8	6.8	5.9	4.9	4.6
Câștig salarial net - RON	1,444	1,507	1,579	1,697	1,859	2,046	2,336	2,626
Câștig salarial net - %, variație reală	-1.9	1.0	0.7	6.3	10.2	11.7	12.7	7.4
Sector public								
Sold buget consolidat - % din PIB (Eurostat)	-5.4	-3.7	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0	-2.9	-3.4
Datoria publică - % din PIB (Eurostat)	34.0	36.9	37.5	39.1	37.7	37.4	35.0	34.9
Dobânzi								
Dobânda de politică monetară - %, sf. per.	6.00	5.25	4.00	2.75	1.75	1.75	1.75	2.75
ROBOR 3 luni - %, medie	6.1	5.3	4.2	2.5	1.3	0.8	1.2	2.7
Randament obligatiuni 10 ani - %, medie	7.4	6.7	5.3	4.6	3.5	3.3	3.9	4.9
Curs de schimb								
EUR/RON (sf.per.)	4.32	4.43	4.48	4.48	4.52	4.54	4.66	4.73

Sursa: Banca centrală, Eurostat, INS, BCR Cercetare

Contacte Departamentul de Cercetare al BCR:

Horia Braun-Erdei	+4 (021) 312 67 73/10424	Horia.BraunErdei@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 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: 2018 Banca Comerciala Romana. Toate drepturile rezervate.