

BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației noiembrie 2018

Anul XIV, nr. 54

# Raport asupra inflației

## Noiembrie 2018

## **NOTE**

Unele dintre datele statistice au caracter provizoriu, urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.

Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a tabelelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor este permisă numai în scopuri educative și necomerciale și numai cu indicarea sursei.

Banca Națională a României  
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București  
tel.: 021/312 43 75; fax: 021/314 97 52

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

# Cuvânt înainte

Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor constituie obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României, politica monetară implementându-se, începând cu luna august 2005, în contextul strategiei de țintire directă a inflației. În cadrul acesteia, comunicarea activă a autorității monetare cu publicul deține un rol esențial, principalul instrument utilizat în acest scop de către Banca Națională a României fiind *Raportul asupra inflației*.

Pe lângă analiza celor mai recente evoluții economice, monetare și financiare și explicarea rațiunilor și manierei de implementare a politicii monetare în perioada precedentă, *Raportul* prezintă proiecția trimestrială a Băncii Naționale a României privind evoluția inflației pe un orizont de opt trimestre – inclusiv incertitudinile și riscurile asociate acesteia – și evaluează contextul macroeconomic recent și viitor din perspectiva deciziei de politică monetară.

Prin elaborarea și publicarea trimestrială – în concordanță cu frecvența ciclului de prognoză – a *Raportului asupra inflației*, Banca Națională a României își propune să ofere tuturor celor interesați posibilitatea de a înțelege cât mai bine cadrul său de analiză și implicit fundamentele deciziilor de politică monetară. Asigurarea transparenței și predictibilității politicii monetare sunt de natură a consolida credibilitatea politicii monetare și de a contribui astfel la ancorarea eficace a anticipațiilor privind inflația și la diminuarea costurilor asigurării și menținerii stabilității prețurilor.

Analiza prezentată în *Raportul asupra inflației* se bazează pe cele mai recente informații statistice disponibile la momentul redactării, astfel încât perioadele de referință ale indicatorilor utilizați sunt diferite.

*Raportul asupra inflației* a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 6 noiembrie 2018, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 octombrie 2018.

Toate edițiile acestei publicații sunt disponibile pe suport hârtie și pe *website*-ul BNR, <http://www.bnr.ro>.



# Cuprins

|  |    |
|--|----|
| Sinteză  | 7  |
| 1. Evoluția inflației  | 13 |
| 2. Evoluții ale activității economice  | 16 |
| 1. Cererea și oferta   | 16 |
| Casetă. Evidențe privind crearea și distrugerea locurilor de muncă în România        | 23 |
| 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă                | 26 |
| 2.1. Prețurile de import   | 26 |
| 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă                                     | 27 |
| 3. Politica monetară și evoluții financiare  | 30 |
| 1. Politica monetară   | 30 |
| 2. Piețe financiare și evoluții monetare   | 33 |
| 2.1. Ratele dobânzilor   | 33 |
| 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital  | 36 |
| 2.3. Moneda și creditul  | 38 |
| 4. Perspectivele inflației   | 41 |
| 1. Scenariul de bază   | 41 |
| 1.1. Ipoteze externe   | 41 |
| 1.2. Perspectivele inflației   | 43 |
| 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție | 46 |
| 1.4. Riscuri asociate proiecției   | 52 |
| Abrevieri  | 55 |
| Lista tabelor din text   | 56 |
| Lista graficelor din text  | 56 |



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

După ce a atins maximum ultimilor cinci ani în trimestrul II 2018, rata anuală a inflației și-a întrerupt, conform așteptărilor, traiectoria ascendentă, coborând la 5 la sută în septembrie, valoare ce a depășit cu 0,15 puncte procentuale prognoza *benchmark* din *Raportul asupra inflației* din august și cu 1,5 puncte procentuale limita superioară a intervalului asociat țintei staționare de 2,5 la sută ( $\pm 1$  punct procentual). Decelerarea ratei anuale a inflației de pe parcursul trimestrului III 2018 a fost imprimată atât de componentele exogene, cât și de inflația CORE2 ajustat, în principal ca rezultat al manifestării unui puternic efect de bază, trimestrul III 2017 fiind marcat de aglomerarea unor șocuri inflaționiste. Singurele influențe notabile în sensul creșterii ratei anuale a inflației din trimestrul III 2018 le-au avut prețurile legumelor, afectate de condiții climaterice, respectiv cel al gazelor naturale, sub impactul cotațiilor din piața concurențială internă. În același timp, rata medie anuală a inflației IPC a continuat să se majoreze până la 4,5 la sută în luna septembrie, avansul consemnat față de luna iunie fiind de 0,9 puncte procentuale. Un parcurs similar a cunoscut și rata medie anuală a inflației calculată folosind indicele armonizat (IAPC), care a urcat cu 0,9 puncte procentuale, de la 2,9 la sută în iunie la 3,8 la sută în septembrie. Ecartul indicatorului față de media europeană s-a majorat la 2 puncte procentuale, maximum ultimilor cinci ani.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a continuat traiectoria descendentă, până la 2,7 la sută în septembrie, de la 2,9 la sută în iunie. Grupa alimentelor procesate a avut încă o dată aportul decisiv, în contextul ieșirii din baza de calcul a indicatorului anual a șocurilor inflaționiste asociate problemelor de ofertă din 2017, coroborată unor presiuni nesemnificative pe acest segment în perioada curentă. Totodată, o parte a determinanților fundamentali a imprimat în cursul acestui trimestru o dinamică favorabilă inflației de bază. Astfel, moneda națională s-a apreciat ușor în raport cu euro, iar câștigurile salariale și-au temperat avansul în termeni anuali. În același timp, surplusul de cerere a continuat să avanseze, însă și-a atenuat viteza de creștere, iar așteptările privind inflația, atât cele ale analiștilor, cât și ale operatorilor economici au continuat să rămână ridicate, acestea din urmă înregistrând totuși o ușoară corecție. În aceste condiții, în pofida temperării de ritm de pe parcursul trimestrului curent, presiuni inflaționiste latente asociate indicelui CORE2 ajustat continuă să persiste.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a menținut în trimestrul II 2018 în apropierea celei înregistrate în trimestrul I (15,6 la sută), accelerarea ritmului de creștere a remunerării salariale fiind compensată de câștigurile în planul productivității. În schimb, în industrie, evoluția costurilor



salariale unitare a fost oscilantă, accelerarea din cursul trimestrului II, până la 6,5 la sută, fiind urmată de o corecție mai amplă în lunile iulie-august, până la 4,6 la sută, pe fondul avansului producției. Continuă să prezinte o relevanță sporită pentru dinamica ambilor indicatori persistența constrângerilor de natură structurală, îndeosebi cele care vizează inadecvarea cantitativă și calitativă a forței de muncă, ritmul anual de creștere a efectivului salariaților apropiindu-se de zero în industrie. Astfel, chiar dacă nu a cunoscut accelerări suplimentare, menținerea dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă la niveluri consistente indică acumularea în manieră persistentă de presiuni adverse la adresa poziției competitive a economiei.

## Politica monetară în perioada parcursă de la data *Raportului precedent*

În ședința din 6 august 2018, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, precum și a ratelor dobânzii la facilitățile de depozit și credit, la 1,5 la sută și, respectiv, 3,5 la sută pe an. Rata anuală a inflației IPC și-a stopat creșterea în luna iunie, rămânând la nivelul de 5,4 la sută, deasupra intervalului de variație al țintei de inflație. Stagnarea a avut loc în condițiile în care accelerarea creșterii în termeni anuali a prețului combustibililor și a prețurilor legumelor și fructelor a fost compensată de decelerarea dinamicii prețului produselor din tutun. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să scadă ușor, până la 2,9 la sută în luna iunie, de la 2,99 la sută în luna anterioară și 3,05 la sută în martie. Evoluția a fost indusă de segmentul produselor alimentare procesate și de cel al serviciilor, sub influența dinamicii prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare și a evoluției leului în raport cu euro. Cea mai recentă prognoză reconfirma perspectiva revenirii ratei anuale a inflației, la finalul anului curent, în apropierea limitei superioare a intervalului țintei.

Incertitudinile și riscurile asociate perspectivei inflației aveau ca principale surse evoluția prețurilor administrate (gaze și energie electrică), a prețurilor produselor alimentare, precum și condițiile de pe piața muncii și conduita politicii fiscale. Relevante rămăneau, de asemenea, evoluțiile viitoare ale prețului internațional al petrolului, ritmul creșterii economice și dinamica inflației în zona euro și în UE și, implicit, conduita politicii monetare a BCE și a băncilor centrale din regiune.

Ulterior, datele statistice au confirmat evoluția ratei anuale a inflației IPC pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului III în linie cu așteptările. Astfel, indicatorul a coborât la 4,56 la sută în luna iulie 2018 și a ajuns apoi la 5,06 la sută în luna august. Determinante au fost încă o dată influența factorilor pe partea ofertei și unele efecte de bază, cu impact asupra încetinirii ritmului de creștere a prețurilor administrate și a prețului combustibililor. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a redus ușor, până la 2,8 la sută în luna august, după ce atinsese în luna iulie 2,9 la sută, pe fondul evoluțiilor de la nivelul prețurilor produselor alimentare procesate și ale serviciilor. Datele provizorii indicau o ușoară reacelerare în termeni anuali a creșterii economice în trimestrul II 2018, la 4,1 la sută, de la 4,0 la sută în trimestrul anterior, consumul gospodăriilor populației rămânând principalul determinant al creșterii. Contribuția

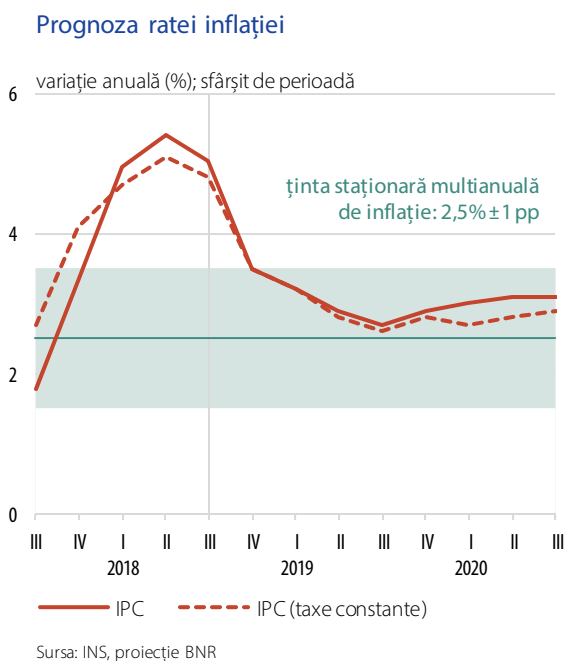
exportului net la avansul PIB, deși a rămas nefavorabilă, s-a îmbunătățit ușor comparativ cu trimestrul precedent, pe fondul unei decelerări mai evidente a ritmului de creștere a importurilor în raport cu cel al exporturilor.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 3 octombrie 2018, cele mai recente evaluări reconfirmau prognoza pe termen mediu din *Raportul asupra inflației* anterior. Evaluarea era în continuare grevată de riscuri și incertitudini semnificative, asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare și ale celor energetice (gaze, energie electrică și combustibili), la care se adăugau condițiile de pe piața muncii și conduita politicii fiscale. Relevante rămâneau și riscurile asociate perspectivei creșterii economice în zona euro și pe plan global și pericolului escaladării protecționismului comercial.

Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an. Totodată, acesta a reiterat importanța unui dozaj și a unei cadențe adecvate de ajustare a conduitei politicii monetare, din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste și a menținerii ratei anuale a inflației pe traiectoria evidențiată de prognoza pe termen mediu a BNR, în condiții de protejare a stabilității financiare.

## Perspectivile inflației

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC va atinge 3,5 la sută la sfârșitul anului 2018, 2,9 la sută la finele anului 2019 și 3,1 la sută la orizontul prognozei (trimestrul III 2020). Față de *Raportul* precedent, scenariul actualizat reconfirmă



proiecția pentru sfârșitul anului curent și o revizuește ascendent, cu 0,2 puncte procentuale, pentru decembrie 2019. Pentru finele anului 2018 contribuția inflaționistă a componentelor exogene a fost reevaluată în sus cu aproximativ 0,1 puncte procentuale, iar pentru sfârșitul anului viitor cu 0,2 puncte procentuale, în paralel cu actualizarea la valori mai reduse a prognozei ratei anuale a inflației CORE2 ajustat doar pentru sfârșitul anului curent. În aceste condiții, contribuția cumulată a componentelor exogene la rata anuală a inflației IPC este de 2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2018 și de 0,9 puncte procentuale la finalul anului 2019.

Pentru anul curent, reconfigurări mai ample la nivelul componentelor exogene au vizat dinamica prețurilor combustibililor (revizuire a contribuției față de *Raportul* anterior de 0,2 puncte procentuale), în timp ce pentru 2019 diferențele sunt explicate aproape în

totalitate de evoluția prețurilor administrate (reevaluare de 0,2 puncte procentuale). Rata anuală a inflației IPC calculată la taxe constante va urma un profil similar prognozei

inflației *headline*, diferențe între acestea fiind vizibile la finele anului 2019 (2,8 la sută, față de 2,9 la sută), pe fondul continuării majorării accizelor la carburanți și la produsele din tutun și băuturi alcoolice.

Scenariul de bază al proiecției reconfirmă temperarea semnificativă a creșterii economice pe parcursul anului 2018, urmată de o ușoară accelerare în cursul celui viitor. Comparativ cu anul 2017, profilul prognozat al dinamicii PIB reflectă tracțiunea de mai mică amploare din partea cererii interne, pe seama anticipării decelerării dinamicii consumului, afectat de atenuarea semnificativă a creșterii venitului disponibil real. În același timp, aportul formării brute de capital fix la creșterea economică este preconizat a se deteriora, componenta fiind marcată de contracțiile trimestriale înregistrate în prima jumătate a anului curent, cu perspective de ameliorare pe parcursul următorilor ani, dependente inclusiv de ritmul atragerii de fonduri europene alocate acestei categorii de cheltuieli și, implicit, de evoluția investițiilor derulate din fonduri publice. Contribuția exportului net este anticipată a rămâne negativă, cu o intensitate mai ridicată pe parcursul anului curent și mai redusă ulterior.

Conform scenariului de bază, deficitul de cont curent își va continua în 2018 tendința de majorare inițiată în anul 2015, dar ulterior va fi marcat de o aplatizare, fiind prognozat să rămână, pe termen mediu, sub valoarea de 4 la sută din PIB. În plan regional, însă, persistă divergența de poziționare a indicatorului, ce semnaleză acumularea într-un ritm mai rapid a dezechilibrelor macroeconomice în cazul României. Finanțarea deficitului extern este preconizată a fi acoperită, pe termen mediu, prin fluxuri de capital stabile și negenerative de datorie externă, însă pentru anul curent este grevată de volumul mai redus al atragerilor de fonduri europene structurale și de investiții aferente cadrului financiar multianual 2014-2020.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, nivelul deviației PIB a fost reevaluat în sus pe întregul interval analizat, în principal sub impactul evoluției peste așteptări a activității economice din trimestrul II 2018, cu impact persistent și asupra nivelului prognozat al variabilei. Ulterior acestui trimestru, deviația PIB va urma o traiectorie moderat ascendentă, urmată de o plafonare în cea de-a doua parte a anului 2019 și, ulterior, de o diminuare graduală, pe fondul reconfigurării către valori apropiate de cele neutre a setului condițiilor monetare reale în sens larg și al atenuării conduitei discreționare a politicii fiscale (i.e. impulsul fiscal). În aceste condiții, valoarea medie anuală a excedentului de cerere este estimată a fi în 2018 similară celei din 2017, însă mai ridicată în 2019, contribuția componentei la creșterea economică fiind, astfel, marginală în 2018 și pozitivă în 2019.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 2,5 la sută la sfârșitul anului 2018, 3,2 la sută la finele celui viitor și 3,3 la sută la orizontul proiecției, trimestrul III 2020. Valoarea pentru decembrie 2018 a fost revizuită în jos față de *Raportul* precedent cu 0,2 puncte procentuale, în timp ce pentru decembrie 2019 a rămas nemodificată. Din perspectiva factorilor fundamentali, reevaluarea pentru finele anului curent a survenit pe fondul plasării anticipațiilor inflaționiste la valori mai scăzute și previzionării unei evoluții mai favorabile a prețurilor bunurilor de consum

din import la acest orizont. În dinamică, presiuni inflaționiste asupra ratei anuale a inflației de bază continuă să provină din partea deviației PIB, precum și din cea a evoluției anticipate a prețurilor bunurilor de consum din import, dată fiind traiectoria preconizată a prețurilor externe.

Conduita politicii monetare este configurată în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și conservarea unui cadru macroeconomic stabil.

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază. Riscuri relevante continuă să fie asociate atât mediului intern, cât și celui extern.

Pe plan intern, se conturează ca extrem de relevante posibile reconfigurări ale dinamicilor componentelor exogene ale coșului de consum. Astfel, în cazul prețurilor administrate, planează incertitudini privind evoluția tarifelor la energia electrică și gazele naturale, decurgând fie din reglementări ale autorității de profil (de exemplu, stabilirea cotelor anuale obligatorii de achiziție a certificatelor verzi), fie din evoluții ale prețurilor din piața liberă (de exemplu, impactul prețurilor gazelor naturale de pe piețele internaționale asupra celor interne). În cazul produselor alimentare, rămân preocupante posibile efecte ale epidemiei de pestă porcină africană, deși, până în prezent, nu poate fi conturat un impact material asupra evoluției prețurilor interne provenind din această sursă.

Un factor de risc cu relevanță reconfirmată se referă la evoluțiile din piața muncii, pe de o parte pe seama menținerii gradului ridicat de tensionare a acesteia asociat deficiențelor structurale persistente, iar, pe de altă parte, date fiind incertitudinile privind eșalonarea și magnitudinea ajustărilor salariale prevăzute în legislația de profil în cazul salariaților plătiți din fonduri publice, precum și configurația finală a legii pensiilor. Prin impactul pe care l-ar exercita asupra dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației, înregistrarea unor abateri de la ipotezele incluse în scenariul de bază s-ar repercuta asupra traiectoriilor proiectate ale ratei inflației și creșterii economice.

Pe plan extern, prezintă o relevanță din ce în ce mai amplă decelerarea mai rapidă a activității economice de la nivel global, la care ar putea contribui potențiala escaladare a protecționismului comercial, dar și epuizarea tracțiunii exercitate de componenta ciclică a activității economice în cazul unor economii avansate, precum și o posibilă deteriorare a perspectivelor în unele economii de piață emergente, îndeosebi în Turcia. În situația materializării individuale sau simultane a acestor surse de risc, efectele asupra economiei românești s-ar transmite atât prin canalul comercial, cât și prin cel financiar, în acest din urmă caz putând fi accentuate de sporirea divergenței conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale. Efectele amintite ar putea fi potențate și de evoluția prețurilor internaționale ale materiilor prime, în ipoteza în care acestea vor consemna traiectorii ascendente.

În fața acestui set amplu de riscuri și incertitudini, se impune implementarea consecventă, pe plan intern, a unui mix echilibrat de politici macroeconomice, în paralel cu continuarea și aprofundarea reformelor structurale din economie, în vederea asigurării unei creșteri economice sustenabile, fără periclitarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

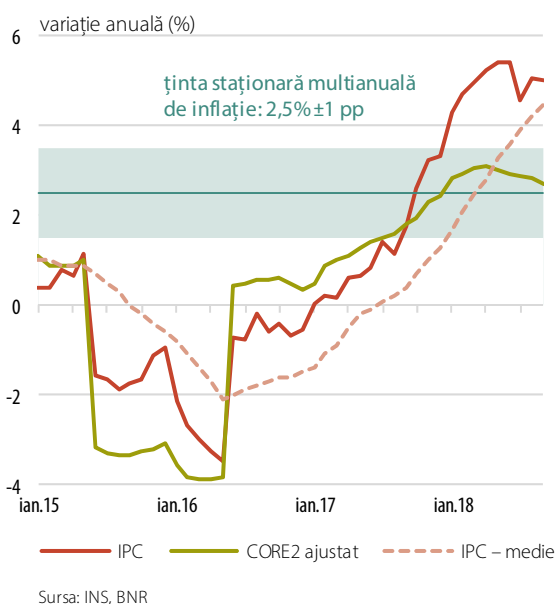
### **Decizia de politică monetară**

Având în vedere perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației până spre limita superioară a intervalului țintei de inflație în decembrie 2018, urmată de coborârea și menținerea acesteia în jumătatea superioară a intervalului până la finele orizontului actualei prognoze, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 6 noiembrie 2018 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută. În același timp, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,50 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

# 1. Evoluția inflației

După atingerea maximului ultimilor cinci ani în trimestrul II 2018, rata anuală a inflației și-a întrerupt ulterior traiectoria ascendentă, reducându-se la 5 la sută în septembrie (cu 0,4 puncte procentuale sub valoarea înregistrată în luna iunie), nivel situat în continuare sensibil peste limita superioară a intervalului de variație al țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual (Grafic 1.1). Decelerarea ratei anuale a inflației a fost imprimată atât de componentele exogene, cât și de inflația de bază CORE2 ajustat, în principal ca rezultat al manifestării unui puternic efect de bază, trimestrul III 2017 fiind marcat de aglomerarea unor șocuri inflaționiste. Dincolo de aceste influențe statistice, la parcursul favorabil al IPC au contribuit aprecierea marginală a monedei naționale față de euro, atenuarea dinamicii anuale a veniturilor salariale, plafonarea așteptărilor privind inflația, în contextul unui surplus de cerere în economie în extindere ușoară.

Grafic 1.1. Evoluția inflației

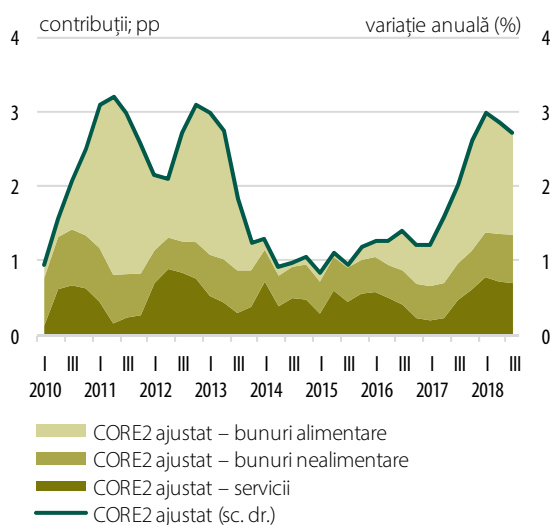


Grupa bunurilor energetice a avut principalul aport la diminuarea ratei anuale a inflației în trimestrul III 2018. Astfel, pe filiera componentelor cu prețuri administrate, decelerarea s-a datorat manifestării unui efect de bază asociat majorării ample a tarifului la energia electrică în luna iulie 2017 (generată de saltul prețului practicat pe piața concurențială). Suplimentar, în perioada curentă a fost consemnată o ușoară ieftinire, determinată de scăderea prețurilor aprobate pentru achiziția energiei electrice aferente serviciului universal, dar și a contribuției pentru cogenerare eficientă, începând cu 1 iulie. Efectul de temperare a inflației IPC a fost parțial estompat de creșterea cotei obligatorii de achiziție a certificatelor verzi (în luna august).

În ceea ce privește grupa combustibililor, traiectoria dezinflaționistă a fost determinată în bună măsură de ieșirea din baza de calcul a primei etape de majorare

a accizei la carburanți, implementată în 15 septembrie 2017. O contribuție în același sens a avut-o și parcursul descendent al cotației petrolului Brent în prima jumătate a trimestrului III, ca urmare a acordului OPEC+ de extindere a ofertei. Evoluția favorabilă pe piețele internaționale s-a dovedit a fi însă una temporară, prețul țițeiului revenind pe un trend puternic crescător după mijlocul lunii august, până la 85 USD/baril la finele intervalului, valoare situată în apropierea maximului ultimilor patru ani. Ascensiunea a avut loc pe fondul unor producții mai restrânse în state precum Venezuela sau Libia, dar și pe canalul anticipațiilor, dată fiind intrarea în vigoare a sancțiunilor împotriva Iranului în luna noiembrie, de natură a exercita o presiune suplimentară asupra ofertei globale.

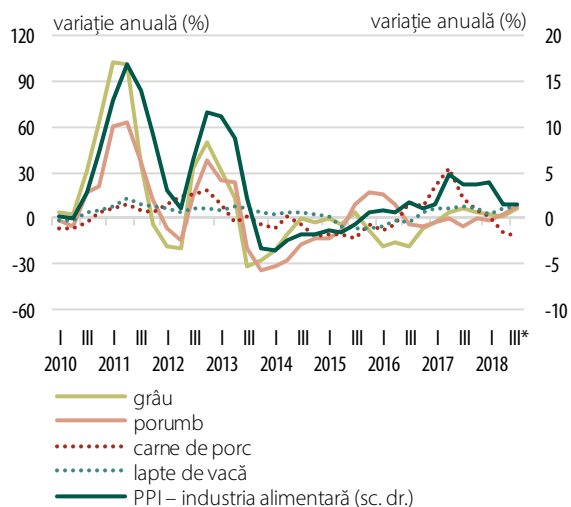
Grafic 1.2. Componentele inflației de bază\*



\*) exclusiv efectele directe ale modificărilor cotei TVA

Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.3. Prețurile agricole ale materiilor prime și prețul de producție în industria alimentară



\*) iul.-aug. 2018

Sursa: INS

În linie cu traiectoria indicelui agregat, inflația de bază CORE2 ajustat a înregistrat o atenuare a dinamicii anuale, până la 2,7 la sută în septembrie, nivel inferior cu 0,2 puncte procentuale celui consemnat la finele trimestrului anterior. Grupa alimentelor procesate a avut și de această dată un aport decisiv, pe măsură ce șocurile inflaționiste asociate problemelor de ofertă din 2017 în cazul cărnii de porc și al unor produse lactate au ieșit din baza de calcul (Grafic 1.2). Intervalul iulie-septembrie 2018 nu a fost marcat de presiuni semnificative din partea prețurilor de consum ale bunurilor alimentare. Dacă producția de cereale s-a dovedit bogată în România, recolta agregată la nivelul UE s-a plasat sub media ultimilor cinci ani, sub efectul condițiilor meteorologice nefavorabile, astfel că prețurile externe ale grâului și porumbului au urcat cu mai bine de 10 la sută peste nivelurile din perioada similară a anului 2017. Este de așteptat ca aceste evoluții să fie preluate în timp de către prețurile de consum practicate pe plan local, date fiind relația strânsă dintre cotațiile materiilor prime externe și interne (corelație de peste 85 la sută) și influența acestora asupra prețurilor de consum autohtone<sup>1</sup>. Un alt segment guvernat de incertitudini este cel al cărnii de porc, pe fondul răspândirii focarelor de pestă porcină africană, sacrificările realizate fiind de natură a reduce semnificativ oferta disponibilă pe plan local pe termen mai îndelungat. Cu toate acestea, surplusul inițial de ofertă generat de dorința valorificării animalelor neafectate încă de acest virus a făcut ca pe parcursul trimestrului III să nu fie decelabile presiuni ascendente asupra prețurilor de consum sau de producție (Grafic 1.3).

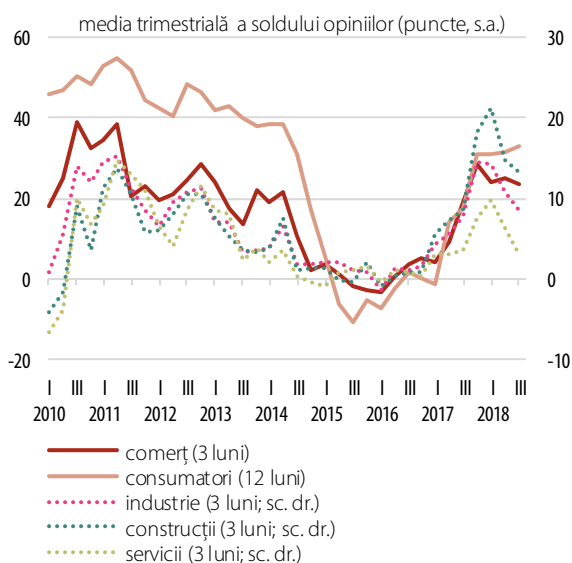
Suplimentar acestor factori, o linie ușor descrescătoare a dinamicii anuale a inflației de bază este sugerată în același timp de semnalele din sfera determinantilor

fundamentali. Astfel, câștigurile salariale și-au temperat avansul în termeni anuali (rămânând totuși la valori consistente – peste 10 la sută), tendință reflectată și de evoluția activității comerciale. În plus, anticipațiile operatorilor economici pe termen scurt privind inflația au înregistrat unele corecții, menținându-se însă înalte, în timp ce presiunile inflaționiste din partea surplusului de cerere par a se fi plafonat. În aceste condiții, coordonatele economiei locale pot fi considerate în continuare specifice unui mediu inflaționist, cu unele nuanțe de temperare.

<sup>1</sup> Spre exemplu, între cotația externă a grâului și prețul produselor de morărit și panificație practicat pe piața autohtonă există o relație de echilibru pe termen lung – o creștere cu 1 la sută a prețului materiei prime va adăuga aproape 0,4 puncte procentuale la majorarea prețului plătit de consumatori; în plus, prețul de consum al acestei categorii de bunuri preia în general creșterile, receptivitatea la scăderile consemnate de cotația materiei prime fiind redusă.

Singurele influențe notabile în sensul accelerării ratei anuale a inflației le-au avut prețurile legumelor, principala cauză reprezentând-o recolta deficitară de cartofi – produs cu o pondere semnificativă în coșul de consum al populației –, respectiv componenta gazelor naturale. Aceasta și-a accelerat puternic dinamica anuală în urma ajustării ascendente operate de către ANRE la 1 august 2018, în corelație cu evoluțiile cotației gazului din producția internă observate pe piața concurențială.

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



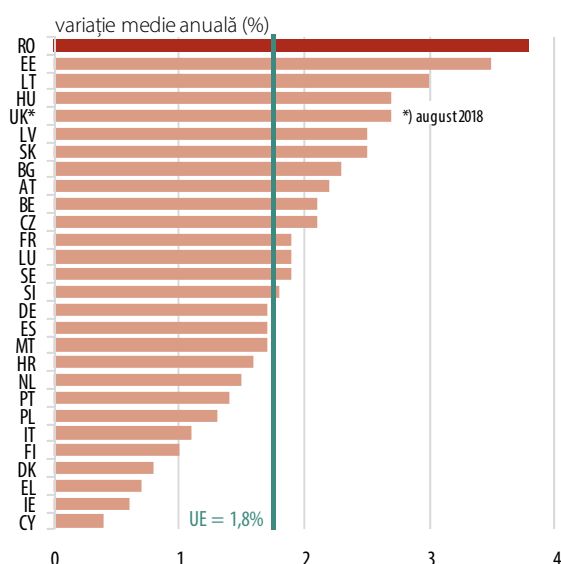
Sursa: Sondaj INS/CE-DG ECFIN

Anticipațiile pe termen scurt (3 luni) privind evoluția prețurilor au cunoscut o ușoară corecție pe parcursul perioadei iulie-septembrie 2018 în cazul tuturor operatorilor economici (comerț, servicii, industrie și construcții), în timp ce analiștii bancari și-au menținut proiecția de inflație pentru finalul anului marginal peste limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare. Totuși, așteptările analiștilor se păstrează ancorate în jurul valorii de 3 la sută pe orizonturile mai îndepărtate de timp – peste un an, la finalul lui 2019, respectiv peste doi ani. În antiteză, anticipațiile formulate de consumatori pentru orizontul de 12 luni au fost singurele care au urcat pe un palier superior trimestrului precedent (Grafic 1.4).

Exprimată ca medie anuală, inflația și-a continuat trendul rapid ascendent, în condițiile ieșirii din baza de calcul a ritmurilor diminuate mecanic de măsurile fiscale adoptate la începutul anului 2017, evoluție care va continua să fie vizibilă până la finele acestui an. Astfel, determinată pe baza metodologiei naționale, inflația medie anuală a atins 4,5 la sută în septembrie, în timp ce valoarea calculată conform structurii armonizate a urcat până la 3,8 la sută, cel mai ridicat nivel în rândul statelor membre ale UE (Grafic 1.5). În aceste condiții, diferența față de media europeană a avansat până la 2 puncte procentuale, valoare record a ultimilor cinci ani.

Față de proiecția elaborată în ediția din august a *Raportului asupra inflației*, nivelul înregistrat de rata anuală a IPC la finele trimestrului III 2018 a fost marginal superior (5 la sută, comparativ cu o prognoză de 4,9 la sută). Diferența s-a datorat în principal scumpirii ample a legumelor în luna septembrie, dar și majorării neanticipate operate la nivelul cotei obligatorii de achiziție a certificatelor verzi în luna august.

Grafic 1.5. IAPC mediu anual în UE – sep. 2018



Sursa: Eurostat

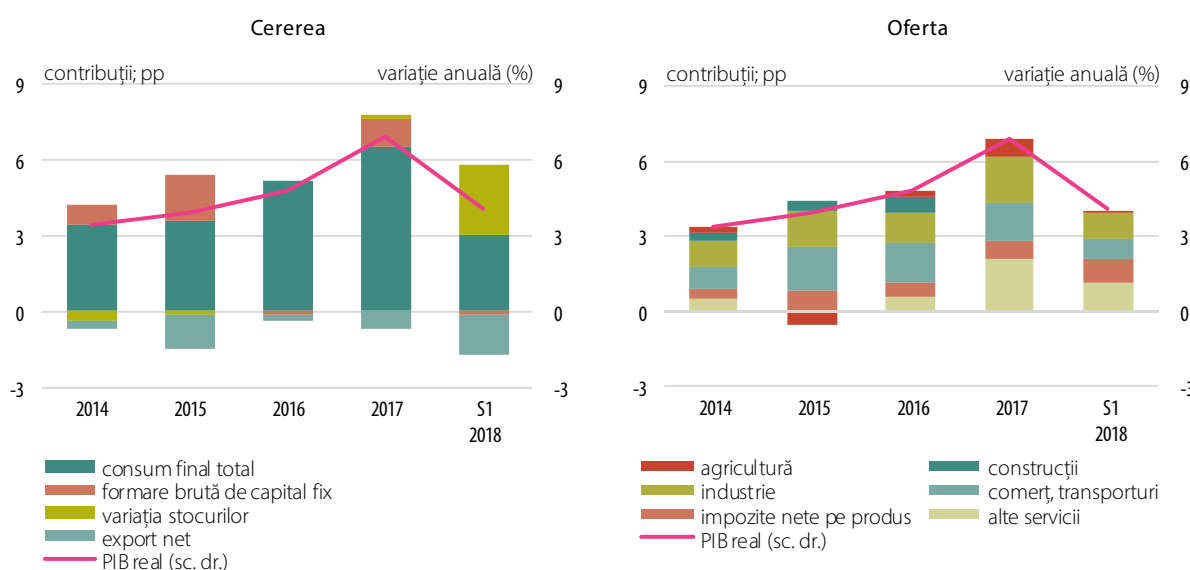


## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

Avansul în termeni anuali înregistrat de PIB real în trimestrul II a fost similar celui din primele trei luni ale anului curent (4,1 la sută), cererea de consum menținându-și poziția de factor determinant. În schimb, investițiile nu au mai repetat performanța înregistrată în cele trei trimestre anterioare, efectul de eroziune imprimat de contracția acestora asupra creșterii economice suprapunându-se peste aportul în continuare negativ al cererii externe nete. Se remarcă totuși faptul că, potrivit actualei versiuni a datelor de conturi naționale, componentele enumerate anterior nu reușesc să explice mai mult de 0,4 puncte procentuale din variația PIB – restul de 3,7 puncte procentuale corespunde contribuției aferente variației stocurilor, poziție care, în pofida denumirii, are un conținut economic redus<sup>2</sup> (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



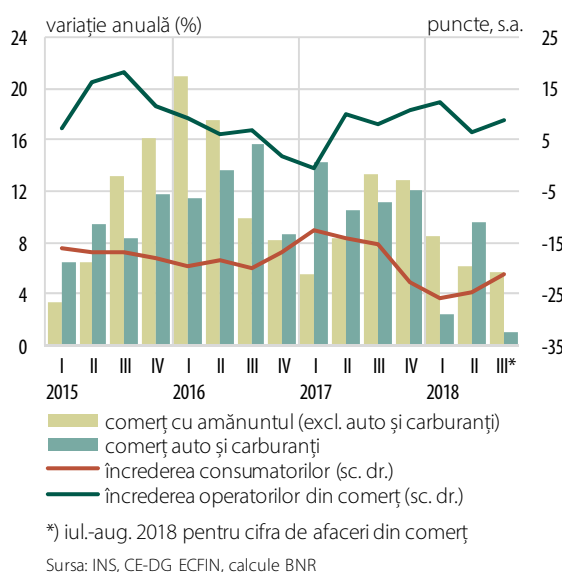
Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final al populației s-a majorat cu 3,6 la sută în termeni anuali, evoluție susținută de creșterea alertă a veniturilor reale. Comparativ cu trimestrul I, dinamica a pierdut în intensitate (-0,5 puncte procentuale), pentru perioada următoare existând indicii în sensul menținerii unui ritm anual pozitiv al cererii de consum, dar probabil mai temperat față de prima jumătate a anului. Astfel, din perspectiva resurselor financiare ale populației, perioada iulie-august a consemnat creșterea în continuare

<sup>2</sup> Din perspectivă istorică, această componentă este susceptibilă a suferi modificări de proporții cu prilejul revizuirii seriilor de conturi naționale.

robustă a veniturilor din salarii și pensii (tendență reflectată și în îmbunătățirea încrederii consumatorilor), în paralel însă cu o pierdere de ritm anual la nivelul resurselor nou-împrumutate, care este posibil să se prelungească având în vedere faptul că băncile comerciale estimează înăsprirea standardelor de creditare în trimestrul III (conform *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, august 2018). Semnale moderat optimiste sunt oferite și de indicatorii de încredere a operatorilor economici – în ușoară îmbunătățire pe segmentul comerțului, dar în atenuare pe cel al serviciilor (conform Sondajului DG ECFIN).

Grafic 2.2. Activitatea comercială și indicatori de încredere



Tendența de temperare a cererii de consum este sugerată, de altfel, și de activitatea de comerț și servicii de piață pentru populație, a cărei cifră de afaceri și-a frânat viteza anuală de creștere în perioada iulie-august, până la circa 4 la sută. Totuși, remarcabil este faptul că evoluția a fost localizată în esență pe două segmente – autovehicule și carburanți –, în timp ce la nivelul celorlalte componente volumul vânzărilor și-a păstrat dinamica alertă (Grafic 2.2). În cazul comerțului auto, temperarea ritmului anual poate fi asociată cu epuizarea puseului de cerere generat de perspectiva modificării la nivel european, începând cu 1 septembrie 2018, a procedurii de măsurare a emisiilor pentru autovehiculele noi – în acest context, *dealerii* auto au oferit reduceri de preț semnificative pentru mașinile aflate în stoc care nu mai puteau fi înmatriculate ulterior datei menționate. În ceea ce privește piața carburanților, vânzările și-au inversat traiectoria pe seama unui efect de bază (creșterea

semnificativă a achizițiilor în perioada premergătoare majorării accizei în toamna anului 2017), dar și ca urmare a creșterii constante a prețului carburanților pe parcursul ultimelor luni.

În trimestrul II 2018, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 10,5 miliarde lei (echivalent cu 1,1 la sută din PIB). Amplificarea sa față de cel consemnat în precedentele trei luni<sup>3</sup> – implicând totuși o atenuare a ritmului relaxării execuției bugetare față de cea din anul anterior<sup>4</sup> – a fost predominant rezultatul creșterii cheltuielilor bugetare totale<sup>5</sup> ca urmare a majorării unor componente de natură curentă (cu precădere a cheltuielilor de personal<sup>6</sup>, dar și a celor cu dobânzile, cu bunuri și servicii și cu asistența socială<sup>7</sup>), în sens opus acționând comprimarea

<sup>3</sup> 4,5 miliarde lei, echivalentul a 0,5 la sută din PIB.

<sup>4</sup> În trimestrul II 2017 s-a înregistrat un deficit de 7,8 miliarde lei (0,9 la sută din PIB), față de un surplus de 1,5 miliarde lei (0,2 la sută din PIB) în trimestrul precedent.

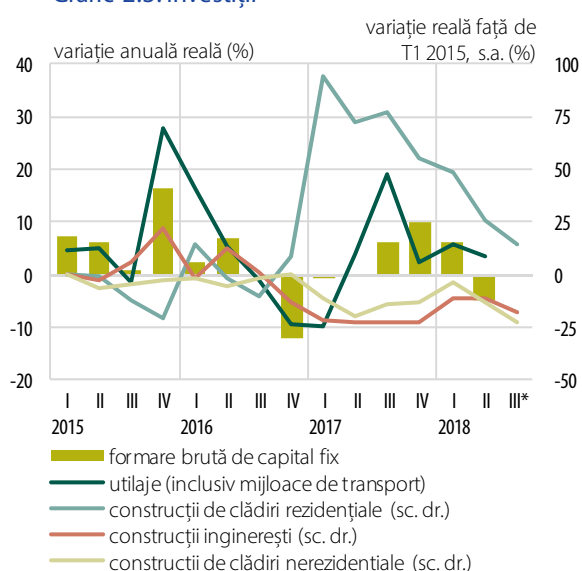
<sup>5</sup> Dinamica anuală reală a cheltuielilor a decelerat însă ușor în trimestrul II (la 10,4 la sută, de la 16,7 la sută în primele 3 luni ale anului).

<sup>6</sup> În contextul majorărilor salariale acordate începând cu luna martie personalului din sănătate și învățământ în baza Legii-cadru nr. 153/2017 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice.

<sup>7</sup> Inclusiv pe fondul devansării în luna iunie a plății unor sume aferente unei părți a cheltuielilor cu pensiile pentru luna iulie care se distribuie prin C.N. Poșta Română S.A.

cheltuielilor de capital<sup>8</sup>, a celor cu proiectele cu finanțare din fonduri europene și a celor cu subvențiile. La rândul lor, veniturile bugetare totale au scăzut ușor<sup>9</sup>, în principal pe fondul unor efecte de bază<sup>10</sup>, dar și al diminuării sumelor primite de la UE, impactul acestora fiind doar parțial compensat de plusul de încasări din contribuții de asigurări, din accize<sup>11</sup> și din venituri nefiscale.

Grafic 2.3. Investiții



\*) iul.-aug. 2018

Sursa: INS, calcule BNR

Cele două restrângeri trimestriale înregistrate de formarea brută de capital fix în anul curent au condus la inversarea dinamicii anuale a acestei poziții (-4,8 la sută în trimestrul II, față de +6,3 la sută în perioada anterioară). Rezultate mai slabe comparativ cu primul trimestru s-au înregistrat atât pe segmentul achizițiilor de echipamente, cât și pe cel al construcțiilor (Grafic 2.3). Pentru cea de-a doua jumătate a acestui an, este posibil ca investițiile de re tehnologizare să-și mențină panta ușor ascendentă, în timp ce în cazul construcțiilor se întrevăd evoluții mixte, apetitul mai temperat pe componenta rezidențială putând fi parțial contrabalansat de intensificarea livrărilor de spații nerezidențiale, dar și de mult așteptata redresare a investițiilor în infrastructură, condiționată de ameliorarea absorbției de fonduri europene.

Achizițiile de echipamente ale sectorului corporativ au continuat să se extindă, dar ritmul anual a pierdut în intensitate față de primele trei luni din 2018 (de la 5,8 la sută la 3,5 la sută), cu posibilitatea menținerii unei dinamici moderat pozitive și în următoarele luni, pe fondul unor semnale divergente conturate în perioada recentă – pe de o parte, portofoliul comenzilor interne adresate industriilor producătoare de bunuri de capital a înregistrat o creștere robustă în intervalul aprilie-iulie, iar creditele pentru echipamente și-au accentuat ușor panta ascendentă (până la 8 la sută în lunile iulie-august, variație anuală); pe de altă parte, influxurile sub forma participațiilor la capital și a profiturilor reinvestite de companiile străine<sup>12</sup> s-au înscris pe o traiectorie descrescătoare în aprilie-august. Preocupări mai vizibile în direcția acumulărilor de capital se conturează în domenii precum producția materialelor și a echipamentelor pentru construcții, fabricarea componentelor auto, industria alimentară. Astfel, proiectele de investiții vizează re tehnologizarea și extinderea capacităților existente, dar și deschiderea unor unități noi (inclusiv prin atragerea de investitori străini), o atenție în creștere acordându-se îmbunătățirii gradului de automatizare, protejării mediului sau creșterii calității produselor. Cu toate acestea,

<sup>8</sup> Scăderea acestora a reflectat inclusiv un efect de bază asociat cu efectuarea unor plăți aferente cheltuielilor în domeniul apărării în trimestrul I.

<sup>9</sup> În termeni anuali însă, acestea și-au accelerat ușor ritmul real de creștere față de trimestrul precedent (la 8,1 la sută, față de 6,5 la sută).

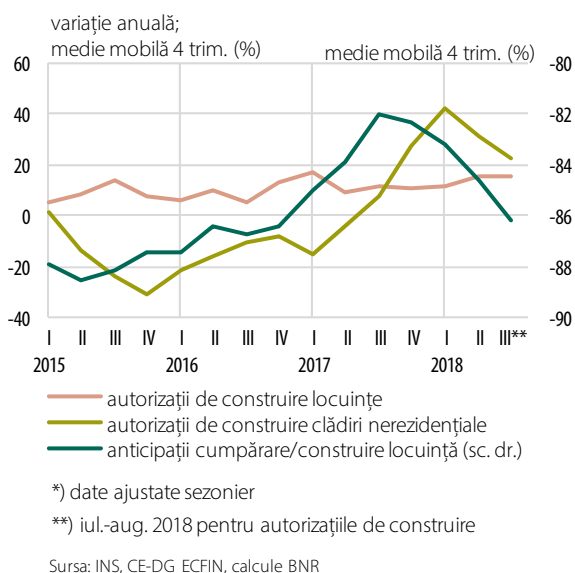
<sup>10</sup> Asociate încasărilor mai mari din impozite și taxe pe proprietate în trimestrul I (în contextul în care finele acestuia coincide cu primul termen de plată), respectiv din impozitul pe salarii și venit (în condițiile în care impactul scăderii cotei de impunere la 10 la sută s-a evidențiat începând cu încasările din februarie).

<sup>11</sup> Inclusiv ca urmare a majorării a accizelor la produsele din tutun începând cu luna aprilie.

<sup>12</sup> Valoare cumulată pe ultimele 12 luni.

acumulările de capital sunt departe de a-și fi atins potențialul, unul dintre factorii care explică această situație fiind deficitul de proiecte publice de infrastructură, a cărui remediere ar fi de natură a impulsiona întreaga activitate economică.

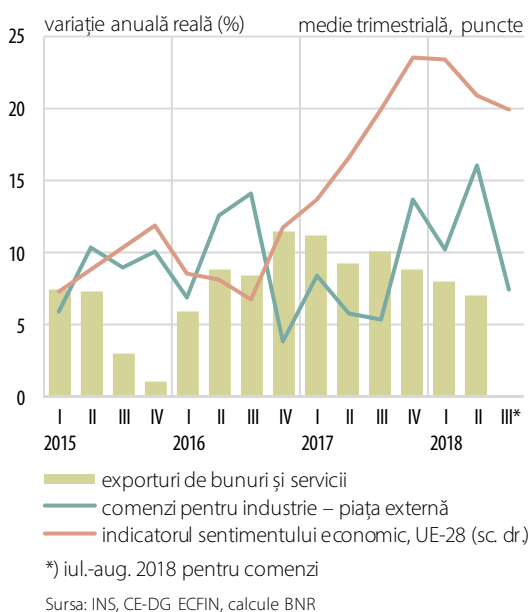
**Grafic 2.4. Perspective privind construcțiile de clădiri\***



Investițiile în construcții, de tipul obiectivelor noi și al lucrărilor de reparații capitale, au continuat să-și reducă volumul (cu 2,3 la sută în termeni anuali), evoluție atribuită declinului persistent al investițiilor publice (contractie reală cu circa 14 la sută<sup>13</sup>), dar și suflului în scădere al construcțiilor rezidențiale. În perspectivă, dacă în primul caz semestrul II ar putea aduce un anumit reviriment (în măsura în care procesul de atragere de fonduri nerambursabile din surse europene destinate proiectelor de infrastructură va marca o revigorare), în ceea ce privește construcțiile de locuințe o intensificare este puțin probabilă, semnale în acest sens fiind furnizate de înscrierea pe pantă descrescătoare a creditelor noi pentru locuințe și de menținerea pe un palier foarte modest a intenției populației de a cumpăra/construi o locuință în următoarele 12 luni (potrivit Sondajului DG ECFIN). Pe segmentul nerezidențial, evoluția moderat pozitivă a livrărilor de spații noi înregistrată

în semestrul I (datorată dublării spațiilor logistice comparativ cu perioada similară din 2017) va fi urmată probabil de o accelerare, anticipată de analiștii de profil la nivelul tuturor segmentelor (spații de birouri, comerciale și logistice) și mai pronunțată în exteriorul Capitalei (Grafic 2.4).

**Grafic 2.5. Exporturi de bunuri și servicii**



Exporturile de bunuri și servicii și-au atenuat ușor viteza de creștere comparativ cu trimestrul I (cu 1 punct procentual, până la 7 la sută, variație anuală), pe seama unor influențe temporare care au condus la contractia în termeni trimestriali a livrărilor externe în intervalul aprilie-iunie. Perioada următoare poate consemna însă o anumită redresare, după cum semnalează comenzile externe adresate companiilor industriale autohtone, al căror volum și-a păstrat dinamica anuală alertă în lunile mai-august (circa 10 la sută; Grafic 2.5).

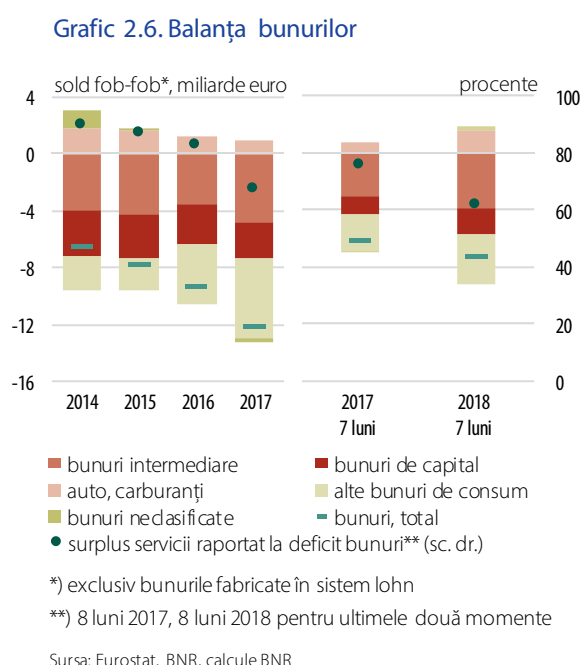
O contribuție importantă la decelerarea de ritm înregistrată de livrările externe este atribuită cererii mai reduse de componente auto adresate de partenerii străini, în contextul volatilității induse la nivelul producției auto europene de modificările din domeniul testării emisiilor. Un aport în același sens a

<sup>13</sup> Calcule pe baza datelor execuției bugetului general consolidat, utilizând ca deflator indicele costului în construcții ingineresti.

revent și industriei metalurgice (posibil în asociere cu reducerea cererii în sectorul auto extern, dar și cu incertitudinile generate de tensiunile comerciale pe plan internațional), precum și industriei de prelucrare a petrolului (ramură a cărei activitate prezintă în general fluctuații majore, asociate reviziilor tehnice periodice). În schimb, livrările de autoturisme și-au menținut avansul real la circa 30 la sută, ulterior lansării pe piețele externe a noilor modele (Dacia Duster, Ford EcoSport) la începutul acestui an. Totodată, intensificări ale variației anuale, până la niveluri de două cifre, au înregistrat în special livrările externe de mașini și echipamente, construcții metalice, echipamente de telecomunicații, produse chimice, nave și cereale.

Încetinirea de ritm a absorbției interne (atribuită îndeosebi cererii de investiții), precum și cea a producției destinate piețelor externe s-a regăsit și la nivelul achizițiilor din import (creștere anuală reală de 9,5 la sută, față de 11,5 la sută în trimestrul I).

Principala contribuție a venitului bunurilor intermediare (al căror import și-a redus la mai



puțin de jumătate dinamică anuală, până la 3,2 la sută), dar decelerări s-au produs și în cazul bunurilor de capital și al celor de consum (până la 7,1 și, respectiv, 5,7 la sută). O evoluție în sens opus au înregistrat importurile de autovehicule, al căror ritm anual s-a intensificat substanțial în trimestrul II (până la circa 16 la sută în termeni reali), evoluție asociată devansării unor achiziții, dat fiind contextul amintit mai sus.

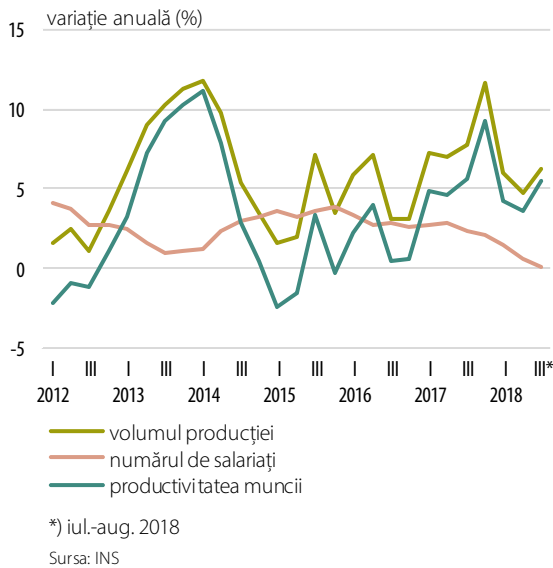
În aceste condiții, balanța bunurilor a continuat să se înrăutățească, deficitul cumulat în intervalul ianuarie-august 2018 fiind cu 1,5 miliarde euro mai mare față de aceeași perioadă a anului precedent (Grafic 2.6). În plus, încasările nete din servicii internaționale s-au diminuat ușor (în principal pe seama preferinței în creștere a populației pentru servicii externe de turism și transport), fapt care a antrenat o reducere a contraponderii oferite

dezechilibrului extern al bunurilor (până la 61,4 la sută, față de 75,4 la sută în ianuarie-august 2017). Deteriorarea ambelor poziții principale ale contului curent a condus la adâncirea cu 37,8 la sută a deficitului acestuia, până la valoarea de 5,8 miliarde euro.

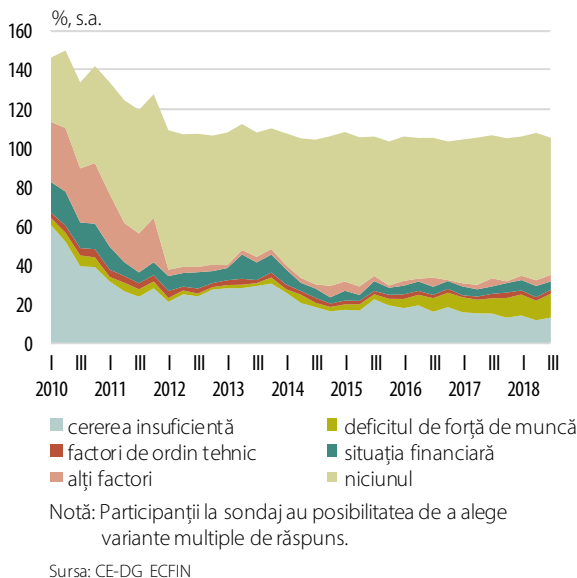
### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei s-a redresat în termeni anuali în trimestrul II 2018 (până la 5,6 la sută), reflectând însă în bună măsură intrarea în teritoriul negativ a ritmului de creștere a populației ocupate, evoluție vizibilă cel mai pregnant în sectorul agricol și cel al construcțiilor. De altfel, parcursul nefavorabil consemnat de activitatea investițională din economie, tendințele din piața muncii, precum și influențele pozitive în atenuare provenind din partea evoluției economice a zonei euro oferă o perspectivă reținută în ceea ce privește câștigurile de productivitate în perioada următoare.

**Grafic 2.7. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare**



**Grafic 2.8. Factori care limitează avansul producției industriale**



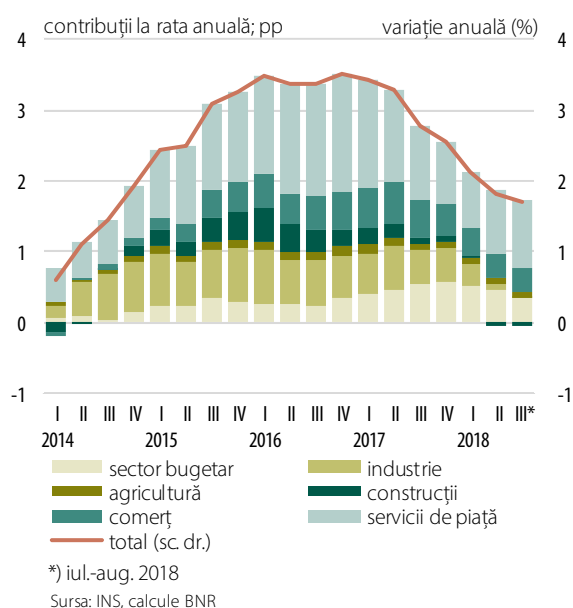
Cu toate că sectorul industrial și-a menținut dinamica productivității muncii pe ansamblul intervalului aprilie-august 2018 (+3,6 la sută în termeni anuali, ritm similar celui consemnat în trimestrul I), și la nivelul acestui segment merită semnalate o serie de evoluții în planul determinanților structurali. Astfel, câștigurile de productivitate au fost grevate de temperarea dinamicii anuale a investițiilor în utilaje și echipamente, posibil influențată de nivelul redus al capitalurilor subscrise de companiile cu acționariat străin în primul semestru al anului<sup>14</sup> (în special în sectorul manufacturier), dar și de suportul în continuare deficitar din partea investițiilor publice. În același timp, după majorările din ultimii șapte ani (de 2,5 la sută în medie), ritmul anual de creștere a efectivului de salariați în sectorul manufacturier a trecut ușor în teritoriu negativ în luna august 2018 (tendință care s-a regăsit și la nivelul industriei auto, principalul motor al revenirii industriei prelucrătoare în perioada postcriză), sugerând deteriorarea calității capitalului uman rămas disponibil (Grafic 2.7).

Din punct de vedere al factorilor cu influență ciclică, trimestrul II a fost caracterizat de o imagine mixtă. Pe de o parte, comenzile noi din piața externă către sectorul industrial au înregistrat o accelerare, aducând ponderea operatorilor a căror activitate este limitată de cererea insuficientă la un nou minim istoric, conform Sondajului DG ECFIN (Grafic 2.8). Pe de altă parte, singurul segment în care gradul de utilizare a capacităților de producție s-a îmbunătățit a fost cel al producției de bunuri de uz curent, iar ritmul mai lent de creștere a zonei euro observat de la începutul anului a fost însoțit de o deteriorare continuă a încrederii în industria prelucrătoare la nivel comunitar.

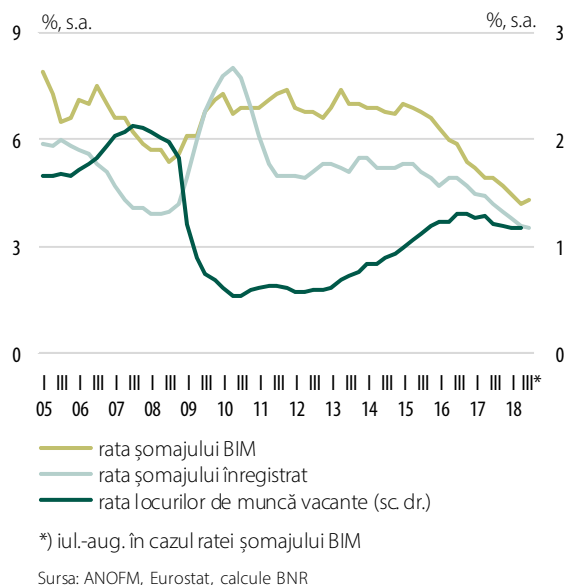
În perspectivă, există câteva semnale privind investiții cu potențial de a genera câștiguri de productivitate în ramuri ale industriei prelucrătoare precum industria alimentară, în contextul indicilor referitoare la apariția și dezvoltarea unor cooperative agricole de mai mari dimensiuni, industria materialelor de construcții și a construcțiilor metalice, care beneficiază în continuare de extinderi și deschideri de capacități de producție, și chiar în industria auto, pe fondul unor investiții direcționate către automatizarea proceselor de producție.

<sup>14</sup> Potrivit datelor Registrului Comerțului, capitalul social subscris de companiile străine în prima jumătate a anului 2018 a fost de 2,23 miliarde lei, în scădere cu 30 la sută față de semestrul I 2017 și al doilea cel mai redus nivel din ultimul deceniu (conform unei analize publicate în presă). Din primele 10 cele mai importante infuzii de capital, numai una a avut ca destinație industria prelucrătoare.

**Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie**



**Grafic 2.10. Șomajul și locurile de muncă vacante**



### Evoluții pe piața muncii<sup>15</sup>

În trimestrul II 2018, avansul efectivului salariaților din economie și-a păstrat tendința descrescătoare observată de la începutul anului 2017, dinamica anuală coborând sub 2 la sută pentru prima dată în ultimii trei ani, situație caracteristică și perioadei iulie-august 2018. De această dată, contribuția dominantă a venit decelerării cvasigeneralizate a ritmului angajărilor realizate în industrie (mai accentuată în cazul fabricării autovehiculelor), posibil în asociere cu derularea procesului de automatizare, la care s-a adăugat contracția numărului de salariați încadrați în construcții, date fiind lipsa investițiilor în infrastructură și frânarea activității sectorului rezidențial (Grafic 2.9).

Tendința descendentă a ritmului de creștere a personalului din economie este totodată rezultatul îngreunării procesului de recrutare, în condițiile în care oferta excedentară de forță de muncă s-a restrâns puternic. Indicatorii de șomaj s-au poziționat la sau în apropierea celor mai mici valori înregistrate după anul 2000 – atât rata BIM, cât și rata șomajului înregistrat au continuat să se comprime față de trimestrul I 2018, ajungând la 4,3 la sută în perioada iulie-august și respectiv 3,5 la sută în trimestrul III (Grafic 2.10). Un parcurs asemănător a înregistrat și șomajul pe termen lung, care a atins un minim istoric (1,8 la sută), iar numărul persoanelor care ar putea să muncească, dar nu caută activ un loc de muncă a revenit la valorile reduse consemnate în perioada anterioară crizei economice. La penuria ofertei de forță de muncă contribuie și emigrația masivă în rândul persoanelor în vârstă de muncă, mai ales tineri – în anul 2017, circa jumătate din numărul emigranților era reprezentată de persoane cu vârsta cuprinsă între 15 și 34 de ani, conform datelor INS. Prin urmare, condițiile pe piața muncii continuă să se tensioneze,

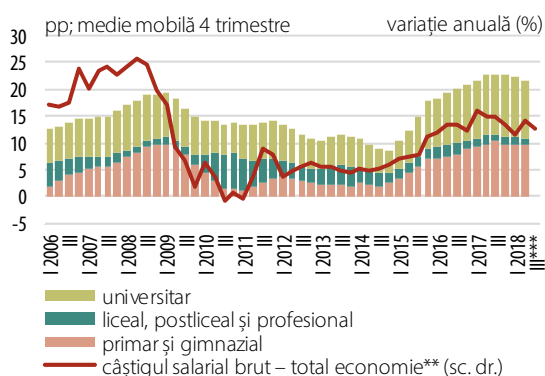
indicatorul revenind pe o pantă ascendentă, pe fondul stagnării ratei locurilor de muncă vacante. De altfel, procesul de creare a locurilor de muncă a fost guvernat, în medie, în perioada 2000-2016, de firmele tinere și de dimensiuni reduse, acestea fiind totodată și cele mai volatile, având contribuția dominantă la distrugerea locurilor de muncă din economie. Pentru a reduce aceste fluctuații este esențială crearea unui mediu de afaceri stabil printr-un cadru legal și de reglementare care să încurajeze cultura antreprenorială, precum și prin îmbunătățirea calității infrastructurii și a capitalului uman (a se vedea Caseta – Evidențe privind crearea și distrugerea locurilor de muncă în România).

<sup>15</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier, având ca surse principale INS, Eurostat și ANOFM.



Pentru finalul anului 2018, se conturează viziuni divergente privind evoluția numărului de salariați din economie. Pe de o parte, Sondajul DG ECFIN sugerează stabilitatea ritmului recrutărilor în industrie, servicii de piață și construcții, în timp ce în comerț așteptările privind noile angajări s-au îmbunătățit. Pe de altă parte, studiul Manpower indică cel mai puternic climat de angajare din ultimii 10 ani, cu o îmbunătățire considerabilă atât în construcții, cât și în comerț, iar în industrie este preconizată stabilitatea numărului de angajați.

**Grafic 2.11. Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii\* și câștigul salarial nominal brut**



\*) calculat ca sumă a modulelor diferențelor înregistrate pe fiecare nivel de instruire între oferta de forță de muncă (aproximată prin ponderea șomerilor cu un anumit nivel de instruire în total) și cererea de forță de muncă (aproximată prin ponderea persoanelor ocupate cu același nivel de instruire în total)

\*\*) exclusiv efectul transferului contribuțiilor sociale începând cu anul 2018  
 \*\*\*) iul.-aug. 2018

Sursa: Eurostat, INS, calcule și estimări BNR

Câștigul salarial mediu brut și-a intensificat dinamica anuală în trimestrul II 2018 până la 36,8<sup>16</sup> la sută (+3 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I), nivel menținut și în perioada iulie-august, avansul fiind antrenat în special de sectorul bugetar (+10,6 puncte procentuale, până la 47,4 la sută), în asociere cu majorările salariale acordate în învățământ și în sistemul public de sănătate în luna martie 2018. Un ritm alert continuă să se înregistreze și în sectorul privat, reflectând dificultățile întâmpinate de companii în procesul de recrutare a personalului. Astfel, indicatorul de necorelare a pregătirii candidaților cu cerințele recrutaților, deși în ușoară decelerare începând cu ultimul trimestru al anului 2017, continuă să se plaseze la un nivel ridicat, indicând un climat economic în care angajatorii sunt descurajați în a mai căuta persoane calificate<sup>17</sup> (spre deosebire de perioade de recesiune, în care lucrătorii sunt cei descurajați) și, prin urmare, acordă o atenție

sporită retenției angajaților curenți (Grafic 2.11).

### Evidențe privind crearea și distrugerea locurilor de muncă în România

Literatura de specialitate oferă evidențe empirice concludente privind importanța firmelor mici și tinere, în particular cele nou-înființate, în procesul de creare a locurilor de muncă<sup>18</sup>. Înlocuirea companiilor mature de către altele noi, mai productive și cu un grad de tehnologizare mai ridicat („distrugerea creativă”), reprezintă motorul avansului economic și al creșterii gradului de ocupare a forței de muncă<sup>19</sup>. Astfel, evaluarea importanței acestor două caracteristici ale companiilor – dimensiune (cuantificată aici prin numărul de salariați) și vârstă – este esențială, inclusiv din perspectiva adoptării unor posibile politici publice care să vizeze acest segment.

<sup>16</sup> Dinamica ridicată reflectă transferul contribuțiilor sociale datorate de angajatori în sarcina angajaților începând cu ianuarie 2018.

<sup>17</sup> Concluzie întărită și de indicele de percepție calculat de Consiliul Investitorilor Străini, jumătate dintre respondenți reclamând lipsa forței de muncă adecvate, față de numai un sfert în urmă cu doi ani.

<sup>18</sup> A se vedea Haltiwanger *et al.* (2013) și Fort *et al.* (2013) pentru economia SUA.

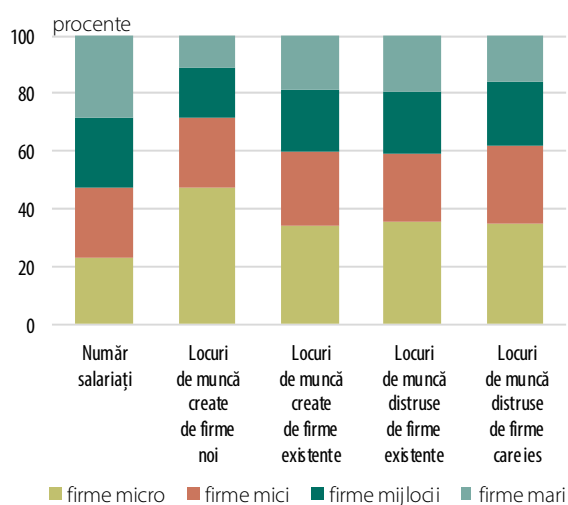
<sup>19</sup> A se vedea Gourio *et al.* (2014).



Caseta își propune cuantificarea și descompunerea fluxului de locuri de muncă create și distruse de către companiile din România în funcție de dimensiunea și vârsta acestora. Baza de date utilizată cuprinde informații bilanțiere anuale pentru universul firmelor cu capital majoritar privat din economie în perioada 2000-2016<sup>20</sup>. Prin definiție, în anul înființării, firmele participă doar la crearea de locuri de muncă. Analog, firmele care ies de pe piață contribuie doar la distrugerea de locuri de muncă (în anul următor ultimului an pentru care există informații bilanțiere). Pentru fiecare companie deja existentă, numărul de locuri de muncă create/distruse pe parcursul unui anumit an este definit ca fiind egal cu modificarea pozitivă/negativă a numărului de salariați în anul respectiv față de anul anterior.

Gruparea firmelor după dimensiunea acestora urmărește recomandările CE<sup>21</sup>: (i) firme micro (sub 10 salariați), (ii) mici (între 10 și 49 de salariați), (iii) mijlocii (între 50 și 249 de salariați) și (iv) mari (250 de salariați și peste). Apartenența fiecărei companii la un anumit grup este stabilită în funcție de media dintre numărul de salariați din anul curent și cel anterior (de bază)<sup>22</sup>.

Grafic A. Distribuțiile numărului și dinamicii locurilor de muncă în funcție de dimensiunea firmelor



Sursa: MFP, calcule BNR

Graficul A prezintă distribuțiile a cinci indicatori privind numărul și dinamica locurilor de muncă în funcție de dimensiunea firmelor: numărul total de salariați; numărul total de locuri de muncă create de firmele noi (care încep să depună declarații fiscale în anul respectiv); numărul total de locuri de muncă create de firmele existente (prin creșterea numărului de salariați față de anul anterior); numărul total de locuri de muncă distruse de firmele existente (prin reducerea numărului de salariați față de anul anterior); locurile de muncă distruse de firmele care ies de pe piață (care încetează să depună declarații fiscale în anul respectiv). Datele disponibile indică o distribuție aproximativ uniformă a numărului total de salariați în funcție de dimensiunea firmelor la care sunt angajați. Însă, firmele micro (sub 10 salariați) participă disproporționat mai mult la crearea de locuri de muncă atât prin intrarea pe piață a firmelor noi (reprezentând circa 47 la sută din total), cât și prin extinderea firmelor existente (34 la sută din total). În același timp, firmele din categoria micro sunt responsabile și pentru o pondere mai mare (relativ la ponderea pe care o dețin în numărul total de salariați din economie) a locurilor de muncă distruse, cu proporții de 35 la sută atât în cazul firmelor existente care își reduc personalul, cât și al firmelor care ies de pe piață. Spre deosebire de

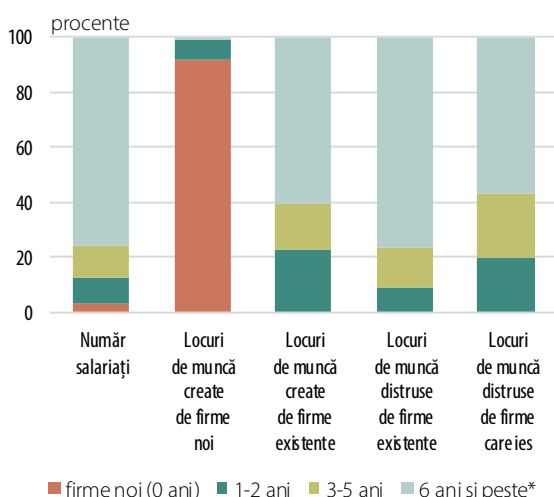
<sup>20</sup> Sursa datelor: Ministerul Finanțelor Publice. Datele nu includ sectorul financiar (secțiunea K a Nomenclatorului CAEN). În cazul firmelor care au date lipsă sau eronate pentru anumiți ani, numărul mediu de salariați a fost interpolat utilizând observațiile adiacente.

<sup>21</sup> A se vedea *Manualul utilizatorului pentru definiția IMM-urilor* disponibil la <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/15582/attachments/1/translations/ro/renditions/native+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=ro>.

<sup>22</sup> Utilizarea unei metode convenționale, respectiv stabilirea apartenenței în funcție de numărul de salariați din anul anterior (de bază), ar fi produs efecte de natură să supraestimeze atât rolul firmelor mici în procesul de creare a locurilor de muncă, cât și pe cel al firmelor mari în procesul de distrugere a locurilor de muncă. Pentru detalii a se vedea Davidsson *et al.* (1998).

firmele micro, companiile mari (cu cel puțin 250 de salariați) sunt mai stabile din punctul de vedere al fluxurilor de locuri de muncă, reprezentând ponderi inferioare celei aferente numărului de salariați din economie în cadrul procesului de creare a locurilor de muncă, dar și în cel de distrugere a acestora.

Grafic B. Distribuțiile numărului și dinamicii locurilor de muncă în funcție de vârsta firmelor



\*) inclusiv firme înființate înainte de anul 2001

Sursa: MFP, calcule BNR

Tabel A. Numărul mediu anual net de locuri de muncă create (2001-2016)

|                   | Firme micro | Firme mici  | Firme mijlocii | Firme mari | Total       |
|-------------------|-------------|-------------|----------------|------------|-------------|
| Firme noi (0 ani) | 58,2        | 24,3        | 17,3           | 12,7       | 112,5       |
| 1 an              | 20,5        | 12,2        | 7,5            | 1,9        | 42,1        |
| 2 ani             | 0,8         | 4,4         | 3,8            | 3,0        | 12,0        |
| 3 ani             | -3,0        | 1,0         | 0,8            | 2,0        | 0,9         |
| 4 ani             | -4,0        | -0,4        | -0,1           | 1,3        | -3,2        |
| 5 ani             | -4,1        | -0,9        | -0,5           | 1,1        | -4,4        |
| 6 ani             | -3,9        | -1,2        | -0,6           | 0,0        | -5,7        |
| 7 ani și peste*   | -36,7       | -22,1       | -25,6          | -20,7      | -105,0      |
| <b>Total</b>      | <b>28,0</b> | <b>17,3</b> | <b>2,6</b>     | <b>1,3</b> | <b>49,1</b> |

\*) inclusiv firme înființate înainte de anul 2001

Notă: Datorită rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor.

Sursa: MFP, calcule BNR

Graficul B reprezintă distribuțiile asemănătoare în funcție de vârsta firmelor. În cazul distribuției numărului total de salariați din economie se remarcă ponderea ridicată ce revine firmelor mature, cu vârsta de cel puțin 6 ani<sup>23</sup>. Acestea însă participă disproporționat mai puțin la crearea de locuri de muncă, dar și la procesul de distrugere a locurilor de muncă prin ieșirea firmelor de pe piață. Firmele noi și tinere (cu vârsta de cel mult doi ani) reprezintă doar 12 la sută din numărul total de salariați, însă creează aproape toate locurile de muncă noi prin intrarea pe piață<sup>24</sup>, precum și circa 23 la sută din cele create prin extinderea firmelor existente.

Intersecția informațiilor din cele două figuri este prezentată în Tabelul A. Acesta ilustrează fluxul net (locuri de muncă create minus cele distruse) anual mediu de locuri de muncă descompus pe categorii de firme grupate atât în funcție de dimensiune (pe coloane), cât și de vârstă (pe linii). În intervalul 2001-2016 sectorul privat a creat anual, în medie, un număr net de 49,1 mii de locuri de muncă. Se remarcă contribuția decisivă a companiilor de dimensiuni reduse și tinere, în particular firmele micro nou-înființate (care au creat anual peste 58 de mii de locuri noi de muncă). Fluxul net mediu de locuri de muncă devine negativ începând cu anul patru de la înființare, însă există eterogenitate în funcție de dimensiune. Astfel, firmele micro prezintă un dinamism mai accentuat și au un flux net negativ de personal (creează, în medie, mai puține locuri de muncă decât distrug) începând cu vârsta de trei ani, în timp ce perioada de extindere a personalului firmelor mari durează, în medie, până la șase ani.

Rezultatele sintetizate în această casetă certifică un grad semnificativ de eterogenitate privind dinamica locurilor de muncă la nivelul companiilor clasificate pe grupuri de

<sup>23</sup> Ponderea acestor companii este supraestimată prin asimilarea firmelor înființate înainte de anul 2001 acestui grup de vârstă, dată fiind lipsa informațiilor privind anul înființării pentru firmele existente în primul an al eșantionului (2000). Rezultatele calitative sunt însă similare în cazul analizei doar a firmelor înființate pe parcursul eșantionului disponibil (i.e. excluzând companiile existente în anul 2000).

<sup>24</sup> Prin construcție, locurile de muncă create prin intrarea companiilor noi pe piață ar trebui să fie atribuite integral firmelor cu vârsta de 0 ani. Ponderile nenule aferente firmelor de alte vârste în Graficul B (a doua coloană) se datorează cazurilor în care firma este creată având zero salariați, dar angajează personal în anii ulteriori înființării.

dimensiune și de vârstă. În particular, analiza evidențiază importanța firmelor mici și tinere, care contribuie într-o măsură disproporționat mai mare (relativ la ponderea salariilor în total economie pe care îi reprezintă) atât la crearea locurilor de muncă, cât și la distrugerea acestora. Alte caracteristici cu potențial impact asupra performanței sectorului de afaceri și care reprezintă obiectul unor cercetări suplimentare se referă la sectorul de activitate al firmelor și accesul la finanțare prin credite bancare.

#### Referințe

Davidsson, P., Lindmark, L., și Olofsson, C. – „The Extent of Overestimation of Small Firm Job Creation: An Empirical Examination of the Regression Bias”, *Small Business Economics*, Vol. 11(1), august 1998, pp. 87-100

Fort, T., Haltiwanger, J., Jarmin, R., și Miranda, J. – „How Firms Respond to Business Cycles: The Role of Firm Age and Firm Size”, *IMF Economic Review*, Vol. 61(3), august 2013, pp. 520-559

Gourio, F., Messer, T., și Siemer, M. – „What is the Economic Impact of the Slowdown in New Business Formation?”, *Chicago Fed Letter* Nr. 326, septembrie 2014

Haltiwanger, J., Jarmin, R., și Miranda, J. – „Who Creates Jobs? Small versus Large versus Young”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. XCV(2), mai 2013, pp. 347-361

## 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

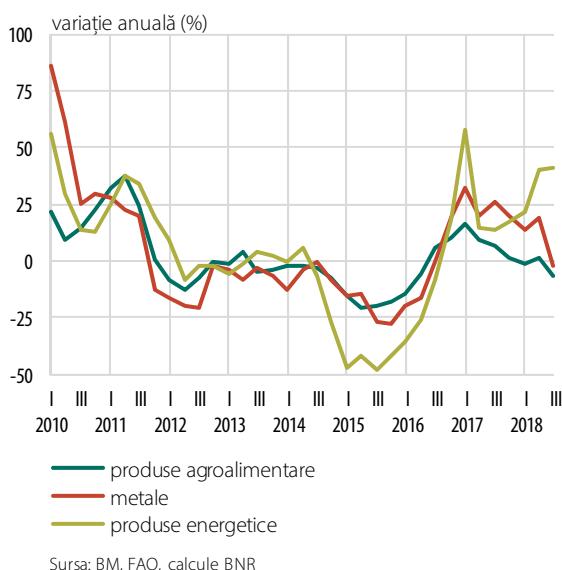
Avansul semnificativ al cotației petrolului Brent, care a depășit pragul de 80 de dolari SUA/baril spre finele trimestrului III 2018, s-a reflectat în accelerarea ratei anuale de creștere a prețurilor de import și a celor de producție de pe piața internă. În ceea ce privește prețurile de producție aferente bunurilor de consum, dinamica anuală a rămas pe un palier inferior valorilor ridicate observate pe parcursul anului 2017, în absența unor presiuni de creștere semnificative la nivelul prețurilor din industria alimentară, date fiind evoluțiile cotațiilor externe.

### 2.1. Prețurile de import

Cotațiile materiilor prime au urmat traiectorii divergente pe parcursul trimestrului III 2018 (Grafic 2.12). Prețurile bunurilor energetice s-au menținut pe o pantă ascendentă, atingând rate anuale de aproximativ 40 la sută. Pe lângă contribuția scăderii producției de petrol din Venezuela și Libia, oferta de profil a fost puternic afectată de diminuarea treptată a achizițiilor de țiței din Iran, pe fondul informațiilor referitoare la sancțiunile impuse de SUA, programate să intre în vigoare la începutul lunii noiembrie 2018. Efectul acestor influențe a fost doar parțial compensat de majorarea cu circa 1 milion de barili pe zi a volumului producției OPEC+<sup>25</sup>, convenită într-un nou acord încheiat în luna iunie. Astfel, cotația petrolului Brent a avansat până la un nivel superior pragului de 80 de dolari SUA/baril spre finele lunii septembrie (maximul ultimilor patru ani).

<sup>25</sup> OPEC+ este denumirea folosită pentru asocierea dintre membrii OPEC cu alți 10 producători, precum Rusia, Mexic sau Kazahstan, atingând cumulativ o pondere de 55 la sută din producția mondială.

Grafic 2.12. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



În schimb, variația anuală a prețurilor metalelor a intrat în teritoriul negativ în intervalul iulie-septembrie (-1,8 la sută, față de 19 la sută în trimestrul II), principalul factor fiind deteriorarea încrederii investitorilor, ca urmare a politicilor economice ale SUA<sup>26</sup>. Nici în cazul cotațiilor materiilor prime agroalimentare nu s-au manifestat presiuni ascendente în ansamblu, acestea limitându-se doar la piața cerealelor – cele mai recente estimări FAO indică o recoltă inferioară celei consemnate în anul precedent, în bună măsură ca rezultat al producției mai reduse din Europa. La nivelul alimentelor procesate (carne, lactate, uleiuri, zahăr) s-au înregistrat scăderi anuale generalizate, ca urmare a unui surplus de ofertă; totuși, pe segmentul cărnii de porc, nu sunt excluse creșteri de prețuri pe termen mai lung, în contextul unor diminuări de ofertă la nivel global asociate menținerii securității alimentare.

Indicele anual al valorii unitare<sup>27</sup> a importurilor a rămas supraunitar în trimestrul II 2018 (101,8 la sută), înregistrând o ușoară accelerare față de perioada anterioară.

Combustibilii și produsele petroliere și-au păstrat contribuția dominantă la această evoluție, pe fondul creșterii cotației internaționale a petrolului, efectul fiind augmentat de tendința de apreciere a dolarului SUA față de euro. IVU aferent metalelor comune și-a păstrat nivelul ridicat, consemnând însă o decelerare (105,5 la sută), tendință care este de așteptat să se accentueze în perioada următoare, dată fiind dinamica recentă a cotațiilor acestor mărfuri pe piețele internaționale.

În asociere cu tendința cotațiilor internaționale ale bunurilor agroalimentare, pe segmentul alimentar scăderile valorii unitare a importurilor au fost cvasigeneralizate (produse din carne, lactate, zahăr, grăsimi animale și vegetale), singurele excepții fiind localizate la nivelul cerealelor și al fructelor și legumelor, al căror IVU a înregistrat valori supraunitare. Pe segmentul bunurilor de consum nealimentare, evoluțiile s-au menținut mixte: decelerări sau scăderi pentru produsele semidurabile, respectiv accelerare în cazul mijloacelor de transport.

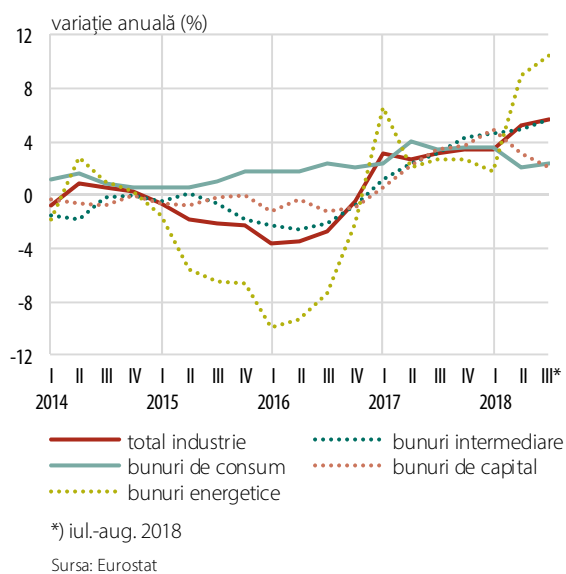
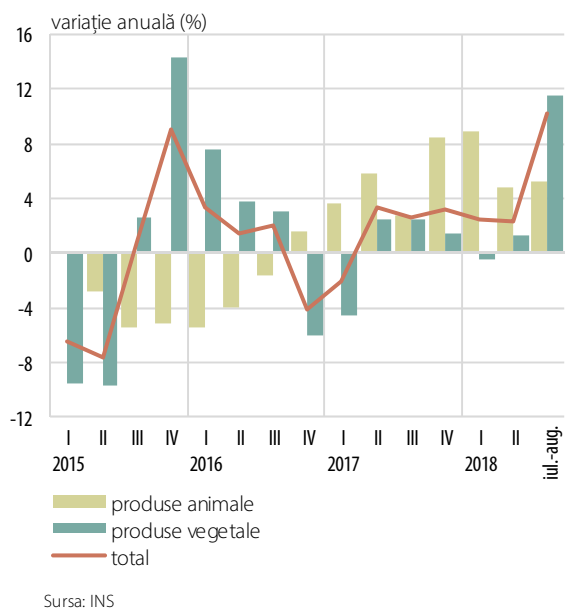
## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada iulie-august 2018, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a urcat la 5,7 la sută (+0,5 puncte procentuale față de trimestrul II), determinant în acest sens fiind avansul prețurilor bunurilor energetice și ale celor intermediare<sup>28</sup> (până la 10,5 la sută, respectiv la 5,7 la sută), imprimat de traiectoria

<sup>26</sup> De pildă, o politică monetară a SUA mai restrictivă implică majorarea costurilor de finanțare, dar și reducerea lichidităților în țările emergente, având potențiale efecte indirecte asupra cererii de metale; influențe suplimentare în acest sens au provenit din partea incertitudinilor induse în piețe de măsurile protecționiste adoptate de SUA, în special în relația cu China.

<sup>27</sup> Exprimat în euro.

<sup>28</sup> Sectoarele producătoare de bunuri intermediare folosesc intensiv produse energetice în procesul de fabricație.

**Grafic 2.13. Prețurile producției industriale pentru piața internă****Grafic 2.14. Prețurile producției agricole**

ascendentă pe care s-au poziționat cotațiile internaționale ale produselor energetice în ultimele luni. În schimb, variația anuală a prețurilor bunurilor de capital s-a temperat (-1 punct procentual, până la 2,1 la sută), în corelație cu aprecierea monedei naționale în raport cu euro în perioada analizată (Grafic 2.13).

În ceea ce privește bunurile de consum, rata anuală de creștere a prețurilor a avansat marginal până la 2,3 la sută (+0,2 puncte procentuale față de trimestrul II). Totuși, aceasta continuă să se plaseze pe un palier inferior mediei de peste 3,5 la sută înregistrate în intervalul T2 2017 – T1 2018, în contextul unui ritm mai moderat de creștere a prețurilor din industria alimentară, care au urmat tendința cotațiilor internaționale ale materiilor prime agroalimentare; de altfel, presiuni de creștere a prețurilor se conturează doar din partea cerealelor, întrucât, deși pe plan local recolta agricolă este estimată a se plasa la un nivel foarte ridicat, probabilitatea alinierii prețurilor interne la evoluțiile externe este ridicată (condițiile meteorologice nefavorabile din UE au antrenat majorări ale cotațiilor grâului și porumbului – variații anuale de 21 la sută și, respectiv, 12 la sută în trimestrul III 2018).

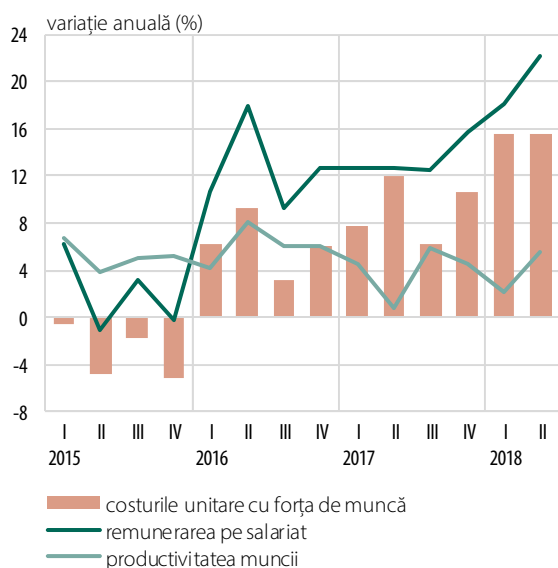
Astfel, dinamica anuală a prețurilor producției agricole pe piața internă a accelerat puternic în perioada iulie-august 2018, până la 10,3 la sută (+8 puncte procentuale față de trimestrul II; Grafic 2.14). Contribuția dominantă a venit segmentului vegetal (+10,3 puncte procentuale de la 1,3 la sută), unde, în linie cu tendințele observate pe piețele externe, majoritatea componentelor au consemnat intensificări ale ritmului anual de creștere a prețurilor; singura excepție s-a regăsit în cazul prețului semințelor de floarea-soarelui, care și-a adâncit scăderea în termeni

anuali. În ceea ce privește produsele de origine animală, rata anuală de creștere a prețurilor a înregistrat un avans marginal față de perioada precedentă (+0,5 puncte procentuale, până la 5,3 la sută), pe fondul unor evoluții mixte în structură: contracții mai ample în cazul cărnii de porc și intensificare de ritm în cazul laptelui și al cărnii de bovine și de pasăre.

### Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a menținut în trimestrul II 2018 la 15,6 la sută, accelerarea ritmului de creștere a remunerării salariale fiind compensată de câștigurile în planul productivității muncii

Grafic 2.15. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS

(Grafic 2.15). Menținerea valorii indicatorului la un nivel consistent (peste 10 la sută pentru al treilea trimestru consecutiv), reflectă persistența presiunilor exercitate de această componentă asupra poziției competitive.

În schimb, variația anuală a costurilor salariale unitare din industrie a urcat ușor în trimestrul II până la 6,5 la sută, pe seama încetării productivității, fiind urmată însă de o corecție în lunile iulie-august (până la 4,6 la sută), ca urmare a avansului producției. Totuși, sectorul prelucrător a fost singurul care s-a ajustat pe ansamblul perioadei aprilie-august, variația anuală a costurilor salariale unitare coborând la 5 la sută (-1,6 puncte procentuale), în principal ca efect al temperării ratei de creștere a câștigurilor salariale. Presiuni în scădere pe canalul ULC au fost observate în ramurile asociate activității de construcții – industria mineralelor nemetalice (și în contextul

măririi capacității de producție ca urmare a investițiilor realizate) și cea a construcțiilor metalice –, dar mai ales în industria auto și cea conexasă a echipamentelor electrice, unde trecerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a costurilor unitare a fost imprimată în principal de avansul productivității muncii. În schimb, în alte ramuri manufacturiere, precum industria de prelucrare a hidrocarburilor, industria de mașini și echipamente sau cea a altor mijloace de transport, presiunea costurilor salariale unitare s-a amplificat, pe fondul manifestării unor influențe conjuncturale sau a unor efecte de bază.

# 3. Politica monetară și evoluții financiare

## 1. Politica monetară

În lunile august și octombrie 2018, BNR a menținut neschimbate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,5 la sută –, precum și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare (la 1,50 la sută, respectiv 3,50 la sută). Totodată, banca centrală a păstrat ratele RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 8,0 la sută. Măsurile au vizat adecvarea condițiilor monetare din perspectiva readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de timp mai îndepărtat, în condițiile protejării stabilității financiare.

Contextul care a motivat decizia menținerii ratei dobânzii de politică monetară la 2,5 la sută în ședința Consiliului de administrație al BNR din luna august s-a caracterizat prin stoparea ascensiunii ratei anuale a inflației în luna iunie<sup>29</sup> și reconfirmarea perspectivei poziționării ei pe un trend descendent în semestrul II 2018, precum și prin decelerarea peste așteptări a creșterii economice în trimestrul I<sup>30</sup>, implicând, contrar previziunilor, o restrângere a excedentului de cerere agregată în acest interval. O plafonare, cel puțin temporară, a presiunilor inflaționiste pe partea cererii, mai cu seamă a celei de consum, era sugerată și de ușoara decelerare consemnată în trimestrul II de inflația CORE2 ajustat<sup>31</sup>. În același timp, condițiile monetare și-au atenuat mai pregnant caracterul acomodativ în luna iulie, în condițiile în care cotațiile relevante ale pieței monetare interbancare au crescut notabil, urcând și consolidându-se semnificativ deasupra ratei dobânzii de politică monetară, iar cursul de schimb leu/euro a manifestat o tendință de scădere, pe fondul relativei îmbunătățiri a apetitului global pentru risc și al diferențialului mărit al ratelor dobânzilor pieței locale față de cele prevalente în plan european și regional.

Totodată, prognoza pe termen mediu actualizată în acest context a evidențiat o perspectivă ușor ameliorată a inflației, rata anuală a acesteia fiind așteptată să coboare la 3,5 la sută în decembrie 2018 și apoi la 2,7 la sută la finele anului viitor<sup>32</sup>, în principal pe fondul semnificativelor efecte de bază dezinflaționiste asociate creșterilor

<sup>29</sup> Rata anuală a inflației rămânând la nivelul de 5,4 la sută, relativ similar celui din mai (5,41 la sută).

<sup>30</sup> La 4,0 la sută în termeni anuali, de la 6,7 la sută în trimestrul IV 2017.

<sup>31</sup> A cărei rată anuală s-a redus de la 3,05 la sută în martie la 2,91 la sută în iunie.

<sup>32</sup> Față de 3,6 la sută, respectiv 3,0 la sută în prognoza precedentă.

consemnate anterior de toate componentele exogene ale IPC<sup>33</sup>. Și traiectoria ratei anuale a inflației de bază a fost revizuită în jos, mai ales pe termen scurt, ea păstrându-și însă profilul descrescător până la finele anului curent, dar gradual ascendent ulterior<sup>34</sup>, în condițiile evidențierii tot mai pregnante începând cu trimestrul II 2019 a presiunilor inflaționiste așteptate să decurgă din cererea agregată și costurile salariale unitare, precum și din anticipațiile inflaționiste pe termen scurt și prețurile importurilor.

Presiunile excedentului de cerere agregată se anticipau a fi totuși mai puțin intense decât în proiecția precedentă, dată fiind probabila moderare mai pronunțată a expansiunii economice în anul 2018 decât cea previzionată anterior, urmată însă de revenirea ritmului său anual în linie cu cel potențial. Perspectiva presupunea o atenuare sensibilă, inclusiv în raport cu prognoza precedentă, a caracterului expansionist al politicii fiscale în 2018 și imprimarea unei atitudini neutre acesteia în 2019, precum și decelerarea dinamicii venitului disponibil real al populației, dar mai temperată decât s-a anticipat anterior. Totodată, ea asuma o scădere ceva mai lentă a gradului de acomodare a condițiilor monetare pe orizontul prognozei și o relativă îmbunătățire a absorbției fondurilor europene, având ca ipoteză și o creștere economică mai solidă în zona euro/UE și pe plan global, în raport cu precedentă prognoză.

Previțiunile privind economia europeană continuau să fie însă marcate de incertitudini, date fiind riscurile induse, inclusiv pe calea afectării încrederii investitorilor, de politicile comerciale protecționiste, dar și de negocierile și materializarea *Brexit*, precum și de volatilitatea pieței financiare internaționale. Pe plan intern, importante surse de incertitudini și riscuri erau sentimentul de încredere al consumatorilor și ritmul absorbției fondurilor europene, dar și condițiile de pe piața muncii și conduita politicii fiscale. Deosebit de relevantă în acest context era conduita politicii monetare a BCE și a băncilor centrale din regiune.

Evoluția ulterioară a ratei anuale a inflației a fost în linie cu așteptările, aceasta cunoscând în iulie o semnificativă corecție descendentă, la 4,56 la sută, și ajungând în august la 5,06 la sută – nivel ușor inferior celui prognozat –, în principal pe seama efectelor de bază asociate evoluției prețurilor administrate și celei a prețului combustibililor. Și componenta de bază a continuat să acționeze în sensul decelerării inflației, rata anuală a inflației CORE2 ajustat stagnând în iulie la 2,9 la sută și reducându-se apoi în august la 2,8 la sută – ușor sub nivelul prognozat –, pe fondul manifestării unor efecte de bază pe segmentul produselor alimentare procesate, al relativei întăriri a leului în raport cu euro, dar și al influențelor decurgând probabil din frânarea neașteptată de bruscă a cererii de consum în primul trimestru al anului curent, asociată cu atenuarea poziției ciclice a economiei.

<sup>33</sup> Prețurile administrate, prețul combustibililor, prețul produselor din tutun și prețurile LFO.

<sup>34</sup> Rata anuală a inflației CORE2 ajustat era anticipată să coboare la 2,7 la sută în decembrie 2018 (3,2 la sută în prognoza precedentă), iar apoi să avanseze și să se mențină până la finele orizontului proiecției la 3,2 la sută (comparativ cu un nivel de 3,4 la sută prognozat anterior).



Creșterea economică s-a reaccelerat însă ușor în termeni anuali în trimestrul II<sup>35</sup>, în condițiile unei majorări a dinamicii sale trimestriale, făcând probabilă o reamplificare peste așteptări a excedentului de cerere agregată în acest interval. Totodată, tensiunile de pe piața muncii s-au reintensificat, iar salariul mediu brut nominal și-a reaccelerat creșterea în termeni anuali. În același timp, dinamica costurilor unitare cu forța de muncă s-a majorat în industrie, iar pe ansamblul economiei a rămas pe palierul de două cifre, diminuându-se totuși ușor față de trimestrul I.

Principalele cotații ale pieței monetare interbancare s-au menținut la valori ridicate, chiar dacă și-au restrâns gradual ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară ulterior reinițierii de către BNR a operațiunilor *repo* în data de 6 august, în contextul reinstalării în această perioadă a unui deficit net de lichiditate pe piața monetară. Totodată, pe ansamblul trimestrului III, cursul de schimb leu/euro a continuat să se caracterizeze printr-o relativă stabilitate, atribuibilă, cel mai probabil, diferențialului considerabil al ratelor dobânzilor față de cele prevalente în plan european și regional.

Avansul în termeni anuali al creditului acordat sectorului privat a rămas robust în intervalul iulie-august<sup>36</sup>, iar variația componentei în lei s-a menținut pe palierul de două cifre, dar și-a accentuat ușor tendința descrescătoare, preponderent pe seama creditelor pentru locuințe și a celor acordate societăților nefinanciare. Ponderea în total a componentei în lei a continuat totuși să se mărească în iulie și a rămas apoi constantă în august, la 65,3 la sută. Lichiditatea din economie și-a încetinit însă creșterea anuală – în contextul relativei temperări a creării de monedă pe seama execuției bugetare și a fondurilor europene, – aceasta rămânând totuși la un nivel de două cifre<sup>37</sup>.

Proiecția pe termen scurt actualizată în acest context a reconfirmat perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației pe orizontul apropiat de timp în linie cu prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din august 2018. Semnificativa corecție descendentă așteptată a se produce în evoluția inflației în trimestrul IV 2018 era atribuibilă în principal efectelor de bază asociate creșterilor consemnate în anul anterior de toate componentele exogene ale IPC. Contribuția lor dezinflaționistă se anticipa a fi totuși mai modestă decât în cea mai recentă prognoză pe termen mediu<sup>38</sup>, un aport mai însemnat fiind probabil în cazul inflației de bază. Noile evaluări au reconfirmat și perspectiva decelerării sensibile a creșterii economice în trimestrul III – în mare măsură pe fondul unor efecte de bază negative –, succedată de o reaccelerare mai moderată a acesteia în trimestrul IV 2018, implicând o creștere ușor mai lentă a *gap*-ului pozitiv al PIB pe parcursul semestrului II decât în prognoza din luna august, dar la valori ușor superioare celor anticipate anterior, ca urmare a redeschiderii lui peste așteptări în trimestrul II.

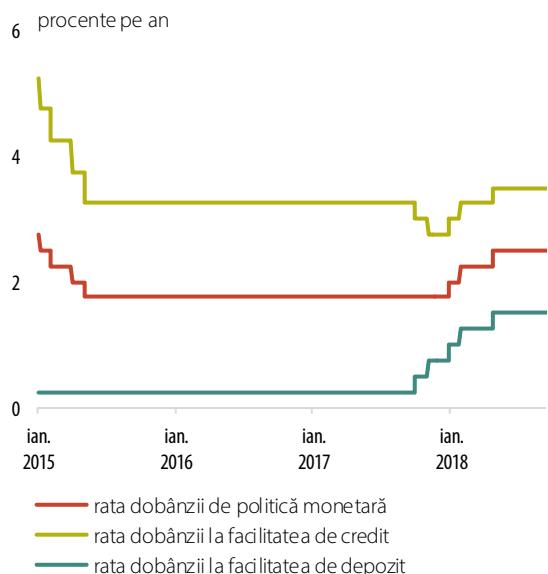
<sup>35</sup> La 4,1 la sută, de la 4,0 la sută în precedentul trimestru.

<sup>36</sup> 6,6 la sută în termeni anuali în ambele luni, valoare doar marginal inferioară mediei trimestrului II și ușor superioară celei din primul trimestru.

<sup>37</sup> La 11,1 la sută în iulie și 10,8 la sută în august (în termeni anuali).

<sup>38</sup> Date fiind majorarea neașteptată a tarifului la energia electrică în luna august, precum și relativa creștere a cotației petrolului.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Relevante erau însă și riscurile la adresa prognozei pe termen mediu din luna august decurgând din volatilitatea sentimentului de încredere al consumatorilor, precum și din nivelurile inferioare celor programate ale absorbției fondurilor europene și ale cheltuielilor publice pentru investiții. Lor li se alăturau riscurile la adresa performanței economice a zonei euro induse de protecționismul comercial, de incertitudinile legate de *Brexit*, de situația din Italia și de volatilitatea pieței financiare internaționale, cu posibile implicații asupra conduitei politicii monetare a BCE – relevantă inclusiv din perspectiva deciziilor băncilor centrale din regiune.

În acest context, adecvarea condițiilor monetare din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a menținerii ratei anuale a inflației în linie cu prognoza curentă pe termen

mediu, în condițiile protejării stabilității financiare, a justificat statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară. În consecință, în ședința din 3 octombrie 2018 Consiliul de administrație al BNR a menținut neschimbate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,5 la sută –, precum și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare (la 1,5 la sută, respectiv 3,5 la sută; Grafic 3.1).

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

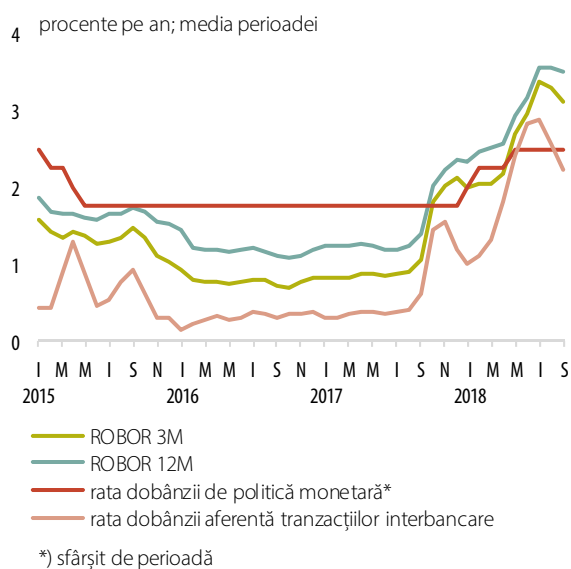
În trimestrul III 2018, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au continuat să se mărească, dar mai temperat decât în precedentele trei luni, iar cursul de schimb leu/euro a oscilat în jurul unui palier relativ inferior celui din trimestrul anterior. Creditul acordat sectorului privat și-a menținut ritmul robust de creștere în termeni anuali în perioada iulie-august 2018, dar dinamica lichidității din economie a continuat să se reducă, în contextul relativei temperări a creării de monedă pe seama execuției bugetare și a fondurilor europene.

### 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a prelungit în prima parte a trimestrului III tendința general crescătoare, ajungând, în contextul unei mișcări mai fluctuante, să se poziționeze la limita superioară a coridorului ratelor dobânzilor, pentru ca ulterior să consemneze o ajustare descendentă și să revină în apropierea ratei dobânzii de politică monetară. În aceste condiții, media sa trimestrială a consemnat o nouă majorare, dar mai modestă decât cea din precedentele trei luni (+0,19 puncte procentuale, până la nivelul de 2,59 la sută).

Continuarea ascensiunii ratelor zilnice ale dobânzilor ON, soldată cu poziționarea lor spre finele lunii iulie și în primele zile din august la valori apropiate ratei dobânzii la facilitatea de creditare și ușor superioare celor atinse la finele trimestrului precedent, a reflectat accentuarea caracterului restrictiv al condițiilor lichidității sub influența factorilor autonomi<sup>39</sup>. Acesta s-a atenuat însă odată cu reluarea de către BNR pe 6 august a furnizării de rezerve prin intermediul operațiunilor *repo* 1W efectuate prin licitație la rată fixă a dobânzii și alocare integrală<sup>40</sup>, în contextul reînălțării în această perioadă a unui deficit net de lichiditate pe piața monetară<sup>41</sup>. Pe acest fond, randamentele pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare au consemnat o ajustare descendentă, revenind în apropierea ratei dobânzii de politică monetară<sup>42</sup>.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au accelerat creșterea în prima lună a trimestrului<sup>43</sup>, amplificându-și implicit ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară, inclusiv ca efect al așteptărilor instituțiilor de credit privind evoluția în perspectivă a ratei dobânzii-cheie a băncii centrale. Odată cu reinițierea operațiunilor *repo* de către BNR, precum și pe fondul statu-quo-ului ratei dobânzii de politică monetară, cotațiile s-au reînscris pe o pantă descendentă care s-a prelungit până spre mijlocul lunii septembrie, pentru ca spre finele intervalului să se cvasistabilizeze sau să consemneze creșteri marginale. În aceste condiții, valorile medii ale cotațiilor ROBOR din ultima lună a trimestrului au continuat să se mărească în raport cu cele consemnate la finele precedentelor trei luni, dar mai temperat decât în trimestrul II (+0,16 puncte procentuale în cazul ROBOR 3M, până la 3,13 la sută, și +0,31 puncte procentuale, respectiv +0,34 puncte procentuale în

cazul maturităților de 6 și 12 luni, până la 3,38 la sută, respectiv 3,51 la sută; Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, deciziile și acțiunile BNR, asociate cu o revigorare a apetitului investitorilor pentru plasamente în lei, au estompat influențele provenite din mediul extern<sup>44</sup>. Astfel, cotațiile de referință de pe piața secundară și-au stopat încă din debutul trimestrului tendința de majorare amorșată la jumătatea lunii aprilie și au

<sup>39</sup> În vederea acoperirii necesarului de rezerve, unele bănci au apelat în acest interval facilitatea de creditare oferită de banca centrală.

<sup>40</sup> Astfel, după ce în iulie a continuat să organizeze licitații săptămânale pentru atragerea de depozite la termen cu scadența 1W (volumul ofertelor instituțiilor de credit fiind nul sau nesemnificativ, cu excepția licitației din 16 iulie, când s-a ridicat la 11 miliarde lei), BNR a derulat câte 3 operațiuni *repo* în lunile august și septembrie, soldul mediu zilnic al acestor operațiuni fiind de 5,3 miliarde lei, respectiv 4,8 miliarde lei.

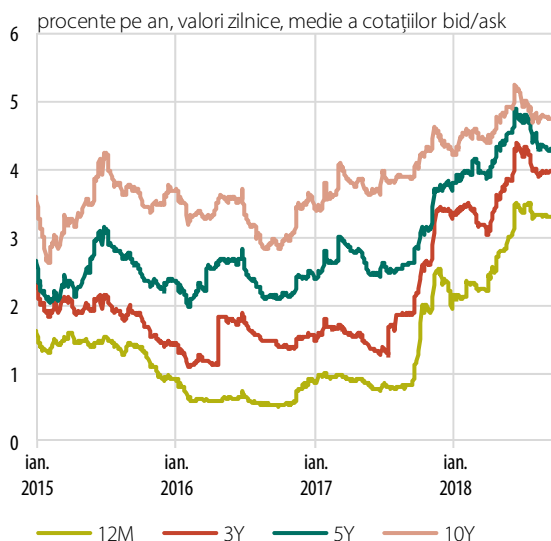
<sup>41</sup> În premieră pentru acest an.

<sup>42</sup> Scăderi episodice în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor au fost consemnate spre finele perioadelor de constituire a RMO, pe fondul formării unor excedente temporare de rezerve, drenate prin intermediul facilității permanente de depozit.

<sup>43</sup> Atingând la finele lunii iulie și menținându-se în primele zile din august la valori maxime ale ultimilor aproximativ patru ani și jumătate.

<sup>44</sup> Acesta a fost caracterizat în primele două luni ale trimestrului III de o relativă stabilitate a randamentelor titlurilor de stat pe termen lung, manifestată atât în SUA și zona euro, cât și în plan regional, succedată în septembrie de o tendință ascendentă.

Grafic 3.3. Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat



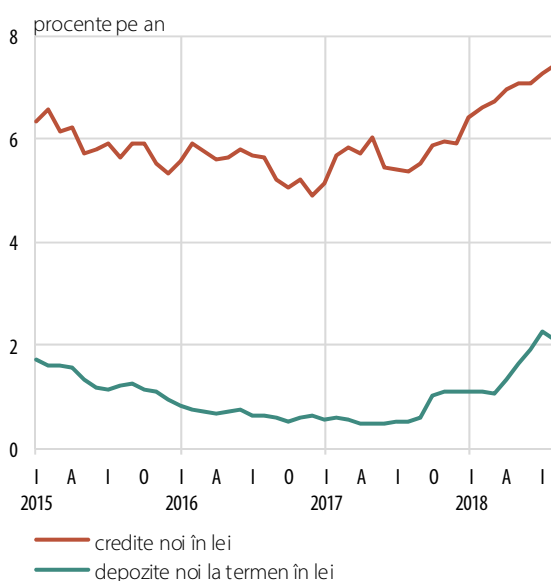
urmat apoi o mișcare descrescătoare – ce a caracterizat inițial termenele medii și lungi, dar care în august a devenit generalizată și s-a accentuat –, pentru ca în septembrie să se mențină relativ stabile la nivelurile mai joase astfel atinse (Grafic 3.3). Pe ansamblul trimestrului, randamentele<sup>45</sup> aferente scadențelor de 6-12 luni au continuat totuși să crească, dar mai lent comparativ cu precedentele trei luni (valorile lor medii din luna septembrie urcând cu circa 0,2 puncte procentuale față de cele din luna iunie, la 3,15 la sută, respectiv 3,31 la sută); cele pe termenele de 5 și 10 ani au coborât însă cu până la 0,3 puncte procentuale, la niveluri de 4,31 la sută, respectiv 4,77 la sută, condiții în care curba randamentelor și-a prelungit tendința de aplatizare.

Pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate în cadrul ultimelor licitații efectuate în septembrie s-au majorat față de cele consemnate

la finele trimestrului II în cazul certificatelor de trezorerie pe 12 luni (cu 0,29 puncte procentuale), dar s-au redus pe segmentul mediu și lung al maturităților (cu 0,4-0,5 puncte procentuale pe scadențele reziduale cuprinse între 3 și 7 ani și cu 0,1 puncte procentuale pe cea de 15 ani). Ilustrative pentru revigorarea interesului investitorilor pentru titlurile de stat au fost și creșterea față de precedentele trei luni a raportului mediu cerere/ofertă – sporirea sa progresivă și consistentă din iulie și august fiind urmată doar de o ușoară diminuare în septembrie<sup>46</sup> –, respectiv a ponderii volumului

emisiunilor în valoarea anunțată (105 la sută, față de 68 la sută în trimestrul II 2018); la rândul său, scadența medie a titlurilor emise s-a mărit marginal după două trimestre de scăderi consecutive.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Pe ansamblul perioadei iunie-august 2018, ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen ale clienților nebancari au continuat să crească, în ritm ușor atenuat față de precedentele trei luni (+0,36 puncte procentuale, până la 7,43 la sută, respectiv +0,48 puncte procentuale, până la 2,12 la sută). Avansul a fost aproape generalizat, din perspectiva atât a celor două sectoare de clientelă, cât și a categoriilor de credite noi și depozite noi la termen (Grafic 3.4). Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi acordate societăților nefinanciare a consemnat o nouă majorare (+0,63 puncte procentuale, până la 6,02 la sută), regăsită la nivelul ambelor categorii de împrumuturi – sub, respectiv

<sup>45</sup> Medii ale cotațiilor bid-ask.

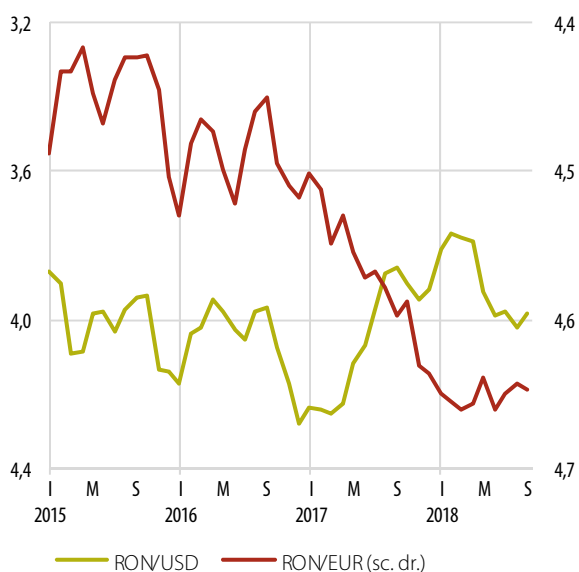
<sup>46</sup> Inclusiv pe fondul majorării volumului programat al emisiunilor.

peste echivalentul a 1 milion de euro. La rândul său, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a urcat cu 0,30 puncte procentuale, până la 8,51 la sută, exclusiv datorită creșterii ratei medii a dobânzii la împrumuturile noi pentru locuințe. Cea aferentă creditelor noi pentru consum și-a prelungit însă relativul imobilism evidențiat începând din trimestrul anterior, imprimat cu precădere de comportamentul ratei medii a dobânzii la împrumuturile cu rată fixă a dobânzii, care și-au consolidat ponderea ridicată în această categorie. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen și-a accelerat ușor creșterea pe segmentul populației față de ritmul relativ lent consemnat anterior (+0,37 puncte procentuale, până la 1,47 la sută) și a continuat să avanseze relativ consistent pe cel al societăților nefinanciare (+0,54 puncte procentuale, până la 2,40 la sută).

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a continuat să fluctueze în trimestrul III 2018, dar în jurul unui palier relativ inferior celui din trimestrul anterior, reflectând prevalența și în acest interval a influențelor din mediul intern (Grafic 3.5).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Raportul leu/euro și-a prelungit în debutul trimestrului III mișcarea ușor descendentă pe care s-a înscris spre finele lunii iunie și și-a accentuat apoi declinul, corectându-și astfel integral creșterea semnificativă consemnată în a doua parte a trimestrului II, în urma căreia a atins un nou maxim istoric<sup>47</sup>. Ajustarea a survenit ca urmare a relativei refaceri a apetitului global pentru risc, fiind impulsivă de diferențialul mărit al ratelor dobânzilor pieței financiare locale și probabil de așteptările privind creșterea ratei dobânzii de politică monetară în luna august. Îmbunătățirea sentimentului pieței financiare internaționale a devenit mai pregnantă spre finele lunii iulie<sup>48</sup>, condiții în care cursurile de schimb ale celorlalte monede relevante din regiune au consemnat scăderi chiar mai pronunțate, în corelație cu amplitudinea creșterilor suferite pe parcursul *sell-off*-ului de pe piețele emergente din trimestrul anterior.

După ce a atins un nou minim al anului la începutul lunii august<sup>49</sup>, raportul leu/euro a cunoscut o nouă creștere episodică. Ea s-a amorsat după decizia de politică monetară a Consiliului de administrație al BNR din 6 august și s-a accentuat apoi în contextul turbulențelor de pe piețele financiare din unele economii emergente – în particular

<sup>47</sup> 4,6695 lei/euro pe 21 iunie.

<sup>48</sup> Pe fondul semnalelor privind dezamorsarea tensiunilor în relațiile comerciale dintre SUA și Uniunea Europeană și al reconfirmării de către BCE a perspectivei menținerii neschimbate a ratelor dobânzilor cel puțin până în vara anului 2019.

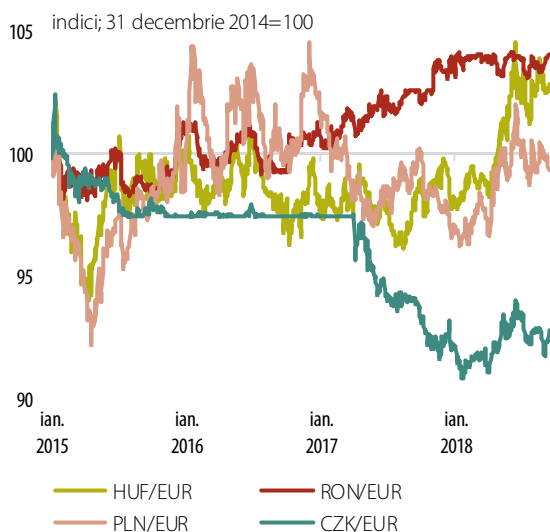
<sup>49</sup> 4,6206 lei/euro pe 3 august. Un nivel apropiat a mai fost atins pe 22 mai (4,6225 lei/euro).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

|                                 | milioane euro             |                            |        |                           |                            |        |
|---------------------------------|---------------------------|----------------------------|--------|---------------------------|----------------------------|--------|
|                                 | 8 luni 2017               |                            |        | 8 luni 2018               |                            |        |
|                                 | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net    | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net    |
| Contul financiar                | 4 155                     | 6 242                      | -2 087 | 1 889                     | 4 960                      | -3 070 |
| Investiții directe              | -91                       | 2 916                      | -3 007 | 900                       | 3 718                      | -2 818 |
| Investiții de portofoliu        | 382                       | 2 300                      | -1 918 | 160                       | 1 487                      | -1 327 |
| Derivate financiare             | x                         | x                          | -35    | x                         | x                          | 66     |
| Alte investiții                 | 2 212                     | 1 026                      | 1 186  | 3 400                     | -246                       | 3 646  |
| – numerar și depozite           | 1 580                     | -962                       | 2 542  | 2 098                     | -837                       | 2 934  |
| – împrumuturi                   | 52                        | 328                        | -275   | -64                       | -1 072                     | 1 008  |
| – altele                        | 580                       | 1 660                      | -1 081 | 1 366                     | 1 663                      | -296   |
| Active de rezervă ale BNR (net) | 1 687                     | 0                          | 1 687  | -2 637                    | 0                          | -2 637 |

\*) „+” creștere/„-” scădere

Grafic 3.6. Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BCE, BNR

Turcia<sup>50</sup> și Argentina – și al intensificării disputei comerciale între SUA și China, de natură să reamplifice aversiunea globală față de risc și să deterioreze sentimentul investitorilor față de piețele emergente<sup>51</sup> (Tabel 3.1). Pierderea de valoare suferită de leu a fost însă recuperată în mare parte în a doua jumătate a lunii, în condițiile relativei calmări a situației pe piața financiară din Turcia<sup>52</sup> și ale creșterii intrărilor de capital de natura investițiilor de portofoliu, pe fondul ratelor mai înalte de dobândă de pe piața locală și al confirmării rating-ului suveran al României de către Moody's în data de 24 august<sup>53</sup>.

La finele primei decade a lunii septembrie, cursul de schimb leu/euro s-a reînscris însă pe o traiectorie ușor ascendentă, o tendință similară manifestând mai târziu și ratele de schimb ale principalelor monede din regiune, cel mai probabil în anticiparea majorării ratei dobânzii de către Fed în ședința din 25-26 septembrie. Ulterior, evoluțiile cursurilor de schimb pe plan regional au devenit eterogene, reflectând probabil influența crescândă a unor factori locali.

Piața valutară interbancară s-a caracterizat în acest context printr-o nouă creștere a rulajului comparativ cu trimestrul precedent, precum și prin ameliorarea consistentă a soldului tranzacțiilor, în special pe seama operațiunilor nerezidenților. Pe ansamblul trimestrului III, leul s-a apreciat ușor atât în raport cu euro (0,3 la sută în termeni nominali<sup>54</sup> și 0,6 la sută în termeni reali), cât și față de dolarul SUA (0,2 la sută în termeni nominali și 0,4 la sută în termeni reali). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul și-a diminuat și în acest interval deprecierea nominală față de euro și a consemnat prima depreciere nominală din ultimele cinci trimestre față de dolarul SUA (Grafic 3.6).

<sup>50</sup> Pe fondul deteriorării evoluțiilor economice interne, tensionarea relațiilor politice cu SUA, urmată de sancțiunile și tarifele comerciale adoptate de acestea la începutul lunii august, a avut ca efect deprecierea abruptă a lirei turcești.

<sup>51</sup> Pe acest fond, dar și ca urmare a evoluțiilor favorabile ale economiei americane, implicând consolidarea așteptărilor privind continuarea creșterii ratei dobânzii de către Fed, dolarul a cunoscut o apreciere alertă în raport cu euro.

<sup>52</sup> Inclusiv în condițiile adoptării de către banca centrală a Turciei, în data de 13 august, a unor măsuri în vederea creșterii lichidității de pe piața financiară. Pe fondul atenuării aversiunii globale față de risc și al demarării negocierilor comerciale dintre SUA și China, dolarul și-a corectat în mare parte deprecierea în raport cu euro din prima jumătate a lunii.

<sup>53</sup> Pe 31 august S&P a confirmat la rândul său rating-ul suveran al României.

<sup>54</sup> În trimestrul III au mai consemnat aprecieri față de euro zlotul (0,1 la sută) și coroana cehă (0,6 la sută), în timp ce forintul s-a depreciat cu 0,7 la sută.

## 2.3. Moneda și creditul

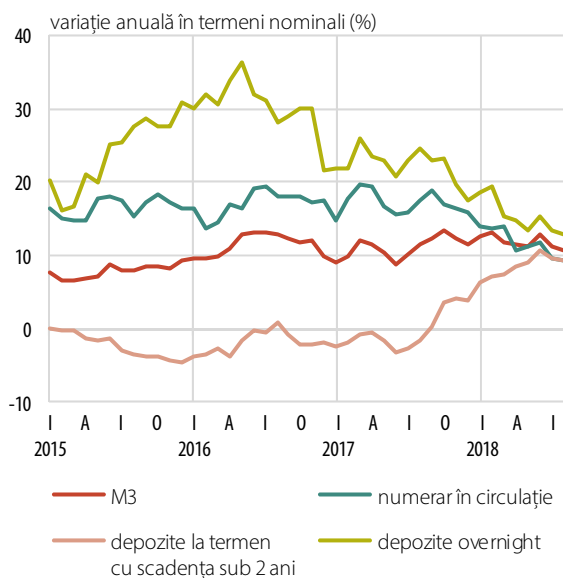
### Moneda

În perioada iulie-august 2018, dinamica<sup>55</sup> masei monetare (M3) a continuat să se reducă, în contextul relativei temperări a creării de monedă pe seama execuției

Tabel 3.2. Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

|  | variație procentuală în termeni nominali |      |      |      |      |      |
|--|--|------|------|------|------|------|
|  | 2017                                     |      | 2018 |      |      |      |
|  | III                                      | IV   | I    | II   | iul. | aug. |
| M3                                       | 11,3                                     | 12,4 | 12,4 | 11,8 | 11,1 | 10,8 |
| M1                                       | 21,6                                     | 19,0 | 16,6 | 13,5 | 12,1 | 11,8 |
| Numerar în circulație                    | 17,3                                     | 16,3 | 13,8 | 11,3 | 9,5  | 9,3  |
| Depozite overnight                       | 23,6                                     | 20,2 | 17,8 | 14,5 | 13,3 | 12,9 |
| Depozite la termen cu scadența sub 2 ani | -1,3                                     | 3,9  | 6,9  | 9,4  | 9,5  | 9,2  |

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



bugetare și a fondurilor europene, ea rămânând totuși pe palierul de două cifre (la 10,9 la sută, față de 11,8 la sută în trimestrul II; Tabel 3.2)<sup>56</sup>.

Scăderea de ritm a fost indusă și de această dată de încetinirea creșterii masei monetare în sens restrâns (M1), atribuibilă atât evoluției numerarului în circulație, cât și celei a depozitelor ON ale ambelor categorii principale de clienți. În schimb, avansul depozitelor la termen sub doi ani s-a menținut stabil la un nivel înalt din perspectiva ultimilor cinci ani, în condițiile în care plasamentele populației au consemnat un nou spor de dinamică (până la un maxim al ultimilor cinci ani, în principal datorită componenteii în valută), iar cele ale societăților nefinanciare, o relativă temperare de ritm (regăsită la nivelul ambelor componente, în lei, respectiv în valută), acesta rămânând totuși foarte înalt din perspectiva ultimilor aproximativ 10 ani. Ponderea M1 în masa monetară a înregistrat însă o nouă creștere în iulie, după saltul mai însemnat de la finele trimestrului II, ajungând la 60,8 la sută (nivel record din decembrie 1994) și s-a redus apoi doar marginal în august (Grafic 3.7).

Și în cazul depozitelor totale incluse în M3, evoluțiile au fost eterogene din perspectiva principalilor deținători. Astfel, cele ale populației și-au accelerat ușor creșterea, pe fondul majorării unor categorii de venituri<sup>57</sup> și al unor probabile realocări de monedă dinspre alte instrumente financiare (numerar, acțiuni emise de fondurile de investiții), ale căror efecte

cumulate le-au devansat pe cele decurgând din ușoara atenuare a ritmului de creștere a câștigului salarial net. În schimb, plasamentele aparținând societăților nefinanciare au continuat să-și tempereze dinamica, în contextul scăderii variației anuale a plăților aferente fondurilor europene<sup>58</sup> și respectiv a cheltuielilor bugetare cu bunurile și

<sup>55</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

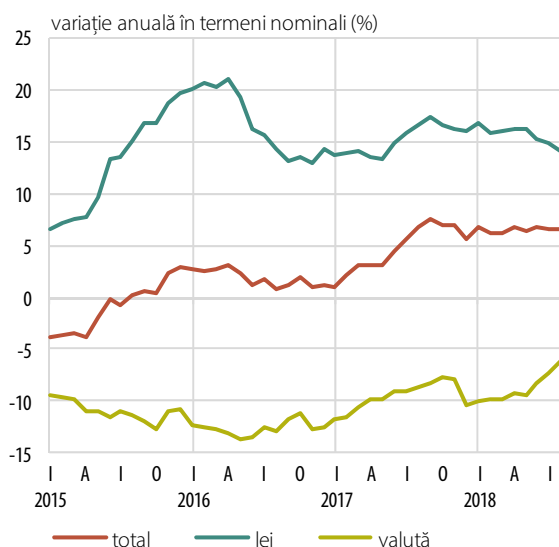
<sup>56</sup> În termeni reali, scăderea dinamicii anuale medii a M3 a fost mai modestă (de la 6,2 la sută în trimestrul II 2018 la 5,8 la sută în iulie-august).

<sup>57</sup> Creșterea punctului de pensie și a indemnizației sociale pentru pensionari din luna iulie.

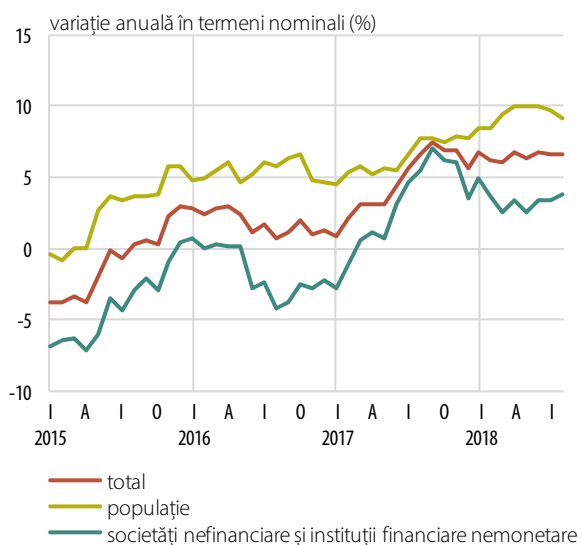
<sup>58</sup> Conform datelor lunare privind cheltuielile bugetare cu proiectele finanțate din fondurile externe nerambursabile (din execuția bugetului general consolidat) și celor referitoare la plățile efectuate din fondurile europene pentru agricultură (sursa: *website-ul AFIR*).



**Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede**



**Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**



serviciile, dar și al majorării plăților efectuate către bugetul general consolidat în contul unor impozite<sup>59</sup>, respectiv al unor dividende în cazul entităților cu participații de stat<sup>60</sup>.

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, reducerea dinamicii sale a fost imprimată, pe ansamblul perioadei, de atenuarea scăderii depozitelor administrației publice centrale; în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, au acționat reacelerarea creșterii deținerilor de titluri de stat ale băncilor și reluarea declinului pasivelor financiare pe termen lung ale instituțiilor de credit<sup>61</sup>.

### Creditul acordat sectorului privat

În perioada iulie-august 2018, creșterea creditului acordat sectorului privat a rămas robustă, la o valoare înaltă din perspectiva ultimilor cinci ani (6,6 la sută, similar mediei din trimestrul II 2018)<sup>62</sup>, beneficiind de aportul în continuare consistent al creditelor noi, a căror variație în termeni anuali a tins totuși să se reducă<sup>63</sup>, precum și de majorarea finanțării acordate prin intermediul liniilor de credit<sup>64</sup>. Rata de creștere a componentei în lei și-a accentuat ușor tendința descendentă, menținându-se însă pe palierul de două cifre, iar contracția celei în valută (exprimată în euro) s-a atenuat (Grafic 3.8). Ponderea în total a împrumuturilor în lei a continuat totuși să se mărească, atingând în iulie un record al perioadei post-septembrie 1996 (65,3 la sută), și a rămas apoi constantă în august.

Evoluțiile au fost și în acest trimestru divergente la nivelul sectoarelor instituționale (Grafic 3.9). Astfel, creșterea împrumuturilor acordate societăților nefinanciare s-a reacelerat pe seama atenuării contracției anuale a componentei în valută, care a

beneficiat de o nouă majorare a volumului de credite noi; dinamica împrumuturilor în lei și-a prelungit traseul descendent – în condițiile în care efectul temperării de ritm al

<sup>59</sup> Conform datelor lunare din execuția bugetului general consolidat, plățile pentru impozitul pe profit și alte impozite pe venit, profit și câștiguri de capital și-au majorat ușor dinamica anuală pe ansamblul perioadei iulie-august față de cea din trimestrul II 2018.

<sup>60</sup> Reflectată de amplificarea semnificativă în luna iulie a dinamicii anuale a veniturilor bugetare nefiscale.

<sup>61</sup> Poziția include conturile de capital.

<sup>62</sup> În termeni reali, dinamica anuală medie a creditului acordat sectorului privat s-a majorat (1,7 la sută, față de 1,2 la sută în trimestrul II 2018).

<sup>63</sup> Posibil și pe fondul probabilității înăspriri în trimestrul III a standardelor de creditare ale instituțiilor de credit, conform așteptărilor reflectate de ediția din august 2018 a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*.

<sup>64</sup> Credite acordate pe descoperit de cont, reînnoibile automat și credite acordate prin intermediul cardurilor.



creditelor noi l-a devansat pe cel al majorării dinamicii împrumuturilor acordate pe descoperit de cont și reînnoibile automat – dar s-a menținut pe un palier înalt din perspectiva ultimilor cinci ani și jumătate. În schimb, avansul creditului acordat populației s-a temperat, după ce în trimestrul anterior atinsese vârful ultimilor aproximativ nouă ani. Decelerarea a fost indusă de împrumuturile în lei, a căror dinamică, deși în continuare ridicată, s-a diminuat sub influența noii pierderi de ritm suferite de creditele pentru locuințe – atribuibile împrumuturilor acordate prin programul „Prima casă”<sup>65</sup> – și, în mai mică măsură, ca efect al ușoarei încetiniri a creșterii creditelor destinate consumului și altor scopuri.

---

<sup>65</sup> Pe baza datelor CRC.

## 4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 3,5 la sută la sfârșitul anului 2018, 2,9 la sută la finele anului viitor și 3,1 la sută la orizontul proiecției, trimestrul III 2020. Traectoria descendentă a ratei anuale a inflației, inițiată pe parcursul trimestrului III 2018 și amplificată în trimestrul curent, este prevăzută a continua în prima parte a intervalului de prognoză pe fondul reducerii contribuției inflaționiste a componentelor exogene ale coșului de consum. Ulterior este anticipată a reintra pe un trend ascendent, plasându-se la niveluri situate marginal peste valoarea de 3 la sută la orizontul proiecției. Rata anuală a inflației de bază este previzionată a se re poziționa pe o traiectorie în creștere începând cu trimestrul I 2019, stabilizându-se în a doua jumătate a intervalului de proiecție la valori ușor superioare celor anticipate pentru rata anuală a inflației IPC. Evoluția este imprimată cu precădere de dinamica anticipată a prețurilor bunurilor din import, sub impactul convergenței graduale a inflației externe spre nivelul reper de 2 la sută, contrabalansată parțial de corectarea lentă a așteptărilor privind inflația până la niveluri apropiate de 3 la sută. Presiunile inflaționiste din partea excesului de cerere format în economie persistă, dar sunt proiectate în temperare în a doua jumătate a intervalului proiecției, sub impactul reconfigurării setului condițiilor monetare reale în sens larg și a conduitei discreționare a politicii fiscale spre valori apropiate de cele neutre. Deși o parte dintre sursele de risc identificate în *Raportul* anterior s-au materializat deja, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată în continuare a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază, sursele de risc fiind asociate atât mediului intern, cât și celui extern.

### 1. Scenariul de bază

#### 1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză, cererea externă, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), este anticipată a înregistra dinamici anuale de aproximativ 2 la sută, dar în ușoară decelerare. Nivelurile previzionate sunt inferioare celor anticipate în runda anterioară (Tabel 4.1), pe fondul unei creșteri economice globale mai modeste, cu impact negativ asupra performanței exporturilor Uniunii Europene, însă se plasează în continuare peste cele aferente creșterii potențiale evaluate pentru această zonă. În aceste condiții, avansul ciclic al activității economice a principalilor parteneri comerciali externi ai României, reflectat de *gap*-ul PIB UE efectiv, se va majora pe intervalul de proiecție, deși într-un ritm în ușoară atenuare spre finele acestuia, având un impact stimulativ la adresa economiei românești. Consumul privat va continua să reprezinte principalul resort al creșterii economice,

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

|  | valori medii anuale |      |
|--|---------------------|------|
|  | 2018                | 2019 |
| Creșterea economică în UE efectiv (%)                          | 2,3                 | 2,0  |
| Inflația anuală din zona euro (%)                              | 1,7                 | 1,7  |
| Inflația anuală exclusiv produse energetice, din zona euro (%) | 1,3                 | 1,6  |
| Inflația anuală IPC SUA (%)                                    | 2,5                 | 2,2  |
| Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)                       | -0,3                | -0,2 |
| Cursul de schimb dolar SUA/euro                                | 1,18                | 1,18 |
| Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)                     | 73,8                | 76,3 |

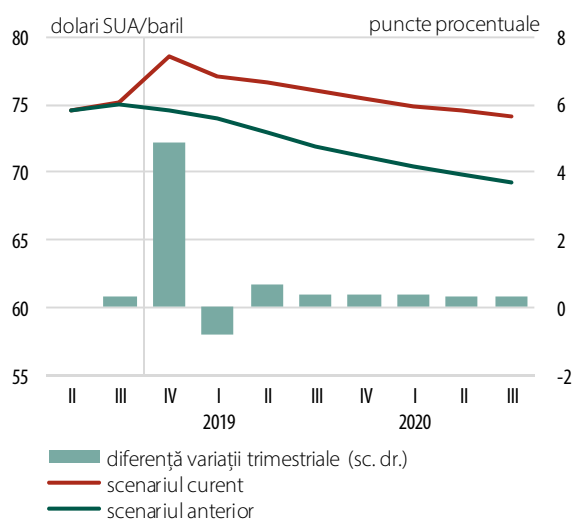
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și cotații futures

beneficiind în continuare de politica monetară acomodativă a BCE<sup>66</sup>, de plasarea încă la niveluri ridicate a încrederii consumatorilor (reflectedă și de menținerea indicatorului ESI peste media istorică) și de îmbunătățirea condițiilor de pe piața forței de muncă (atât la nivelul ocupării, cât și al câștigurilor salariale).

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată a se situa în continuare sub nivelul reper de 2 la sută vizat de definiția BCE a stabilității prețurilor, respectiv la 1,7 la sută atât în anul curent, cât și în cel viitor, doar valoarea pentru 2019 fiind revizuită marginal ascendent cu 0,1 puncte

procentuale. Rata medie anuală a inflației IAPC exclusiv produse energetice din zona euro este prognozată a-și continua evoluția ascendentă pe intervalul de prognoză, de la 1,3 la sută în 2018 până la 1,6 la sută în 2019, pe fondul amplificării tensionării pieței forței de muncă, cu impact asupra creșterii preconizate a câștigurilor salariale, și a efectelor indirecte ale majorării recente a prețului petrolului. Pentru 2019, nivelul indicatorului a fost marginal revizuit în sens descendent comparativ cu *Raportul* anterior în concordanță cu perspectivele unui avans economic mai puțin alert. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată a înregistra valori superioare nivelului de 2 la sută.

Grafic 4.1. Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



Sursa: U.S. Energy Information Administration, ipoteze BNR pe baza datelor Bloomberg

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este în continuare anticipată a persista la valori negative, dar magnitudinea acestora este previzionată în diminuare în a doua parte a intervalului de prognoză.

Dolarul american este previzionat în depreciere în raport cu moneda europeană începând cu prima parte a anului 2019, cursul de schimb fiind proiectat la valoarea de 1,22 USD/EUR la orizontul prognozei, pe fondul anticipării unei întăriri a politicii fiscale prociclice în SUA cu impact negativ asupra deficitului de cont curent din această țară, și având, astfel, potențialul de accentuare a politicilor protecționiste în plan comercial.

Pornind de la creșterile substanțiale înregistrate în ultimele perioade – prețul petrolului Brent a depășit pragul suport de 80 dolari SUA/baril pe parcursul trimestrului III 2018 și s-a situat în

<sup>66</sup> În urma ședinței din 25 octombrie 2018, Consiliul Guvernatorilor al BCE a decis continuarea programului privind achiziția de active nete în cuantum lunar de 15 miliarde euro în ultimul trimestru al anului curent. Totodată, sub rezerva datelor noi privind perspectivele inflației pe termen mediu, s-au decis menținerea deciziei privind încetarea acestuia începând cu anul viitor și păstrarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE la niveluri constante, atâta timp cât se va considera necesar pentru a se asigura o evoluție a inflației în concordanță cu anticipațiile prezente privind o traiectorie sustenabilă a acesteia, însă cel puțin până în vara anului 2019.

apropierea maximului ultimilor patru ani –, scenariul de evoluție a acestuia, fundamentat pe baza cotațiilor *futures*, prevede continuarea evoluției ascendente și în trimestrul IV al anului curent. Începând cu prima parte a anului viitor este prevăzută o traiectorie descendentă, urmând ca la finele orizontului de prognoză să se poziționeze la nivelul de 74,1 dolari SUA/baril (Grafic 4.1). Evoluțiile anticipate sunt marcate în continuare de incertitudini ample<sup>67</sup>, reflectate și în revizuirile traiectoriilor *futures* ale petrolului din rundele succesive de prognoză.

## 1.2. Perspectivele inflației

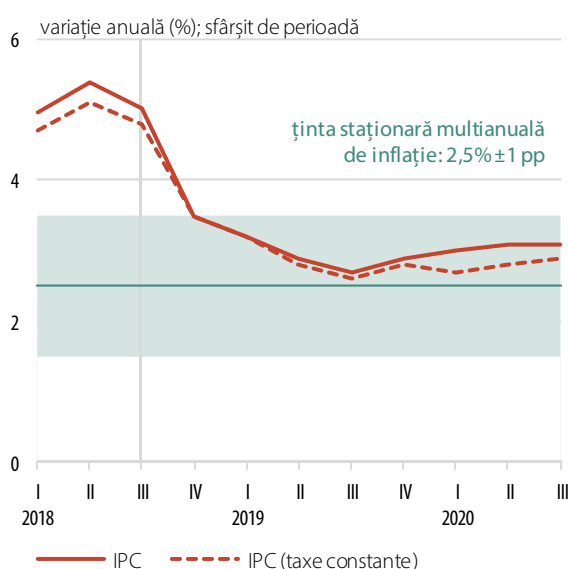
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC se va poziționa la 3,5 la sută și 2,9 la sută la finalul anilor 2018 și, respectiv, 2019, valori situate la limita superioară și, respectiv, în interiorul intervalului de variație de

**Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază**

|                          | variație anuală (%); sfârșit de perioadă |     |      |     |     |      |     |     |
|--------------------------|--|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|
|                          | 2018                                     |     | 2019 |     |     | 2020 |     |     |
|                          | T4                                       | T1  | T2   | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  |
| Țintă (valoare centrală) | 2,5                                      | 2,5 | 2,5  | 2,5 | 2,5 | 2,5  | 2,5 | 2,5 |
| Proiecție IPC            | 3,5                                      | 3,2 | 2,9  | 2,7 | 2,9 | 3,0  | 3,1 | 3,1 |
| Proiecție IPC*           | 3,5                                      | 3,2 | 2,8  | 2,6 | 2,8 | 2,7  | 2,8 | 2,9 |

\*) calculat la taxe constante

**Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației**



Sursa: INS, proiecție BNR

±1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. La orizontul proiecției, trimestrul III 2020, rata prognozată este de 3,1 la sută (Tabel 4.2, Grafic 4.2). Valoarea previzionată pentru sfârșitul acestui an încorporează o contribuție a inflației de bază de 1,5 puncte procentuale, diferența de 2 puncte procentuale reflectând aportul inflaționist al componentelor coșului de consum exogene sferei de acțiune a politicii monetare. Acestea își vor reduce în mod semnificativ contribuția în 2019, concomitent cu proiectarea ratei anuale a inflației de bază pe un trend ascendent începând cu trimestrul I al aceluiași an.

Pornind de la nivelul de 5,0 la sută consemnat la finele trimestrului III, rata anuală a inflației IPC este de așteptat să cunoască o atenuare semnificativă de ritm în cursul trimestrului IV 2018, de 1,5 puncte procentuale. Evoluția este anticipată a fi determinată de o decelerare atât a contribuției componentelor exogene, cât și a inflației CORE2 ajustat, îndeosebi pe fondul manifestării unor efecte de bază consistente, în condițiile în care în trimestrul IV 2017 s-au suprapus o multitudine de șocuri de natura ofertei cu impact inflaționist<sup>68</sup>. De la începutul anului 2019 și până la orizontul prognozei, rata anuală a inflației IPC se va repositiona și menține în jumătatea superioară a intervalului țintei. Reîncadrarea inflației în intervalul țintei, începând cu trimestrul I 2019, este de așteptat a se produce preponderent pe seama evoluției

componentelor exogene ale coșului de consum, care își vor reduce în mod semnificativ

<sup>67</sup> Pentru mai multe detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.4. Riscuri asociate proiecției.

<sup>68</sup> Majorarea tarifelor la energia electrică și a accizei la combustibili în luna octombrie 2017, evoluția ascendentă a prețului petrolului de la finele anului precedent și, respectiv, creșterea atipică a prețurilor alimentelor procesate.

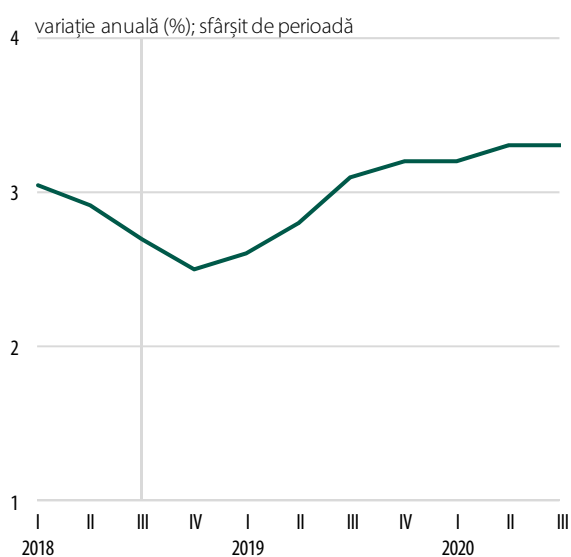
contribuția inflaționistă până în trimestrul III 2019 – în ipoteza absenței unor noi șocuri de natura ofertei. În același timp, rata anuală a inflației de bază este prevăzută a se menține în interiorul intervalului țintei până la orizontul proiecției.

Pentru finele anului 2018, rata anuală prognozată a inflației IPC este relativ similară celei din *Raportul precedent*, în condițiile contrabalansării contribuțiilor mai ridicate provenind din partea prețurilor administrate și ale combustibililor de reevaluarea descendentă a celor asociate indicelui CORE2 ajustat și prețurilor volatile ale alimentelor. Pentru anul 2019, indicatorul a fost revizuit ascendent, cu 0,2 puncte procentuale, cu precădere pe fondul unui aport mai ridicat provenind din partea prețurilor administrate.

**Tabel 4.3. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază**

|               | variație anuală (%); sfârșit de perioadă |      |     |     |     |      |     |     |
|---------------|--|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|
|               | 2018                                     | 2019 |     |     |     | 2020 |     |     |
|               | T4                                       | T1   | T2  | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  |
| CORE2 ajustat | 2,5                                      | 2,6  | 2,8 | 3,1 | 3,2 | 3,2  | 3,3 | 3,3 |

**Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat**



Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este preconizată a continua să se reducă pe parcursul trimestrului IV al anului curent, până la 2,5 la sută în decembrie, nivel inferior cu 0,2 puncte procentuale celui consemnat în septembrie (Tabel 4.3, Grafic 4.3). Această evoluție se va produce îndeosebi pe seama dispărării presiunilor nefavorabile exercitate de cotațiile unor materii prime agroalimentare asupra prețurilor alimentelor procesate<sup>69</sup> în ultima parte a anului precedent, urmată chiar de o inversare a acestei tendințe în prima parte a anului curent. În același timp, anticipațiile privind inflația vor cunoaște o plafonare în ultima parte a anului 2018, deși la un nivel situat marginal peste limita superioară a intervalului de variație asociat țintei, însă mai redus comparativ cu cel prevăzut în runda anterioară. Pornind de la sfârșitul trimestrului IV al anului 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată pe un trend ușor ascendent, atingând nivelul de 3,2 la sută în decembrie, valoare în apropierea căreia se stabilizează până la orizontul proiecției. Evoluția este imprimată cu precădere de dinamica anticipată a prețurilor bunurilor de consum din import, sub impactul convergenței graduale a inflației externe spre nivelul reper de 2 la sută, contrabalansată parțial de corectarea lentă a așteptărilor privind inflația până la niveluri apropiate

de 3 la sută. Presiunile inflaționiste din partea excesului de cerere format în economie persistă, fiind proiectate în temperare în a doua jumătate a intervalului proiecției, în contextul reconfigurării setului condițiilor monetare reale în sens larg și a conduitei discreționare a politicii fiscale spre valori cvasineutre.

<sup>69</sup> Subcomponentă a coșului inflației de bază.

Față de *Raportul* din august 2018, traiectoria ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a fost marginal revizuită în sens descendent doar pentru finele anului curent (cu 0,2 puncte procentuale), pe fondul dinamicilor recente mai reduse decât se anticipa anterior ale cotațiilor unor materii prime agroalimentare cu impact asupra prețurilor alimentelor procesate, al poziționării anticipațiilor inflaționiste la valori mai scăzute și al evoluției mai favorabile la acest orizont a prețurilor bunurilor de consum din import<sup>70</sup>. Influența factorilor menționați este contrabalansată parțial de manifestarea unor presiuni inflaționiste de amploare mai ridicată provenind din partea excedentului de cerere.

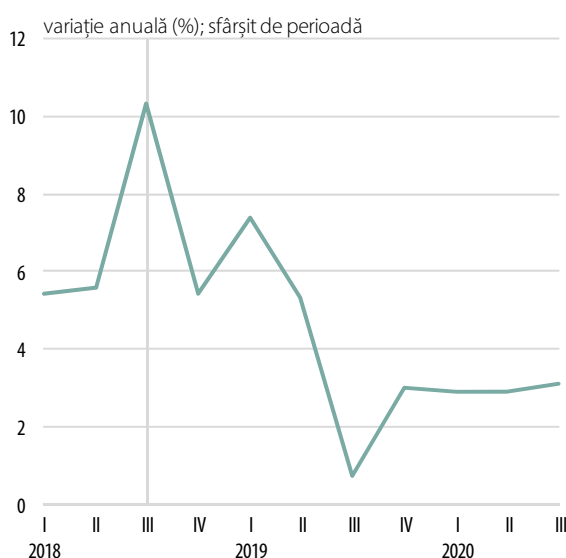
**Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\***

|  | puncte procentuale |      |
|--|--------------------|------|
|  | 2018               | 2019 |
| Prețuri administrate                   | 0,7                | 0,4  |
| Combustibili                           | 0,7                | 0,2  |
| Prețuri LFO                            | 0,3                | 0,2  |
| CORE2 ajustat                          | 1,5                | 2,0  |
| Produse din tutun și băuturi alcoolice | 0,3                | 0,2  |

\*) calcule sfârșit de perioadă; valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și de 0,9 puncte procentuale la finele celui viitor, valori revizuite în sus față de *Raportul* anterior cu 0,1 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale (Tabel 4.4).

**Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO**



Sursa: INS, proiecție BNR

Prețurile volatile ale alimentelor sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 5,4 la sută la sfârșitul anului curent, 3 la sută la finele anului viitor – ambele valori fiind revizuite în sens descendent, cu 1 punct procentual<sup>71</sup> și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale – și 3,1 la sută la orizontul proiecției (Grafic 4.4). Dinamica acestora pe intervalul de prognoză reflectă adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale pe plan intern în 2019 și 2020.

Scenariul exogen privind prețurile administrate prevede creșteri de 4,0 la sută la sfârșitul anului curent, 2,1 la sută la finele celui viitor și 3,1 la sută la orizontul prognozei (Grafic 4.5). Comparativ cu *Raportul* anterior valorile au fost ajustate în sus, cu 0,1 puncte procentuale pentru finele anului curent, în contextul unei majorări neanticipate a tarifelor la energia electrică în luna august, și cu 1 punct procentual pentru sfârșitul anului viitor, pe fondul

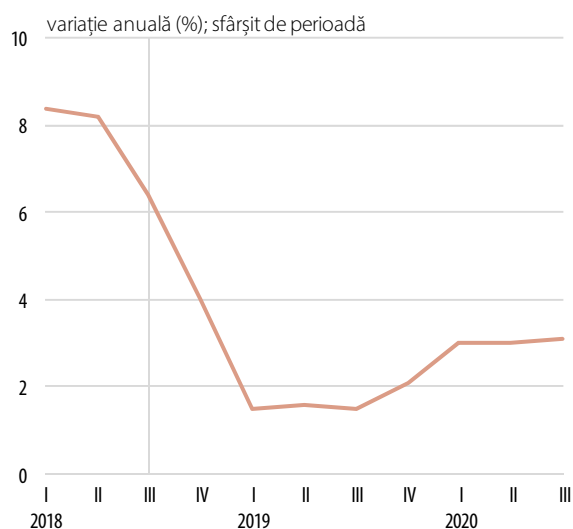
creșterii previzionate a impactului mediu anual al achiziției de certificate verzi în factura consumatorilor<sup>72</sup>.

<sup>70</sup> Pentru detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

<sup>71</sup> În contextul evoluțiilor mai favorabile decât cele anticipate în *Raportul* precedent pe segmentul legume-fructe la nivelul lunilor iulie și august.

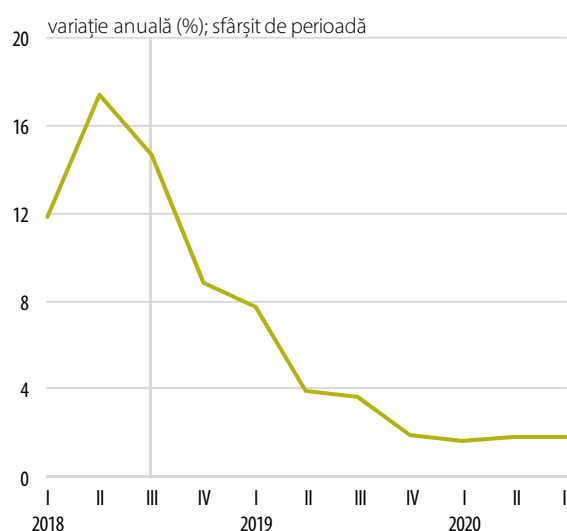
<sup>72</sup> Valorile privind cota anuală obligatorie de achiziție a certificatelor verzi sunt stabilite prin Legea nr. 184/2018, care vizează reglementarea sistemului de promovare a producerii energiei din surse regenerabile. Traiectoria prețurilor administrate încorporează estimarea privind impactul aplicării acestei legi asupra tarifelor la energia electrică, acestea din urmă fiind însă marcate de incertitudini ridicate atât în ceea ce privește magnitudinea majorărilor ce urmează a fi operate, cât și momentul realizării acestora.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este preconizată să atingă 8,8 la sută la sfârșitul anului 2018, nivel revizuit în sens ascendent cu 2,0 puncte procentuale, 1,9 la sută la finele celui viitor, valoare reevaluată, de asemenea, în sens ascendent, cu 0,4 puncte procentuale, și 1,8 la sută la orizontul proiecției (Grafic 4.6). Reevaluarea semnificativă pentru finele anului curent are loc în contextul unei dinamici anuale a prețului petrolului superioare celei prevăzute în *Raportul* anterior la acest orizont, pe fondul unor factori de natura ofertei, și al unei depreciere de mai mare amploare a monedei europene față de dolarul american, cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra prețurilor în lei ale acestei categorii de produse.

Scenariul de evoluție a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice prevede dinamici anuale relativ similare celor din *Raportul* anterior, respectiv 3,3 la sută la finele anului 2018 și 3,2 la sută la sfârșitul anului viitor. La orizontul prognozei, aceasta este prevăzută a atinge 3,1 la sută. Traectoria ratei anuale a inflației acestei grupe este configurată pe baza legislației în vigoare privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, fiind marcată de un nivel ridicat de incertitudine.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>73</sup>

#### Deviația PIB

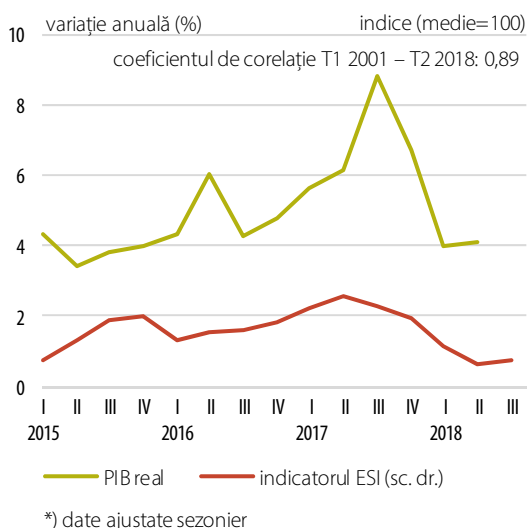
Pe parcursul trimestrului II 2018, PIB real a consemnat o creștere trimestrială de 1,4 la sută, semnificativ superioară celei din trimestrul I, dar în același timp și prognozei *benchmark*; dinamica anuală aferentă a fost de 4,1 la sută<sup>74</sup>, similară celei

<sup>73</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

<sup>74</sup> Comunicatul INS nr. 172 din 6 iulie 2018. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

din primul trimestru al anului. Avansul trimestrial al PIB a reflectat creșterea cererii interne, exclusiv pe seama componentei de consum, în condițiile unei noi contracții a FBCF. În paralel, aportul negativ al exporturilor nete la creșterea PIB s-a accentuat, reflectând evoluțiile divergente ale exporturilor (ușoară contracție) și, respectiv, ale importurilor (accelerare).

Grafic 4.7. Indicatorul de încredere în economie\* și creșterea economică



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

În cea de-a doua parte a anului curent, semnalele provenite din partea variabilelor cu frecvență lunară indică, în general, evoluții mai temperate ale dinamicii trimestriale a PIB. În acest sens se remarcă ușoara deteriorare, față de trimestrul II, a producției industriale și a volumului comerțului cu amănuntul, cu efecte asupra cererii interne, în paralel însă cu avansul, deși atenuat față de trimestrul II, al câștigurilor salariale nete în termeni reali și cu îmbunătățirea indicatorului de încredere în economie, în principal pe seama componentelor consumatori și industrie – Grafic 4.7. Creșterea trimestrială a PIB este anticipată a rămâne în continuare alimentată de cererea internă (în particular, de componenta de consum), însă ritmurile așteptate sunt considerabil atenuate comparativ cu cele din anul precedent. În paralel, exporturile nete de bunuri și servicii sunt proiectate a avea în continuare un aport ușor negativ, însă în

diminuare considerabilă comparativ cu trimestrul II.

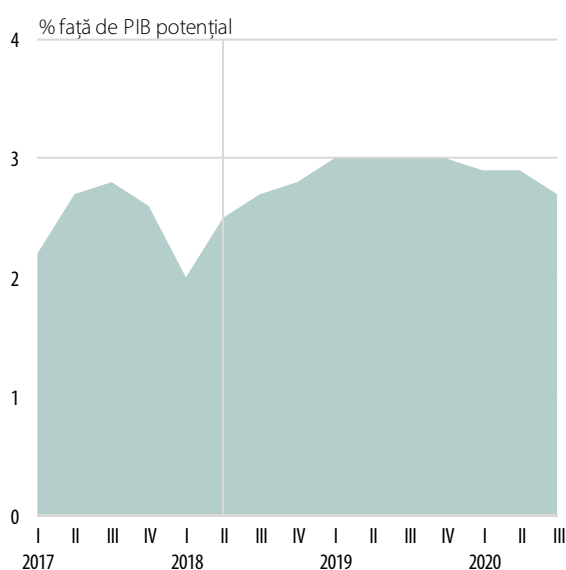
Scenariul de bază al proiecției prevede decelerarea accentuată a creșterii economice în anul curent, sub efectul evoluțiilor înregistrate la finalul anului anterior și în trimestrul I, în contextul diminuării încrederii agenților economici. Pentru anul 2019, dinamica PIB este anticipată a accelera ușor și a se poziționa în proximitatea celei potențiale. Comparativ cu anul 2017, profilul prognozat al dinamicii PIB reflectă tracțiunea de mai mică amploare din partea cererii interne, în principal ca urmare a decelerării dinamicii consumului, afectat de atenuarea semnificativă a creșterii venitului disponibil real; în același timp, aportul FBCF este proiectat a se deteriora, componenta resimțind în bună măsură contracțiile înregistrate în primele două trimestre ale anului curent. În condițiile unei evoluții ușor mai alerte a importurilor de bunuri și servicii comparativ cu cea a exporturilor, contribuția exportului net este anticipată a se poziționa la valori negative, cu o intensitate ridicată pe parcursul anului curent și ulterior mai redusă. De menționat este, pentru anul 2018, și contribuția ridicată a componentei variația stocurilor, acumulată aproape exclusiv pe seama evoluțiilor din prima jumătate a anului, căreia nu i se poate asocia o interpretare economică explicită.

Evaluarea PIB potențial relevă o temperare a ritmului pe parcursul anului curent, urmată de o redresare în următorii doi ani. Decelerarea din 2018 reflectă contribuția mai redusă a trendului TFP, în paralel cu evoluția nefavorabilă a FBCF și atenuarea creșterii productivității muncii în economie. Ulterior, dinamica mai accentuată a PIB



potențial se datorează trendului TFP. Redresarea acestuia este anticipată în contextul ritmului relativ stabil prognozat al acumulării de capital, în paralel perspectivei derulării de noi investiții în economie (în special cele cu aport de rețehnologizare a capacităților de producție), dar și al preconizării unei creșteri a populației ocupate (Caseta din Capitolul 2, Secțiunea 1 prezintă evidențele privind crearea și distrugerea locurilor de muncă în România), îndeosebi în activitățile de prelucrare cu grad înalt tehnologic sau în servicii. Câștiguri suplimentare de eficiență sunt anticipate a fi potențate în ipoteza dinamizării în perioadele viitoare a atragerii de fonduri UE structurale și de investiții, inclusiv în contextul unei potențiale realizări a proiectelor recent amânate. Contribuția trendului TFP este însă proiectată a fi relativ plafonată, pe fondul unor efecte adverse persistente ce pot fi atribuite alocării modeste de resurse pentru inovație, calității deficitare a infrastructurii<sup>75</sup>, dar și unor deficiențe încă existente în managementul proiectelor asociate atragerii de fonduri europene<sup>76</sup>. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, dinamica PIB potențial a fost reevaluată ușor în sus pentru anul curent (înglobând evoluția peste așteptări a PIB din trimestrul II) și, respectiv, în jos pentru anii următori, în contextul unei acumulări de capital afectate de deteriorarea traiectoriei investițiilor.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Deviația PIB de la nivelul potențial (Grafic 4.8) este anticipat a urma o traiectorie moderat ascendentă în a doua jumătate a anului 2018 și în prima parte a celui viitor, tendință imprimată de avansul în teritoriul pozitiv al *gap*-ului cererii externe. După o plafonare a excesului de cerere în cea de-a doua parte a anului 2019, acesta se va reduce treptat, sub efectul diminuării caracterului acomodativ al setului condițiilor monetare reale în sens larg până la valori cvasineutre la orizontul prognozei (trimestrul III al anului 2020), ca urmare a atenuării stimulilor fiscali asociați conduitei discreționare a politicii fiscale și, respectiv, pe fondul anticipării unei decelerări a stimulilor proveniți din partea activității economice a partenerilor externi. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este proiectată a fi imprimată de cea aferentă *gap*-ului consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, în timp ce *gap*-ul FBCF este evaluat a se

plasa în teritoriu negativ. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor de bunuri și servicii sunt evaluate la valori pozitive, însă contribuția netă a acestora la deviația PIB rămâne negativă. Evaluarea magnitudinii *gap*-ului PIB și a componentelor acestuia este caracterizată de un grad de incertitudine care reflectă inclusiv frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice, dar și volatilitatea relativ ridicată a acestora.

<sup>75</sup> Evidențe adiționale în sensul temperării trendului TFP sunt aduse de analiza *European Innovation Scoreboard* a Comisiei Europene, clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale sau raportul *Global Competitiveness Index* al World Economic Forum.

<sup>76</sup> A se consulta, de exemplu, *Raportul de convergență* al BCE, ediția din mai 2018, în care este subliniată necesitatea întreprinderii de eforturi semnificative pentru majorarea ratei scăzute de absorbție a fondurilor europene. Conform datelor CE (disponibile la finalul lunii octombrie 2018), gradul total de absorbție a fondurilor europene (rambursări și avansuri) este de aproximativ 20 la sută în cazul României, valoare plasată ușor sub media UE (23 la sută), dar și a celorlalte state din regiune. Ecartul este înregistrat în special pe seama evoluției modeste a fondurilor structurale și de coeziune.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, nivelul deviației PIB a fost reevaluat în sus, pe fondul: (i) evoluției peste așteptări a activității economice din trimestrul II 2018, cu impact persistent și asupra nivelului prognozat al variabilei și al (ii) actualizării informațiilor surprinse în setul de determinanți, dintre care se remarcă proiectarea la valori mai ridicate, pe parcursul următorilor doi ani, a stimulilor fiscali asociați conduitei discreționare a politicii fiscale<sup>77</sup> și reducerea, într-o manieră mai graduală comparativ cu evaluarea anterioară, a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg.

### Componentele cererii agregate

După cvasistagnarea din primul trimestru al anului curent, inclusiv în contextul deteriorării încrederii consumatorilor, consumul final efectiv a crescut în trimestrul II cu 1,4 la sută față de perioada anterioară<sup>78</sup>. Pentru următoarele trimestre se anticipează continuarea traiectoriei ascendente a consumului final efectiv, cu ritmuri însă ușor atenuate. Semnale în acest sens sunt conferite de anticiparea unei temperări a majorărilor salariului net real și de perspectiva îmbunătățirii încrederii consumatorilor.

Consumul final efectiv este prognozat a rămâne principalul determinant al creșterii economice și pe parcursul anului următor, însă cu o contribuție inferioară celei din 2017. Evoluția componentei este concordantă dinamicii venitului disponibil real, în curs de temperare. Traectoria acestuia este imprimată de principala sa componentă – fondul de salarii –, afectată de atenuarea ritmului de creștere a salariului net în termeni nominali, în timp ce perspectiva de evoluție a ratei inflației acționează în sens favorabil. În același sens acționează și gradul de tensionare a pieței muncii, anticipat a se menține relativ ridicat. Resursele de consum beneficiază, pe parcursul întregului interval de prognoză, de impactul evaluat a fi stimulat, dar în reducere, al ratelor reale ale dobânzilor.

După deteriorarea marcantă a FBCF în primele două trimestre ale anului curent, dinamica trimestrială a acestei componente este prevăzută în curs de redresare în cea de-a doua jumătate a anului. Traectoria este însă grevată de incertitudine, în condițiile unor efecte adverse persistente ale limitării investițiilor publice și ale unor factori cu caracter structural. Semnalele la nivelul indicatorilor cu frecvență înaltă sunt mixte. Astfel, absorbția fondurilor europene structurale și de investiții, ce ar putea finanța achiziția de echipamente și continuarea implementării proiectelor din infrastructură, a fost modestă în primele trei trimestre ale anului, în timp ce îmbunătățirea încrederii în rândul operatorilor din construcții este de așteptat să exercite efecte de antrenare pe acest segment.

Deși pe parcursul intervalului de prognoză dinamica trimestrială a FBCF este anticipată în curs de redresare, evoluția medie anuală este proiectată a fi negativă în 2018 (marcată fiind de contracțiile înregistrate în prima parte a anului curent), iar ulterior a reveni în teritoriul pozitiv, însă la valori moderate. Factori cu caracter structural care afectează prognoza componentei sunt predictibilitatea limitată a cadrului legislativ, conduita discreționară a autorităților în privința cheltuielilor de investiții, dar și calitatea

<sup>77</sup> Aproximată prin intermediul impulsului fiscal.

<sup>78</sup> Pentru detalii privind factorii care au determinat evoluția componentelor PIB în trimestrul II 2018, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

deficitară a infrastructurii și dificultățile întâmpinate în identificarea de salariați cu abilități adecvate, trenând demararea proiectelor de investiții. FBCF este totuși anticipat a beneficia de continuarea tendinței de majorare graduală a fluxului de investiții străine directe – susținute de perspectivele de creștere economică din România și din principalele state de proveniență –, la care se pot adăuga efecte antrenante ale menținerii ipotezei de absorbție suplimentară a fondurilor structurale și de investiții<sup>79</sup>, precum și resursele mobilizate prin Fondul european pentru investiții strategice (FEIS).

Pe fondul avansului robust al cererii externe, evoluția trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii este așteptată să cunoască o redresare (după declinul de -0,5 la sută din trimestrul II), dinamica anuală menținându-se astfel în teritoriul pozitiv pe parcursul întregului interval de prognoză. Componenta este proiectată a cunoaște însă o atenuare de ritm comparativ cu anii precedenți. Pe de o parte, exporturile vor fi susținute de evoluțiile anticipate favorabile ale activității economice a principalilor parteneri comerciali, în special fiind favorizate sectoarele integrate în lanțurile internaționale de valoare adăugată (precum producția mijloacelor de transport și ramurile conexe). Pe de altă parte, se au în vedere: (i) tendința de deteriorare a competitivității prin preț a produselor autohtone, în condițiile continuării majorării costurilor unitare cu forța de muncă (chiar dacă în ritmuri ce vor cunoaște o atenuare semnificativă), a căror evoluție se va reflecta și asupra costurilor de producție și (ii) o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum lipsa sau calitatea deficitară a infrastructurii ori structura valorii adăugate obținute în procesele de producție, în contextul unui nivel încă redus al inovării.

Deși absorbția internă a cunoscut o evoluție modestă în prima jumătate a anului curent, importurile de bunuri și servicii au continuat să se majoreze cu ritmuri trimestriale susținute, fiind sprijinite de efectul de antrenare (chiar dacă în reducere în trimestrul II) provenit din partea exporturilor. Pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica importurilor de bunuri și servicii este anticipată a consemna o temperare graduală, în linie cu evoluția absorbției interne. În același timp, creșterea importurilor este prognozată a se poziționa peste cea a exporturilor. Ecartul este anticipat a fi substanțial în 2018 și sensibil mai redus în anul următor, determinând o contribuție negativă proporțională cu acesta la creșterea PIB.

În trimestrul II 2018, deficitul contului curent s-a menținut la valori similare trimestrului anterior<sup>80</sup>, reflectând accentuarea celui al balanței bunurilor și serviciilor, în contrast cu temperarea marginală a deficitului balanței veniturilor (valori cumulate pe patru trimestre). Pe parcursul anului 2018, deficitul contului curent este anticipat a-și continua tendința de majorare inițiată în anul 2015, iar ulterior a se aplatiza, în condițiile decelerării absorbției interne, poziționându-se la valori sub nivelul de 4 la sută din PIB. Finanțarea deficitului de cont curent pentru anul curent se prefigurează a fi asigurată în mare parte prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă,

<sup>79</sup> Având în vedere frecvențele modificări legislative cu rol de facilitare a implementării proiectelor pe programe operaționale, cadrul de finanțare cu Banca Europeană de Investiții în valoare de 1 miliard euro pentru cofinanțarea proiectelor prioritare de transport, precum și finalizarea până în luna martie 2019 a proiectelor făcute pe alocarea financiară curentă (nefinalizate în exercițiul anterior, cumulând aproximativ 4 miliarde euro).

<sup>80</sup> Exprimat ca pondere în PIB, valoarea (cumulată pe patru trimestre) a fost de 3,2 la sută, comparativ cu 3,3 la sută în trimestrul I 2018 și 3,2 la sută la finele anului 2017.

în condițiile unor atrageri în continuare modeste ale fondurilor europene structurale și de investiții (FESI)<sup>81</sup>. Pe restul intervalului de prognoză, proporția acestora ca procent în PIB este însă anticipată a se majora gradual, sub ipoteza revigorării graduale a intrărilor de investiții străine directe și a îmbunătățirii gradului de absorbție a FESI, ca urmare a conturării premiselor derulării accelerate a proiectelor finanțate din aceste surse. Cu toate acestea, deschiderea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului are potențialul de a acționa în sensul deteriorării echilibrului macroeconomic, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești, mai ales în condițiile în care poziția contului curent din România este inversă față de cea înregistrată în celelalte economii emergente din regiune.

### Condițiile monetare în sens larg

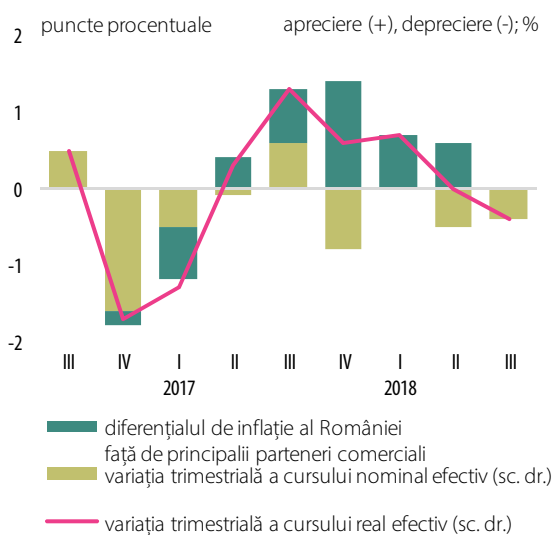
Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>82</sup> al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici<sup>83</sup>.

Atât rata nominală medie a dobânzii la creditele noi în lei, cât și cea aferentă depozitelor noi la termen în lei sunt estimate în creștere în trimestrele III și IV 2018. De asemenea, în termeni reali, ratele dobânzilor sunt anticipate a avea o dinamică ascendentă în trimestrele menționate, reflectând preponderent evoluția în termeni

nominali, anticipațiile de inflație fiind în creștere doar în trimestrul III și menținându-se constante în trimestrul următor. Cumulat, în trimestrele III și IV 2018, ratele reale ale dobânzilor continuă să transmită un impuls stimulator asupra activității economice din perioadele următoare, dar în diminuare.

În cea de-a doua jumătate a anului curent, pe fondul unei depreciere în termeni nominali efectivi (pe seama efectului dominant al evoluției leului față de dolarul SUA), cursul de schimb real efectiv este evaluat a-și întrerupe temporar tendința de apreciere inițiată în anul anterior și imprimată de ratele interne ale inflației sistematic mai ridicate decât cele ale partenerilor comerciali (Grafic 4.9). În acest context, deteriorarea competitivității prin preț a economiei naționale încetinește provizoriu, cursul de schimb real efectiv manifestând în ultimele două trimestre,

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



Sursa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

<sup>81</sup> Similar anului anterior, ponderea în PIB a FESI în 2018 este proiectată a se plasa semnificativ sub cea aferentă anului 2016 (1,2 la sută), înregistrată în contextul suprapunerii celor două cadre financiare multianuale.

<sup>82</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

<sup>83</sup> Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei relativ la cele în valută.

prin canalul exporturilor nete, un impact relativ neutru asupra activității economice din perioadele următoare.

Pe ansamblul trimestrelor III și IV 2018, efectul de avuție și de bilanț este evaluat a exercita influențe stimulative asupra *gap*-ului PIB din perioadele viitoare, în principal pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni) sub nivelul de echilibru (*gap* semnificativ negativ), pe fondul politicii monetare încă acomodative a BCE. La acestea se adaugă, în intervalul analizat, contribuția ușor stimulativă a variației deviației cursului de schimb real efectiv. În schimb, prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este evaluată a manifesta un efect ușor restrictiv.

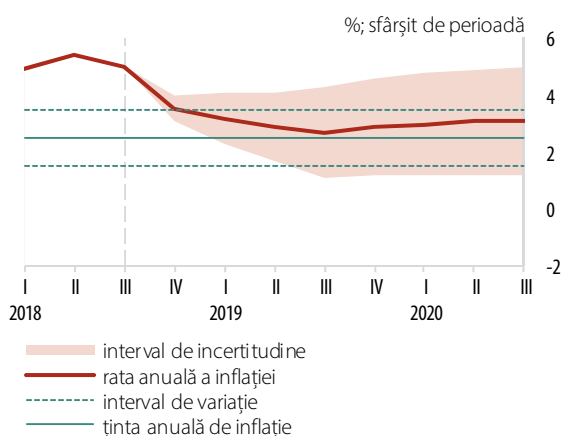
În ansamblu, în trimestrele III și IV 2018 condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a-și păstra aproape nemodificat caracterul stimulativ la adresa cererii agregate din trimestrele următoare, diminuarea impulsului stimulativ din partea ratelor reale ajustate ale dobânzilor fiind contrabalansată de ușoara intensificare a aportului din partea efectului de avuție și de bilanț.

Condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a-și reduce caracterul stimulativ pe parcursul intervalului de proiecție, urmând a se plasa la valori cvasineutre la orizontul prognozei. Traectoria este imprimată cu precădere de evoluția cursului de schimb real efectiv, prin canalul exporturilor nete, reflectând tendința de deteriorare a competitivității prin preț a economiei naționale în condițiile poziționării așteptate a ratei inflației din România la un nivel mai ridicat comparativ cu cea a partenerilor comerciali externi. La rândul lor, ratele reale ale dobânzilor vor continua să își diminueze caracterul stimulativ și pe parcursul trimestrelor următoare. Conduita politicii monetare a BNR este configurată în vederea unui dozaj și a unei cadențe adecvate de ajustare, din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste și a menținerii ratei anuale a inflației pe traiectoria evidențiată de cea mai recentă prognoză pe termen mediu, în condiții de protejare a stabilității financiare.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază (Grafic 4.10), sursele de risc fiind localizate atât în mediul intern, cât și în cel extern. Riscurile specifice acestei runde sunt asociate cu precădere evoluției componentelor exogene ale coșului de consum. În același timp, chiar în condițiile materializării parțiale a unora din riscurile menționate în *Raportul* anterior, rămân relevante cele asociate coordonatelor mediului extern, din perspectiva evoluției prețurilor materiilor prime energetice, a unei posibile escaladări a protecționismului comercial, precum și a unei eventuale încetiniri într-un ritm mai rapid decât cel prevăzut în scenariul de bază a activității economice a principalilor parteneri comerciali ai României, în contextul deteriorării perspectivelor economice de la nivel global.

Grafic 4.10. Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2017. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Pe plan intern, riscurile sunt asociate cu precădere evoluției componentelor exogene ale coșului de consum. Un factor care și-a accentuat relevanța în runda curentă se referă la dinamica prețurilor administrate. Planează incertitudini privind efectul final asupra tarifelor la energia electrică al creșterii cotei anuale obligatorii de achiziție a certificatelor verzi și al reducerii ratei reglementate de rentabilitate a distribuitorilor de energie electrică<sup>84</sup>. Totodată, posibile presiuni inflaționiste suplimentare sunt asociate componente gaze naturale, în contextul gradului ridicat de corelare a evoluțiilor cotațiilor gazului din producția internă pe bursa autohtonă cu cele de pe piețele internaționale, acestea din urmă având potențialul de a-și continua tendința recentă de creștere și în perioadele următoare<sup>85</sup>.

O altă sursă de risc se referă la potențiale creșteri superioare celor previzionate în scenariul de bază ale prețurilor produselor alimentare, în contextul evoluției cotațiilor unor cereale pe piața internațională<sup>86</sup>, precum și al epidemiei de pestă porcină. Totodată, sunt inerente incertitudinile asociate impactului condițiilor meteorologice asupra ofertei de produse agricole, atât pe plan local, cât și regional sau chiar global.

În cazul prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice, orice abateri survenite la nivelul reglementat al accizelor aplicabile acestor produse, sub forma unor posibile majorări de mai mare amploare decât cele stipulate în Codul fiscal, au potențialul de a conduce la abateri în sus ale traiectoriei inflației de la valorile prevăzute în scenariul de bază.

În ipoteza materializării unuia sau, cu atât mai mult, în cea a suprapunerii unei multitudini din aceste șocuri, riscul dezancorării anticipațiilor inflaționiste ar dobândi o relevanță sporită pe fondul ponderii relativ ridicate a componentelor exogene în coșul de consum al populației (i.e. aproximativ 39 la sută).

Un alt factor de risc specific mediului intern se referă la evoluția venitului disponibil real al populației pe intervalul de proiecție, în contextul menținerii gradului relativ ridicat de tensionare a pieței muncii, în condițiile deficiențelor structurale cu caracter persistent (necorelare accentuată a pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, rată ridicată de inactivitate, mobilitate internă scăzută, nivel ridicat al emigrației etc.), dar și pe fondul incertitudinilor privind etapizarea și magnitudinea ajustărilor salariale, de presupus a continua și în perioadele viitoare în cazul salariaților plătiți din fonduri publice.

<sup>84</sup> Pentru mai multe detalii, a se consulta comunicatul ANRE din data de 17 septembrie 2018, disponibil la adresa: <https://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-17-09-2018-aprobarea-ratei-reglementate-a-rentabilitatii>.

<sup>85</sup> Această tendință este imprimată de condițiile meteorologice extreme din America de Nord și Europa de Vest, concomitent cu existența unui exces de cerere.

<sup>86</sup> Recolta agregată la nivelul UE s-a plasat sub media ultimilor cinci ani, sub efectul condițiilor meteorologice nefavorabile, astfel că prețurile externe ale grâului și porumbului au înregistrat creșteri semnificative în perioadele recente.

Din perspectiva conduitei politicii fiscale și a celei a veniturilor, incertitudini sporite sunt asociate măsurilor prevăzute în Programul de guvernare ce ar urma să fie legiferați, precum și configurației finale a legii pensiilor<sup>87</sup>. Totodată, își păstrează relevanța riscul unor potențiale reconfigurări ale coordonatelor bugetului public pe intervalul de prognoză, inclusiv pe fondul unor măsuri compensatorii ce s-ar impune în vederea menținerii deficitului bugetar în țintele propuse de autorități. În acest context, materializarea unor niveluri inferioare celor programate ale cheltuielilor publice pentru investiții este de natură a avea implicații nefavorabile asupra dinamicii viitoare a formării brute de capital fix și, implicit, a celei a PIB potențial. În acest context, înregistrarea unei creșteri economice durabile și sustenabile, fără prejudicierea obiectivului privind stabilitatea prețurilor, este strict condiționată de implementarea unui mix echilibrat de politici macroeconomice, precum și de accelerarea reformelor structurale.

Pe plan extern, prezintă relevanță din ce în ce mai amplă posibila decelerare mai rapidă a activității economice de la nivel global, riscurile la adresa performanței economice fiind induse inclusiv de o potențială escaladare a protecționismului comercial, de deteriorarea perspectivelor în unele economii de piață emergente, îndeosebi în Turcia, precum și de epuizarea tracțiunii exercitate de componenta ciclică a activității economice, în cazul unor țări avansate. În aceste circumstanțe, efectele asupra economiei românești ar putea fi resimțite prin canalul comercial, cu efecte directe, cât și indirecte. Rămân relevante incertitudinile aferente procesului *Brexit*, evoluțiile recente din Italia și impactul propagat pe care l-ar putea avea asupra evoluțiilor din zona euro și UE, precum și conduita politicilor monetare ale principalelor bănci centrale. Alți factori care și-au menținut importanța și în runda curentă se referă la accentuarea tensiunilor geopolitice, de natură a potența volatilitatea pe piețele financiare internaționale.

Evoluțiile prețurilor internaționale ale materiilor prime, cu precădere cele energetice, continuă să reprezinte surse apreciable de riscuri la adresa proiecției ratei anuale a inflației. Incertitudini ridicate sunt asociate în special dinamicii viitoare a cotațiilor petrolului, acestea fiind condiționate atât de factori de ofertă – perspectivele privind oferta de țiței a SUA obținută prin metode neconvenționale, un posibil declin al exporturilor de petrol din Iran în contextul sancțiunilor impuse de SUA, precum și evoluțiile geopolitice din Venezuela și Libia, dar și măsura în care aceste posibile efecte vor fi compensate de creșteri ale producției din partea OPEC și a țărilor aliniate –, cât și de factori de cerere, în contextul perspectivelor privind activitatea economică globală.

<sup>87</sup> Proiectul de lege privind reformarea sistemului de pensii, inclus în Programul de guvernare, a fost adoptat recent de Guvern și trimis în Parlament pentru dezbateri și aprobare.

# Abrevieri

|          |  |
|----------|--|
| AFIR     | Agenția pentru Finanțarea Investițiilor Rurale                     |
| ANOFM    | Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă                  |
| ANRE     | Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei         |
| BCE      | Banca Centrală Europeană   |
| BIM      | Biroul Internațional al Muncii                                     |
| BM       | Banca Mondială   |
| CE       | Comisia Europeană  |
| CRC      | Centrala Riscului de Credit  |
| DG ECFIN | Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare                  |
| Eurostat | Oficiul de Statistică al Uniunii Europene                          |
| FAO      | Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură     |
| FBCF     | formarea brută de capital fix                                      |
| IAPC     | indicele armonizat al prețurilor de consum                         |
| INS      | Institutul Național de Statistică                                  |
| IPC      | indicele prețurilor de consum                                      |
| IVU      | indicele valorii unitare   |
| LFO      | legume, fructe, ouă  |
| MFP      | Ministerul Finanțelor Publice                                      |
| ON       | <i>overnight</i>   |
| OPEC     | Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol                         |
| PIB      | produsul intern brut   |
| RMO      | rezerve minime obligatorii   |
| PPI      | prețurile producției industriale                                   |
| ROBOR    | rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci |
| TFP      | productivitatea totală a factorilor de producție                   |
| TVA      | taxa pe valoarea adăugată  |
| UE       | Uniunea Europeană  |
| 3M       | 3 luni   |
| 12M      | 12 luni  |
| 3Y       | 3 ani  |
| 5Y       | 5 ani  |
| 10Y      | 10 ani   |



## Lista tabelelor din text

---

### Casetă

|           |   |    |
|-----------|---|----|
| Tabel A   | Numărul mediu anual net de locuri de muncă create (2001-2016) | 25 |
| Tabel 3.1 | Principalele poziții din contul financiar                     | 37 |
| Tabel 3.2 | Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale     | 38 |
| Tabel 4.1 | Evoluția așteptată a variabilelor externe                     | 42 |
| Tabel 4.2 | Rata anuală a inflației în scenariul de bază                  | 43 |
| Tabel 4.3 | Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază    | 44 |
| Tabel 4.4 | Contribuția componentelor la rata anuală a inflației          | 45 |

## Lista graficelor din text

---

|               |   |    |
|---------------|---|----|
|               | Proгноza ratei inflației  | 9  |
| Grafic 1.1    | Evoluția inflației  | 13 |
| Grafic 1.2    | Componentele inflației de bază  | 14 |
| Grafic 1.3    | Prețurile agricole ale materiilor prime și prețul de producție în industria alimentară      | 14 |
| Grafic 1.4    | Anticipații privind evoluția prețurilor   | 15 |
| Grafic 1.5    | IAPC mediu anual în UE – sep. 2018  | 15 |
| Grafic 2.1    | Contribuții la creșterea economică  | 16 |
| Grafic 2.2    | Activitatea comercială și indicatori de încredere   | 17 |
| Grafic 2.3    | Investiții  | 18 |
| Grafic 2.4    | Perspective privind construcțiile de clădiri  | 19 |
| Grafic 2.5    | Exporturi de bunuri și servicii   | 19 |
| Grafic 2.6    | Balanța bunurilor   | 20 |
| Grafic 2.7    | Productivitatea muncii în industria prelucrătoare   | 21 |
| Grafic 2.8    | Factori care limitează avansul producției industriale                                       | 21 |
| Grafic 2.9    | Efectivul salariaților din economie   | 22 |
| Grafic 2.10   | Șomajul și locurile de muncă vacante  | 22 |
| Grafic 2.11   | Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii și câștigul salarial nominal brut | 23 |
| <b>Casetă</b> |   |    |
| Grafic A      | Distribuțiile numărului și dinamicii locurilor de muncă în funcție de dimensiunea firmelor  | 24 |
| Grafic B      | Distribuțiile numărului și dinamicii locurilor de muncă în funcție de vârsta firmelor       | 25 |
| Grafic 2.12   | Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime                                     | 27 |
| Grafic 2.13   | Prețurile producției industriale pentru piața internă                                       | 28 |
| Grafic 2.14   | Prețurile producției agricole   | 28 |

|             |  |    |
|-------------|--|----|
| Grafic 2.15 | Costurile unitare cu forța de muncă  | 29 |
| Grafic 3.1  | Ratele dobânzilor BNR  | 33 |
| Grafic 3.2  | Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR                             | 34 |
| Grafic 3.3  | Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat                    | 35 |
| Grafic 3.4  | Ratele dobânzilor în sistemul bancar   | 35 |
| Grafic 3.5  | Cursul de schimb nominal   | 36 |
| Grafic 3.6  | Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune                 | 37 |
| Grafic 3.7  | Principalele componente ale masei monetare                                     | 38 |
| Grafic 3.8  | Creditul acordat sectorului privat pe monede                                   | 39 |
| Grafic 3.9  | Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale                  | 39 |
| Grafic 4.1  | Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent             | 42 |
| Grafic 4.2  | Prognoza ratei inflației   | 43 |
| Grafic 4.3  | Inflația anuală CORE2 ajustat  | 44 |
| Grafic 4.4  | Inflația anuală a prețurilor LFO   | 45 |
| Grafic 4.5  | Inflația anuală a prețurilor administrate                                      | 46 |
| Grafic 4.6  | Inflația anuală a prețurilor combustibililor                                   | 46 |
| Grafic 4.7  | Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică                    | 47 |
| Grafic 4.8  | Deviația PIB   | 48 |
| Grafic 4.9  | Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv                             | 51 |
| Grafic 4.10 | Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază | 53 |

