



BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

Raport asupra  
inflației  
februarie 2019

Anul XV, nr. 55

# Raport asupra inflației

## Februarie 2019

## **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 7 februarie 2019, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 1 februarie 2019.

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
Caseta 1. Evoluția investițiilor în perioada recentă: câteva coordonate	22
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	34
2.1. Prețurile de import	34
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	35
3. Politica monetară și evoluții financiare	38
1. Politica monetară	38
2. Piețe financiare și evoluții monetare	41
2.1. Ratele dobânzilor	41
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	44
2.3. Moneda și creditul	46
4. Perspectivele inflației	49
1. Scenariul de bază	49
1.1. Ipoteze externe	49
1.2. Perspectivele inflației	51
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	54
Caseta 2. Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2018	61
1.4. Riscuri asociate proiecției	63
Abrevieri	66
Lista tabelor din text	67
Lista graficelor din text	67



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

În linie cu traiectoria anticipată, rata anuală a inflației IPC și-a accentuat parcursul descendent în ultimul trimestru al anului 2018. Indicatorul a coborât la 3,4 la sută în luna noiembrie și a decelerat ulterior la 3,3 la sută în luna decembrie, consolidându-se astfel în interiorul intervalului asociat țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual. În ambele luni, valorile înregistrate ale ratei anuale a inflației s-au plasat sub cele ale prognozei *benchmark* din *Raportul asupra inflației* din noiembrie, reflectând cu precădere șocuri de natura ofertei, asociate scăderii cotațiilor internaționale ale petrolului, precum și ieftinirii citricelor pe fondul producției abundente de la nivel european. Tendința descendentă a ratei anuale a inflației din trimestrul IV a fost rezultatul evoluțiilor tuturor componentelor coșului, inclusiv al celei a indicelui CORE2 ajustat, a cărui dinamică a atins 2,5 la sută în decembrie 2018, în decelerare de la 2,8 la sută în luna septembrie. În același timp, însă, rata medie anuală a inflației IPC a continuat să se majoreze, de la 4,5 la sută în luna septembrie, până la 4,6 la sută în luna decembrie. Un parcurs similar a cunoscut și rata medie anuală a inflației calculată folosind indicii armonizat (IAPC), care a urcat cu 0,3 puncte procentuale, de la 3,8 la sută în septembrie la 4,1 la sută în decembrie. Ecartul indicatorului față de media europeană s-a menținut ridicat, la peste 2 puncte procentuale.

La prelungirea tendinței descendente a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat din trimestrul IV, inițiată încă de la jumătatea anului 2018, grupa alimentelor procesate a continuat să dețină aportul decisiv, cotațiile principalelor materii prime consemnând în intervalul octombrie-decembrie 2018 dinamici semnificativ mai reduse comparativ cu cele din perioada corespunzătoare a anului 2017. În pofida evoluției favorabile, dinamica trimestrială a inflației de bază s-a plasat în ultimele trei luni ale anului 2018 peste media multianuală din intervalul 2010-2017, pe fondul menținerii tensionării pieței muncii – reflectată în avansul substanțial al costurilor unitare cu forța de muncă – și al persistenței excedentului de cerere din economie. În aceste condiții, deși a atins 2,5 la sută în decembrie, la nivelul componentei persistă unele presiuni latente care pot conduce la reinflamarea creșterii prețurilor în perioada următoare.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a menținut ridicată și în trimestrul III 2018 (14,6 la sută în termeni anuali), în scădere cu doar 1 punct procentual față de primele două trimestre ale anului. O imagine similară se conturează și în industrie, unde creșterea costurilor salariale unitare<sup>1</sup> s-a plafonat în jurul a 6 la sută, atât în trimestrul III, cât și în perioada octombrie-noiembrie. Totuși, menținerea dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă la niveluri consistente în

<sup>1</sup> Valorile exclud efectul modificărilor fiscale implementate la începutul anului 2018.



ultimii trei ani indică acumularea unor presiuni adverse la adresa poziției competitive a economiei, erodată suplimentar de inadecvarea și insuficiența capitalului uman rămas disponibil – impedimentul cel mai des invocat de către companii în calea expansiunii activității.

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

În ședința din 6 noiembrie 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 a coborât la 5,03 la sută în luna septembrie 2018, de la 5,06 la sută în luna august, situându-se ușor peste nivelul prognozat, ca urmare a accelerării creșterii în termeni anuali a prețurilor legumelor. În schimb, celelalte componente ale coșului de consum au consemnat încetiniri ale dinamicilor anuale. La rândul său, rata anuală a inflației CORE 2 ajustat a continuat să scadă, până la 2,8 la sută în luna septembrie, de la 2,85 la sută în luna august. Descreșterea a fost determinată în principal de segmentul produsele alimentare procesate, sub influența dinamicii prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare. Cea mai recentă prognoză reconfirma perspectiva revenirii ratei anuale a inflației, la finalul anului 2018, în apropierea limitei superioare a intervalului țintei, urmată de coborârea și menținerea acesteia în jumătatea superioară a intervalului până la finele orizontului prognozei.

Incertitudinile și riscurile asociate perspectivei inflației aveau ca principale surse evoluția prețurilor combustibililor pe plan mondial, a prețurilor administrate (gaze și energie electrică), a prețurilor produselor alimentare și a celor din tutun, precum și condițiile de pe piața muncii și conduita politicii fiscale și de venituri. Relevante rămâneau, de asemenea, ritmul creșterii economiei zonei euro și a celei globale în contextul tendințelor protecționiste și al incertitudinilor legate de *Brexit*, precum și 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 4,25 la sută în octombrie și la 3,43 la sută în noiembrie 2018, revenind mai repede decât se anticipa în intervalul de variație al țintei staționare. Determinante pentru această evoluție au fost, încă o dată, unele efecte de bază, precum și conduita atent calibrată a politicii monetare. Efecte de bază dezinflaționiste de mai mare amploare au marcat evoluția prețurilor volatile și pe cea a prețurilor administrate, influențate și de scăderile consemnate în luna noiembrie pe segmentul combustibililor și pe cel al legumelor și fructelor. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat ușor traiectoria descendentă, scăzând la 2,6 la sută în noiembrie, de la 2,8 la sută în luna septembrie, pe fondul decelerării pe segmentul produselor alimentare procesate și pe cel al serviciilor, sub influența unor efecte de bază și a evoluției cursului de schimb al monedei naționale în raport cu euro în luna noiembrie. Datele provizorii indicau o ușoară reaccelerare în termeni anuali a creșterii economice în trimestrul III 2018, până la 4,3 la sută, de la 4,1 la sută în trimestrul anterior, exclusiv pe seama creșterii mult peste așteptări a producției agricole. Pe partea cererii, contribuția majoritară la

creșterea PIB a continuat să aparțină variației stocurilor, urmată de contribuția consumului gospodăriilor populației. Exportul net și-a mărit contribuția negativă la dinamica PIB, pe fondul încetinirii relativ mai pronunțate a creșterii exporturilor de bunuri și servicii, contribuind la accelerarea adâncirii deficitului de cont curent față de perioada similară a anului anterior.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 8 ianuarie 2019, 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 ritmului creșterii economiei zonei euro și a celei globale, precum și conduitei politicii monetare a BCE și a băncilor centrale din regiune. Relevante rămâneau și riscurile asociate conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind inclusiv nefinalizarea proiectului de buget pe anul 2019, precum și caracterul intempestiv și conținutul setului de măsuri fiscale și bugetare intrate în vigoare de la 1 ianuarie.

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, Consiliul de administrație a reiterat că mixul echilibrat de politici macroeconomice și implementarea de reforme structurale care să stimuleze potențialul de creștere pe termen lung sunt esențiale pentru menținerea stabilității macroeconomice și întărirea capacității economiei românești de a face față unor eventuale evoluții adverse.

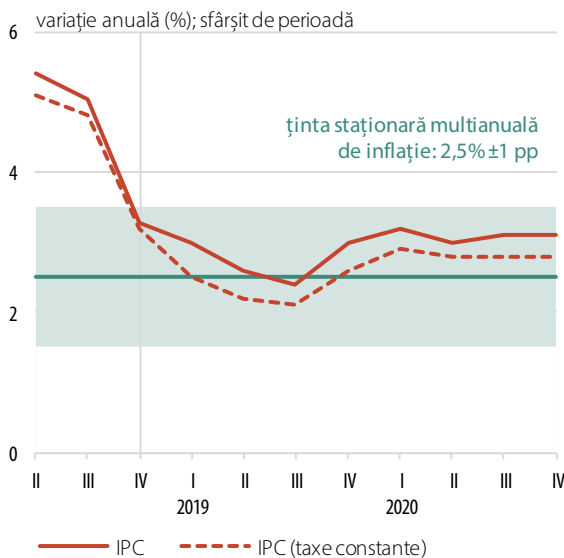
## Perspectivile inflației

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC va atinge 3,0 la sută la sfârșitul anului 2019 și 3,1 la sută la finele anului 2020. Față de *Raportul* precedent, scenariul actualizat revizuieste ușor ascendent proiecția pentru sfârșitul anului curent, cu 0,1 puncte procentuale, pe seama unei contribuții mai ridicate provenind din partea

ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, în timp ce contribuțiile unora dintre celelalte componente ale coșului de consum s-au compensat reciproc. Pentru lunile decembrie 2019 și decembrie 2020, contribuția cumulată a componentelor exogene la rata anuală a inflației IPC este preconizată să se diminueze semnificativ raportat la valoarea înregistrată în decembrie 2018 (1,8 puncte procentuale), până la 0,9 puncte procentuale și, respectiv, 1 punct procentual.

În cursul anului 2019, majorările de mai mare amploare ale prețului tutunului, decurgând din noul cuantum al accizei stabilit prin Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 114/2018, sunt compensate de cele mai reduse ale prețurilor combustibililor și, respectiv, componentei LFO (ieftinirea sensibilă a prețului citricelor pe plan european). Pe parcursul anului 2020, contribuția componentelor exogene a fost revizuită descendent, preponderent pe seama

### Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

reconfigurării traiectoriei prețului gazelor naturale, prin încorporarea efectelor prevederilor OUG nr. 114/2018 referitoare la impunerea unor niveluri de preț de tip plafon pe circuitul de stabilire a prețului final de vânzare a produsului către consumatorii casnici. În contextul continuării ajustării accizelor la combustibili și la produsele din tutun pe parcursul intervalului de prognoză, rata anuală a inflației IPC calculată la taxe constante va rămâne inferioară dinamicii proiectate a indicatorului *headline*, cu 0,4 puncte procentuale la finele anului 2019 și, respectiv, cu 0,3 puncte procentuale la sfârșitul celui următor.

Scenariul de bază al proiecției reconfirmă temperarea creșterii economice în 2018, deși dinamica acesteia a fost marcată, conform celor mai recente date statistice, de manifestarea unui șoc apreciabil de ofertă pe segmentul producției agroalimentare. Ulterior, în 2019 și 2020, creșterea economică este anticipată să cunoască noi decelerări de ritm. Traiectoria PIB este afectată de epuizarea treptată, pe parcursul celor doi ani, a efectelor asociate dinamicii favorabile a venitului disponibil real al gospodăriilor populației, în principal pe seama componentei salariale a indicelui, cu impact asupra cererii solvabile a acestora; totodată, scenariul de bază prevede o ameliorare a evoluției formării brute de capital fix, ulterioară contracției probabile a componentei din 2018, însă dinamicile anuale sunt anticipate a rămâne în continuare inferioare mediei înregistrate în perioada postcriză. La această traiectorie contribuie și setul de măsuri fiscale intrate în vigoare la 1 ianuarie 2019, ce ar putea avea ca impact, pe termen scurt, amânarea de către agenții economici a unei părți a investițiilor planificate, iar pe termen mediu, în condițiile persistenței incertitudinii, chiar diminuarea cuantumului total al acestora. Dinamici mai ridicate ale formării brute de capital fix, esențiale din perspectiva potențării, pe termen mediu, a capacității productive a economiei, sunt strict condiționate de impunerea unei cadențe mai alerte a atragerilor de fonduri europene, de majorarea alocărilor de investiții derulate din fonduri publice, precum și de asigurarea predictibilității reglementărilor ce vizează mediul de afaceri. Contribuția exportului net este anticipată a rămâne negativă pe tot parcursul intervalului analizat.

În linie cu evoluțiile istorice recente și cu ipotezele scenariului de bază, deficitul de cont curent își va continua și în 2019 tendința de majorare inițiată în anul 2015, fiind de așteptat să se plaseze la valori ce ar putea implica depășirea, încă din anul curent, a valorii de tip „reper” de 4 la sută din PIB, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene<sup>2</sup>. În acest context, este de așteptat să persiste și divergența de poziționare a indicatorului în perspectivă regională (deficit vs. surplus), semnalând acumularea într-un ritm mai rapid a dezechilibrelor în plan extern în cazul României. Gradul de sustenabilitate a evoluțiilor de la nivelul deficitului de cont curent este problematic și din perspectiva probabilă a continuării tendinței recente de finanțare doar parțială a indicatorului pe seama volumului atragerilor de fonduri europene structurale și de investiții aferente cadrului financiar multianual 2014-2020 și, respectiv, a intrărilor de investiții străine directe, ambele fiind surse de finanțare stabile, non-generatoare de noi datorii.

<sup>2</sup> Indicatorul este calculat ca medie a valorilor pentru ultimii 3 ani. Detalii pot fi regăsite pe *website*-ul Comisiei Europene, secțiunea *Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard*.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, nivelul deviației PIB a fost reevaluat ușor descendent pe parcursul anului 2018, pe seama revizuirii seturilor de date istorice operate de INS, a estimării impactului factorilor fundamentali asupra acesteia, în paralel unei contribuții mai ample a agriculturii – componentă afectată de șocuri de natura ofertei, ce se reflectă în mod direct în nivelul estimat al PIB potențial – la accelerarea de ritm a activității economice din a doua parte a anului. Pornind de la acest nivel reevaluat, pe parcursul anului 2019, *gap*-ul PIB urmează o traiectorie ușor ascendentă, similară celei anticipate în *Raportul* anterior, marcată în a doua parte a intervalului analizat de o relativă aplatizare. Noile valori le depășesc, la orizontul anului 2020, pe cele din *Raportul* precedent, diferențele reflectând stimuli fiscali suplimentari<sup>3</sup> la adresa cererii agregate, cu impact asupra dinamicii venitului disponibil al gospodăriilor populației. În aceste condiții, contribuția *gap*-ului PIB la creșterea economică este estimată a fi pozitivă în 2019 și aproximativ neutră în 2020.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 3,3 la sută la sfârșitul anului 2019 și 3,4 la sută la finele celui viitor. Pornind de la nivelul de 2,5 la sută atins în decembrie 2018, presiunile inflaționiste acumulate la nivelul acestei componente se vor amplifica, în tandem cu majorarea excesului de cerere agregată din economie și pe fondul acumulării de presiuni inflaționiste mai alerte provenind din partea mediului extern asupra prețurilor transformate în lei ale bunurilor din import.

În aceste condiții, 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 la conservarea unui cadru macroeconomic stabil; eficiența și flexibilitatea acesteia ar putea fi afectate de prevederile OUG nr. 114/2018 prin maniera de stabilire a „taxei pe activele băncilor”.

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.

Riscurile specifice acestei runde sunt asociate cu precădere conduitei politicii fiscale și a veniturilor, în condițiile lipsei de disponibilitate la momentul finalizării scenariului de bază al proiecției macroeconomice a unei variante aprobate de Parlament a bugetului de stat pentru anul în curs. În plus, setul de măsuri fiscale și privind investițiile intrate în vigoare la 1 ianuarie 2019 este de natură a crea ambiguități, îngreunând, astfel, evaluarea comprehensivă a impactului acestora asupra mediului de afaceri și a sistemului financiar-bancar, atât în perspectiva orizontului de timp scurt, cât și a celui mediu. Un efect advers al aplicării „taxei pe activele bancare” ar putea consta în posibila diminuare a dinamicii creditării acordate sectorului privat al economiei, cu implicații inclusiv asupra nivelului PIB potențial, prin afectarea volumului finanțabil al investițiilor derulate în economie. Efecte suplimentare, deja vizibile parțial în prima parte a anului curent, ar putea fi asociate unei schimbări a percepției investitorilor față de plasamentele efectuate în România (atât investiții de portofoliu, cât și investiții străine directe), cu impact resimțit la nivelul cursului de schimb al leului, de așteptat a afecta costurile de producție și prețurile bunurilor de consum finale. În sensul unor efecte

<sup>3</sup> Conform noilor prevederi ale Legii pensiilor, sunt așteptate majorări ale punctului de pensie în septembrie 2019 (până la nivelul de 1 265 lei) și, respectiv, septembrie 2020 (până la nivelul de 1 775 lei).

adverse semnificative ale setului de măsuri implementate pledează evidențele privind episoade asemănătoare care au marcat și alte economii europene (de exemplu, Ungaria).

În același timp, se conturează ca extrem de relevante posibile reconfigurări ale dinamicilor componentelor exogene ale coșului de consum. Astfel, în cazul tarifelor la energia electrică și gazele naturale, planează incertitudini privind modul de transpunere a prevederilor cu caracter general ale OUG nr. 114/2018 în norme detaliate ale autorităților de profil și, pe această cale, și privind influența indirectă pe care ar exercita-o asupra dinamicii costurilor de producție ale consumatorilor non-casnici și, astfel, asupra prețurilor bunurilor finale de consum din economie.

Își păstrează relevanța și în runda curentă riscurile asociate evoluțiilor de pe piața forței de muncă, pe de-o parte pe seama menținerii gradului ridicat de tensionare a acesteia asociat deficiențelor structurale persistente, iar, pe de altă parte, pe fondul incertitudinilor privind eşalonarea și magnitudinea ajustărilor salariale prevăzute în legislația de profil în cazul salariaților plătiți din fonduri publice. Având potențialul de a produce reconfigurări ale dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației, orice modificări de la ipotezele luate în calcul ar fi de natură să producă abateri ale creșterii economice și ratei inflației de la coordonatele scenariului de bază.

Pe plan extern, incertitudini sporite sunt asociate unei decelerări mai rapide a activității economice la nivel global, posibil a decurge și din riscuri induse de escaladarea protecționismului comercial, sporirea incertitudinii privind configurația finală a procesului *Brexit*, precum și divergența conduitei politicilor monetare promovate de BCE și de alte bănci centrale majore. Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea genera realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu impact asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb al leului și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației.

În același timp, un alt factor de risc care își reconfirmă importanța se referă la prețurile internaționale ale materiilor prime, cu precădere cele energetice, pe seama evoluțiilor recente și a volatilității accentuate a cotațiilor țițeiului. Dinamica acestora este marcată de incertitudini sporite, fiind condiționată atât de factori de cerere, cât și de ofertă, cu potențial de a afecta proiecția ratei inflației în ambele sensuri.

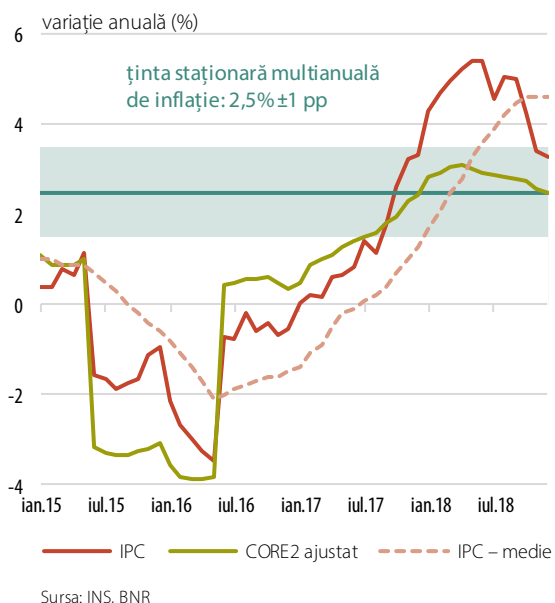
## Decizia de politică monetară

Având în vedere caracteristicile perspectivei inflației, precum și incertitudinile și riscurile asociate acesteia, având ca sursă noul set de măsuri fiscale și bugetare intrate în vigoare de la 1 ianuarie, nefinalizarea programului bugetar și conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri, precum și ritmul creșterii economiei zonei euro și a celei globale, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 7 februarie 2019 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

În linie cu traiectoria anticipată, rata anuală a inflației și-a continuat parcursul descendent în ultimul trimestru din 2018, revenind în intervalul de variație al țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual. Astfel, indicatorul a coborât în luna noiembrie sub limita superioară a intervalului și s-a plasat la 3,3 la sută la finalul anului. Decisive pentru tendința dezinflaționistă vizibilă în a doua jumătate a anului au fost scăderile cotațiilor internaționale ale barilului de petrol, efectele de bază favorabile asociate unor șocuri de ofertă care au marcat perioada similară a anului 2017, precum și conduita prudentă a politicii monetare (Grafic 1.1). Inflația de bază CORE2 ajustat a evoluat într-un registru similar, încheind anul la 2,5 la sută (variație anuală, cu 0,3 puncte procentuale sub nivelul înregistrat în septembrie), ca urmare a estompării efectului scumpirii unor produse agroalimentare în urmă cu un an și a relativei întăriri a leului în raport cu euro la finele anului 2018. Cu toate acestea, unele elemente din sfera factorilor fundamentali de influență, cum ar fi excedentul de cerere încă înalt și dinamica salarială robustă, confirmă persistența unui risc inflaționist în economia locală.

Grafic 1.1. Evoluția inflației

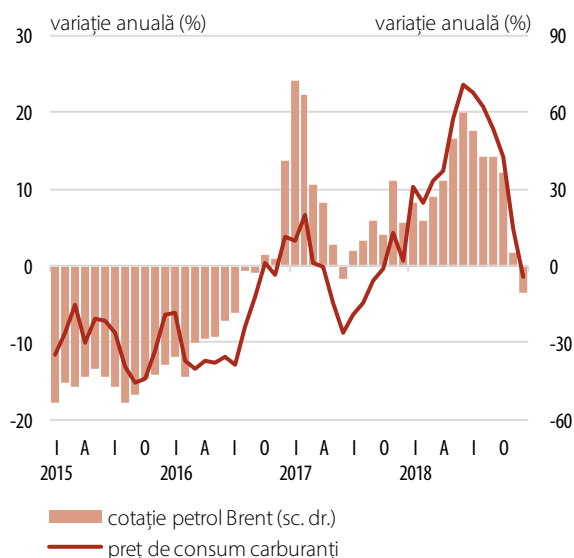


Aproape jumătate din pierderea de ritm consemnată în trimestrul IV 2018 de rata anuală a IPC este atribuibilă grupei combustibililor. Dincolo de ieșirea din baza de calcul a celei de-a doua etape a majorării accizei pentru carburanți, operată la 1 octombrie 2017, combustibilii s-au ieftinit considerabil pe parcursul intervalului curent, în corelație cu mișcarea prețului țițeiului pe piețele internaționale. Chiar dacă trimestrul IV a debutat cu atingerea maximumului ultimilor patru ani în prima decadă a lunii octombrie, ulterior cotația Brent s-a corectat substanțial (cu peste 25 la sută până la finalul anului), ca rezultat al extinderii ofertei din partea principalilor producători mondiali și al semnalelor de slăbire a cererii globale (Grafic 1.2).

Totodată, dezinflația IPC a fost imprimată și de prețurile administrate, determinant fiind însă efectul de bază asociat scumpirii abrupte a energiei electrice

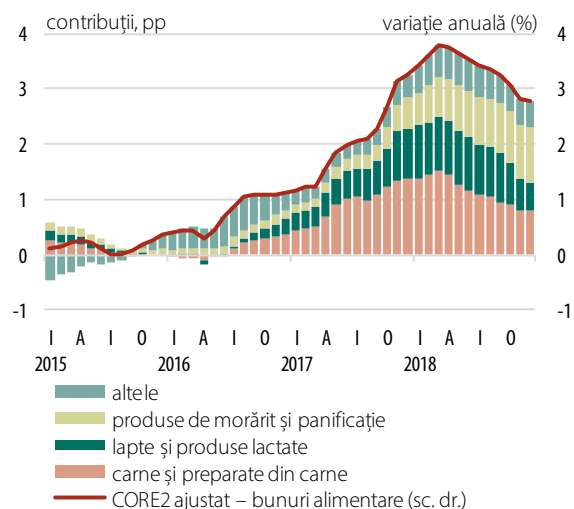
în trimestrul IV 2017, în condițiile în care modificările de preț din intervalul curent au fost doar marginale. Cea mai importantă dintre acestea a fost indusă de creșterea contribuției pentru cogenerarea de înaltă eficiență, implementată de către ANRE la mijlocul lunii noiembrie. Totuși, pe piața concurențială, atât cotația energiei electrice, cât și cea a gazului s-au plasat pe o traiectorie ascendentă în a doua jumătate a

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul carburanților



Sursa: INS, Bloomberg

Grafic 1.3. Componenta alimentară a inflației de bază\*



\*) exclusiv efectele directe ale modificărilor cotei TVA

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

anului 2018 și în prima lună a anului 2019, fluctuații care, deși nu s-au transmis în prețurile finale plătite de consumatorii casnici, pot constitui surse de presiune inflaționistă în perioada următoare.

Temperarea inflației anuale a fost întărită și de prețurile volatile ale bunurilor alimentare – ouă și fructe. Dacă în primul caz determinantă a fost ieșirea din calculul indicatorului anual a efectului crizei fipronilului, care generase scumpiri majore în ultima parte a anului 2017 (de circa 40 la sută), ieftinirea sensibilă a fructelor în perioada curentă a fost antrenată de extinderea producției de citrice la nivel european.

O tendință descendentă a dinamicii anuale a urmat și inflația de bază (CORE2 ajustat), observată încă de la jumătatea anului 2018. Aportul decisiv a continuat să vină din partea alimentelor procesate, exclusiv ca rezultat statistic (Grafic 1.3). Astfel, șocurile de ofertă aferente unor bunuri precum carne, lapte și produse derivate<sup>4</sup> (acoperind jumătate din componenta alimentară a acestui indicator), care au guvernat finalul anului 2017, nu s-au mai repetat, cotațiile principalelor materii prime consemnând evoluții benigne în lunile octombrie-decembrie 2018. Așa cum fusese anticipat, sacrificările realizate în urma izbucnirii focarelor de pestă porcină africană au generat un surplus temporar de ofertă, fiind de așteptat ca o presiune ascendentă asupra prețurilor să se manifeste totuși pe termen mediu. În contrast, produsele de panificație s-au scumpit sensibil, grăul fiind, de altfel, singura materie primă agroalimentară importantă a cărei cotație s-a accelerat. Suplimentar, segmentul resimte puternic majorarea costurilor cu forța de muncă, în contextul creșterilor repetate ale salariului minim – aproximativ două treimi dintre angajații companiilor care operează în

domeniul fabricării pâinii sunt încadrați la nivelul salariului minim brut pe economie<sup>5</sup>. Decelerarea inflației de bază a fost indusă și de grupa serviciilor, în asociere cu întărirea monedei naționale în raport cu euro în a doua parte a trimestrului IV.

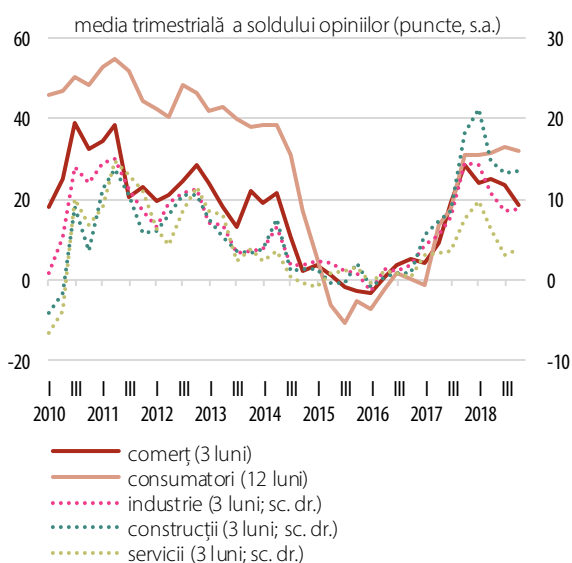
Cu toate acestea, variația trimestrială a inflației de bază din ultimele trei luni ale anului 2018 s-a menținut peste media aferentă perioadei 2010-2017, revelând unele presiuni latente care pot conduce la reinflamarea creșterii prețurilor în perioada următoare.

<sup>4</sup> Preparare și conserve din carne, produse lactate.

<sup>5</sup> Calculele au la bază rezultatele sondajului pe piața muncii realizat de BNR în colaborare cu BCE, prezentate în *Caietul de studii nr. 44/2016*.

Peisajul economic rămâne caracterizat de tensiuni pe piața muncii, care alimentează dinamici consistente ale salariului net real (de aproape 10 la sută în termeni anuali) și avans exprimat prin două cifre al costurilor unitare cu forța de muncă, de o activitate comercială robustă și de un excedent de cerere substanțial. Aceste atribute sunt reflectate mai fidel de mișcarea componentei nealimentare a inflației de bază, cea mai puțin susceptibilă la șocuri tranzitorii de ofertă sau valutare, care și-a accelerat în

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor

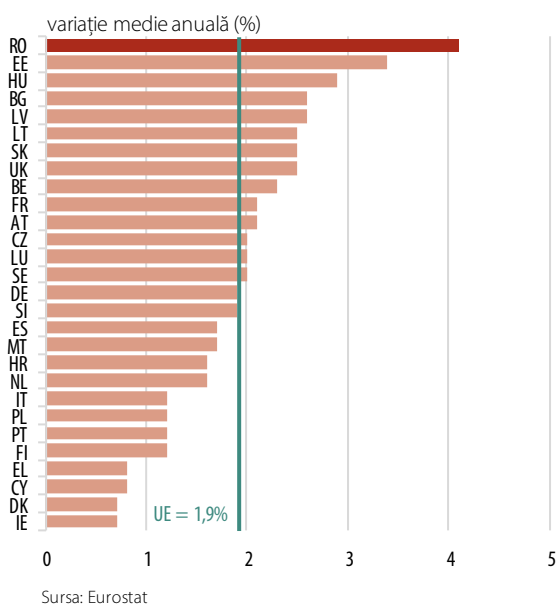


Sursa: CE-DG ECFIN

continuare dinamica anuală în intervalul octombrie-decembrie, atingând cel mai rapid ritm din ultimii șapte ani.

În planul anticipațiilor, tabloul conturat este unul mixt. Astfel, în trimestrul IV 2018, agenții din comerț și-au ajustat descendent așteptările privind evoluția prețurilor. Aceeași imagine se desprinde și din opiniile formulate de analiștii bancari, care au menținut valorile așteptate pentru ratele de inflație în intervalul de variație asociat țintei staționare pe toate orizonturile, dar la valori ușor mai joase comparativ cu cele avansate în trimestrul anterior. În schimb, consumatorii și operatorii economici din servicii, industrie și construcții au fost mai rezervați, soldurile conjuncturale păstrându-se la valori similare celor din intervalul iulie-septembrie 2018 (Grafic 1.4).

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



Sursa: Eurostat

Avansul mai moderat al prețurilor înregistrat în ultimele trei luni ale anului 2018 s-a transpus în diminuarea vitezei de creștere a mediei anuale. Astfel, determinată pe baza metodologiei naționale, inflația medie anuală a urcat ușor, până la 4,6 la sută în decembrie, în timp ce valoarea calculată conform structurii armonizate a ajuns la 4,1 la sută, rămânând totuși cel mai ridicat nivel în rândul statelor membre UE. În aceste condiții, diferența față de media europeană s-a păstrat înaltă – peste 2 puncte procentuale (Grafic 1.5).

Rata anuală a inflației la finele anului 2018 s-a plasat ușor sub nivelul anticipat în ediția din noiembrie a *Raportului asupra inflației* (3,3 la sută, comparativ cu o prognoză de 3,5 la sută). Diferența a fost determinată de scăderea substanțială, neanticipată, a cotației țiteiului Brent pe piețele internaționale.

În schimb, datele au validat nivelul prognozat anterior pentru inflația de bază CORE2 ajustat (2,5 la sută, variație anuală).

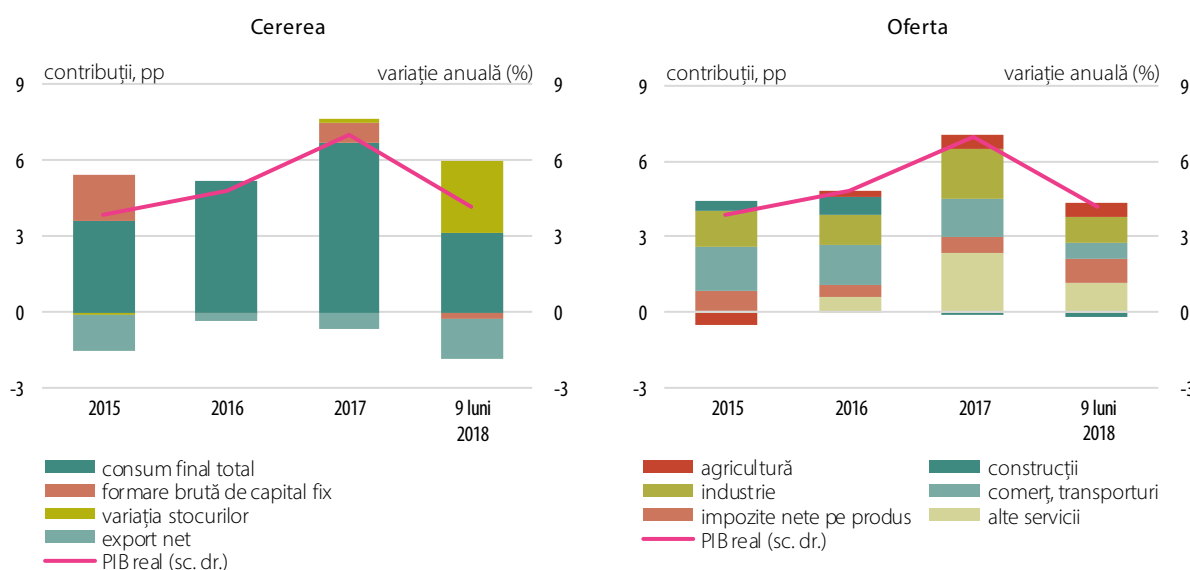


## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

În trimestrul III 2018, activitatea economică a consemnat o intensificare comparativ cu intervalul anterior (cu 0,3 puncte procentuale, până la 4,4 la sută, variație anuală). Cererea de consum și-a menținut aportul consistent, pe seama componentelor sensibile la evoluția producției agricole, în timp ce investițiile s-au comprimat din nou, iar cererea externă netă a continuat să erodeze dinamica PIB real. Cu toate acestea, similar trimestrului II, componentele enumerate anterior au cumulat o contribuție modestă, 3,1 puncte procentuale din avansul PIB revenind variației stocurilor (Grafic 2.1).

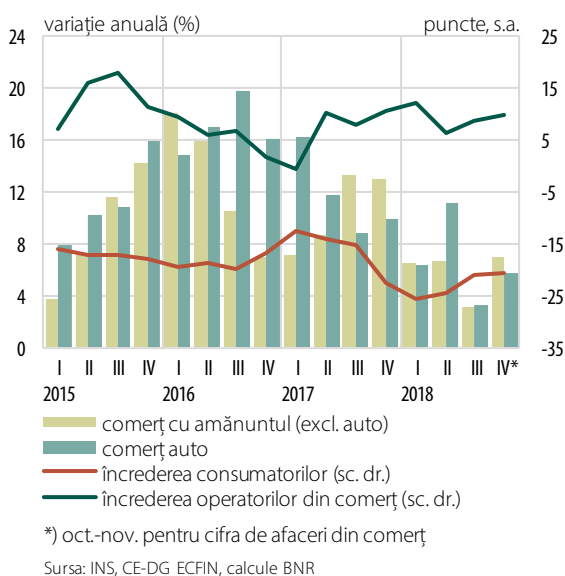
Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Sursa: INS, calcule BNR

Cererea de consum a populației și-a accelerat ușor creșterea anuală în intervalul iulie-septembrie (până la 3,7 la sută), rezultat atribuit în măsură decisivă agriculturii, în contextul în care 2018 se conturează drept al doilea an consecutiv de extindere robustă a producției; evoluția este dublată, la nivelul trimestrului III, de devansarea perioadei de recoltare, cel mai probabil pe fondul unor condiții climatice mai favorabile comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent. În consecință, contribuția principală la intensificarea consumului privat a revenit autoconsumului de bunuri agroalimentare produse în cadrul gospodăriilor și achizițiilor de pe piața țărănească. În schimb, cumpărările de mărfuri din rețeaua comercială și-au redus la jumătate avansul comparativ cu trimestrul II (până la circa 3 la sută, variație anuală).

Grafic 2.2. Activitatea comercială și indicatorii de încredere



Acest parcurs a fost mai proeminent pe segmentul autovehiculelor, afectat de modificarea procedurii de testare a emisiilor la nivel european pentru mașinile noi (începând cu 1 septembrie 2018), dar și pe cel al carburanților – ca urmare a creșterii prețului în perioada analizată și a efectului de bază asociat extinderii achizițiilor în lunile premergătoare majorării accizei, operată în toamna anului 2017.

În perioada următoare, deși este de așteptat ca influența pozitivă a agriculturii să se restrângă simțitor, cererea de consum își va menține probabil avansul anual. Indicii în acest sens sunt relevate de dinamizarea cifrei reale de afaceri din comerț și servicii în octombrie-noiembrie 2018 (până la aproximativ 7 la sută, variație anuală), evoluție observată inclusiv în cazul vânzărilor de autovehicule, care par să fi depășit șocul nefavorabil amintit anterior<sup>6</sup> (Grafic 2.2). Pe un orizont mai extins,

cererea de consum va fi în continuare susținută de ritmul alert al veniturilor populației (inclusiv pe fondul unor noi majorări programate pentru prima parte a anului 2019), influență posibil atenuată de înăsprirea standardelor de creditare (anticipată de *Sondajul BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, noiembrie 2018).

Bugetul general consolidat a înregistrat în trimestrul III 2018 un deficit de 1,8 miliarde lei (echivalent cu 0,2 la sută din PIB), sensibil inferior celui consemnat în precedentele trei luni (10,5 miliarde lei, respectiv 1,1 la sută din PIB). Prin urmare, relaxarea intraanuală a execuției bugetare, inclusiv în raport cu *pattern*-ul din anul precedent, a continuat în acest interval, dar într-un ritm mai temperat<sup>7</sup>. Scăderea deficitului a reflectat cu precădere majorarea veniturilor bugetare totale<sup>8</sup>, susținută predominant de amplificarea veniturilor nefiscale<sup>9</sup> și a celor din TVA. La rândul lor, cheltuielile bugetare totale s-au redus ușor<sup>10</sup>, în principal pe fondul diminuării cheltuielilor cu dobânzile<sup>11</sup>, în sens opus acționând sporirea cheltuielilor de capital<sup>12</sup>.

<sup>6</sup> Achizițiile au crescut în termeni lunari cu 4 la sută în noiembrie 2018, majorându-se pentru a treia lună consecutiv.

<sup>7</sup> În trimestrul III 2017 deficitul bugetului general consolidat s-a redus la 0,5 miliarde lei (0,1 la sută din PIB), de la o valoare de 7,8 miliarde lei (0,9 la sută din PIB) în trimestrul precedent.

<sup>8</sup> Dinamica anuală reală a veniturilor bugetare totale a crescut ușor (la 10,0 la sută, de la 8,1 la sută în intervalul aprilie-iunie 2018).

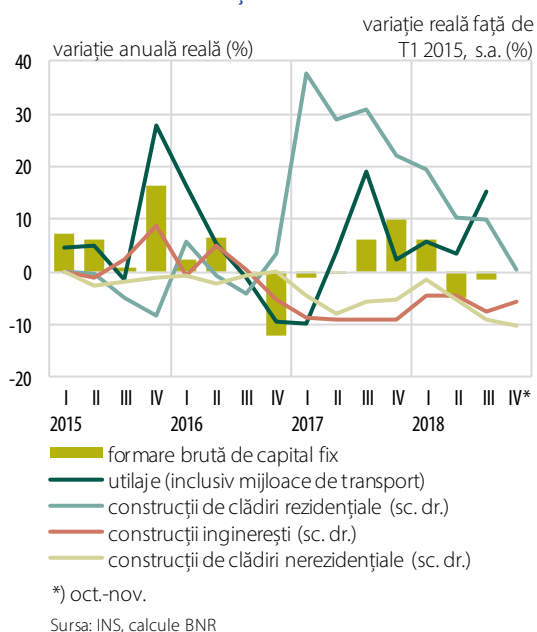
<sup>9</sup> Inclusiv pe seama încasărilor din dividende de la entități cu capital de stat.

<sup>10</sup> Creșterea anuală reală a cheltuielilor bugetare totale s-a majorat însă marginal (la 11,8 la sută, de la 10,4 la sută în trimestrul II).

<sup>11</sup> În termeni anuali reali, acestea au continuat totuși să crească.

<sup>12</sup> A căror dinamică anuală reală a revenit în teritoriul pozitiv, similar evoluției cheltuielilor cu proiectele cu finanțare din fonduri europene.

Grafic 2.3. Investiții



Formarea brută de capital fix a continuat să se restrângă în iulie-septembrie (-1,6 la sută, variație anuală). Totuși, comparativ cu intervalul anterior, declinul s-a temperat, ca urmare a revigorării în termeni trimestriali a cererii de investiții, după contracțiile succesive din prima jumătate a anului 2018. Determinantă în acest sens a fost accelerarea achizițiilor de echipamente (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții publice), până la 15,4 la sută (dinamică anuală). În schimb, lucrările de construcții pentru obiective noi, cumulate cu reparațiile capitale, și-au accentuat scăderea, antrenată de parcursul nefavorabil din perioada curentă (Grafic 2.3). Pentru următoarele luni, se conturează semnale în sensul menținerii pantei ascendente a investițiilor de rețehnologizare. În cazul construcțiilor se întrevăd evoluții mixte,

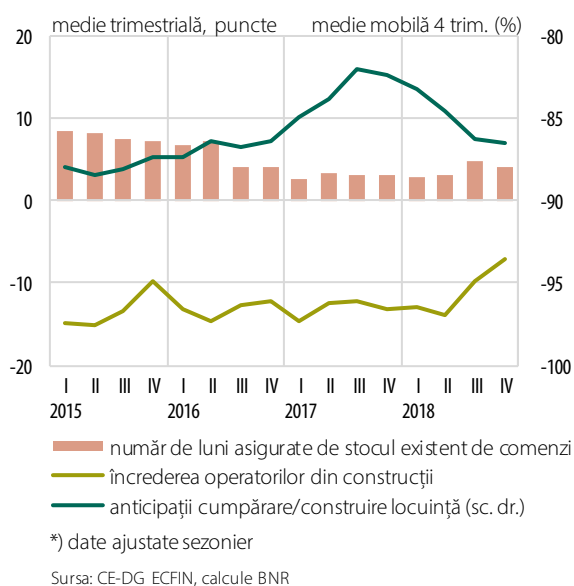
perspectivei favorabile pe segmentul nerezidențial opunându-i-se probabilitatea scăzută de redresare a lucrărilor rezidențiale și inginerești.

Investițiile de natură tehnologică și-au păstrat traiectoria crescătoare din prima jumătate a anului, pe seama achizițiilor deopotrivă de pe piața locală și din import (în trimestrul III pe ambele canale de proveniență s-au consemnat ritmuri anuale reale de două cifre la nivelul bunurilor de capital, cu excepția autovehiculelor). Parcursul pozitiv este posibil să se prelungească în următoarele luni, indicii în acest sens fiind furnizate de avansul semnificativ înregistrat și în perioada recentă de portofoliul de comenzi interne adresate ramurilor industriale producătoare de bunuri de capital, cu excepția autovehiculelor (circa 23 la sută în iulie-noiembrie, după o creștere medie de 19 la sută în semestrul I). Totodată, la nivelul surselor de finanțare, cererea de credite din partea companiilor nefinanciare este de așteptat să-și mențină tendința crescătoare în trimestrul IV (deși cu o pantă mai lentă)<sup>13</sup>, iar influxurile nete sub forma participațiilor la capital și a profiturilor reinvestite de companiile străine<sup>14</sup> consemnează o anumită revenire în perioada iulie-noiembrie. În cursul celei de-a doua jumătăți a anului 2018, preocupări privind finalizarea sau derularea unor proiecte de investiții destinate rețehnologizării și extinderii capacităților existente, dar și deschiderii unor unități noi (inclusiv prin atragerea de investitori străini), au fost mai vizibile în ramuri industriale producătoare de autovehicule și componente, echipamente industriale, construcții metalice, materiale de construcții.

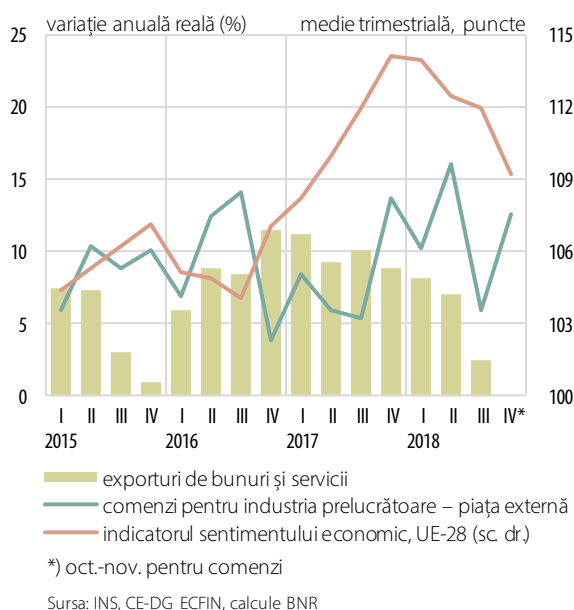
<sup>13</sup> Conform Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, noiembrie 2018. Această perspectivă este confirmată de avansul cu 6,9 la sută al stocului real de credite pentru echipamente în octombrie-noiembrie, față de 8,1 la sută în trimestrul III (variații anuale).

<sup>14</sup> Calculate prin însumarea pe ultimele 12 luni a valorilor corespunzătoare din bilanța de plăți.

Grafic 2.4. Perspective privind construcțiile\*



Grafic 2.5. Exporturi de bunuri și servicii



În contrast cu extinderea achizițiilor de echipamente, lucrările de construcții pentru obiective noi și reparații capitale și-au accentuat panta descrescătoare (reducere de volum de 9,6 la sută în termeni anuali). Performanțe inferioare trimestrului II au fost localizate atât pe segmentul clădirilor, cât și pe cel al construcțiilor inginerești – contracție cu 19,8 la sută, respectiv frânare de peste patru ori a ratei anuale de creștere, până la 3,2 la sută, determinată în principal de scăderea din perioada curentă. Chiar dacă finalul anului va consemna o anumită ameliorare, relansarea marilor proiecte de investiții în infrastructură nu s-a produs nici în 2018, ilustrativă în acest sens fiind absorbția sub așteptări a fondurilor europene nerambursabile de această destinație<sup>15</sup>. O redresare este puțin probabilă și în cazul construcțiilor rezidențiale, având în vedere menținerea pe un palier relativ scăzut a intenției populației de a cumpăra/construi o locuință în următoarele 12 luni (potrivit sondajului CE-DG ECFIN pentru trimestrul IV). O perspectivă similară se conturează și la nivelul surselor de finanțare – stagnare a cererii de credite pentru locuințe, anticipată pentru trimestrul IV (după reducerea semnificativă din trimestrul III), în contextul înăsprii standardelor practicate de băncile comerciale<sup>16</sup>. În schimb, pentru construcțiile nerezidențiale se întrevide o evoluție pozitivă, analiștii de profil preconizând o intensificare de ritm a livrărilor de spații noi (birouri, spații comerciale și logistice) în ultima parte a anului 2018 și în perspectiva anului 2019 (Grafic 2.4).

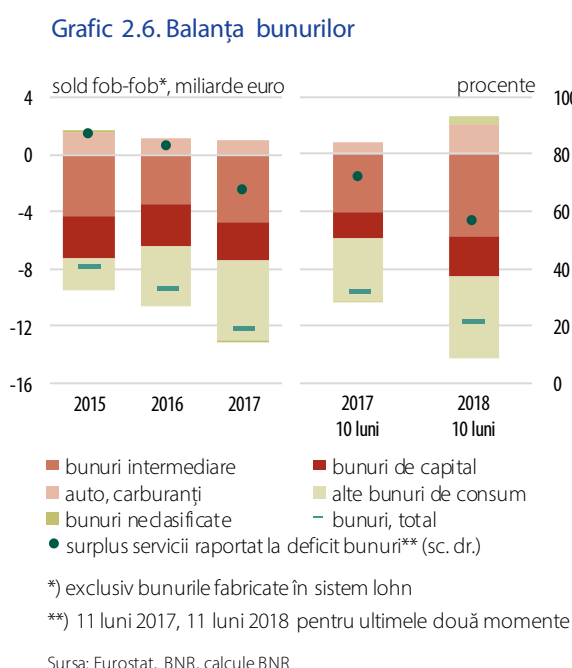
Exporturile de bunuri și servicii și-au atenuat din nou avansul comparativ cu trimestrul anterior (cu 4,5 puncte procentuale, până la 2,5 la sută, variație anuală), în bună măsură ca urmare a unor influențe conjuncturale. Perioada următoare poate marca însă o anumită revigorare, după cum sugerează menținerea pe pantă ascendentă a portofoliului de

comenzi externe adresate companiilor industriale autohtone în perioada recentă (+8,7 la sută în primele cinci luni ale semestrului II, remarcându-se accelerarea de ritm din octombrie-noiembrie), la care se adaugă așteptări favorabile asociate producției agricole de excepție la porumb și floarea-soarelui. Totuși, o îmbunătățire marcantă a dinamicii anuale a exporturilor este puțin probabilă, având în vedere optimismul temperat privind creșterea economică la nivelul zonei euro (Grafic 2.5).

<sup>15</sup> Suma atrasă de țara noastră în anul 2018 în cadrul Programului Operațional Infrastructură Mare a fost inferioară celei din anul precedent, rata de absorbție (21,5 la sută) continuând să se plaseze la un nivel relativ modest pe plan regional (cu 6-12 puncte procentuale sub valorile înregistrate de Cehia, Polonia și Ungaria).

<sup>16</sup> Potrivit *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, noiembrie 2018.

Frânarea variației anuale a exporturilor de bunuri a fost imprimată în esență de livrările de componente auto, în contextul fluctuației induse în producția europeană de modificarea procedurii de măsurare a emisiilor pentru autovehiculele noi începând cu 1 septembrie 2018. Este însă posibilă o ameliorare a situației, semnalată de redresarea portofoliului de comenzi pentru industria locală de autovehicule (inclusiv componente), vizibilă începând din luna septembrie. Totodată, exporturile de autoturisme își vor păstra probabil traiectoria crescătoare (consemnată de la începutul anului, în urma lansării pe piețele externe a noilor modele – Dacia Duster, Ford EcoSport), având în vedere intenția companiei de la Craiova de a demara producția celui de-al doilea model.



Încetinirea segmentului comercial al cererii de consum și a producției destinate piețelor externe s-a regăsit și la nivelul achizițiilor din import (creștere anuală reală de 6,6 la sută, față de 9,5 la sută în trimestrul II). Principala contribuție a venit bunurilor intermediare, dar o decelerare s-a produs și în cazul bunurilor de consum, inclusiv autovehicule (până la ritmuri anuale de 1,3 la sută, respectiv 1,7 la sută). În schimb, importurile de bunuri de capital s-au intensificat (până la circa 17 la sută), sub impulsul investițiilor tehnologice (relevante în această privință sunt importurile de aparatură de precizie, mașini și echipamente).

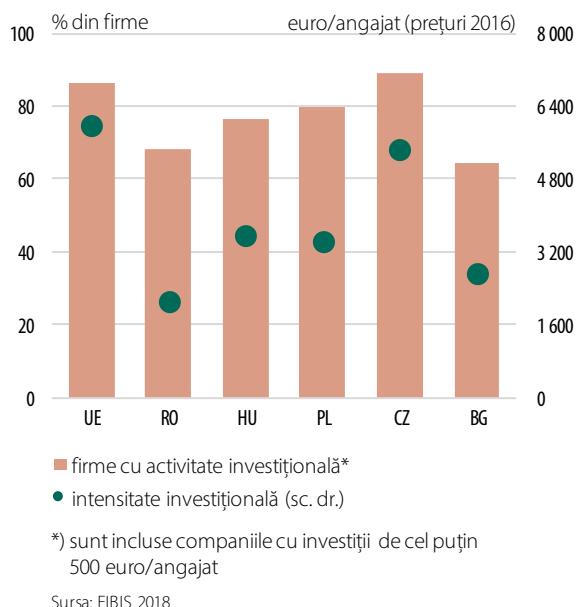
Atenuarea mai pronunțată a dinamicii anuale a exporturilor comparativ cu cea a importurilor a antrenat înrăutățirea în continuare a balanței bunurilor, deficitul cumulat pe primele 11 luni fiind cu 2,5 miliarde euro mai mare față de aceeași perioadă a

anului precedent (Grafic 2.6). În plus, încasările nete din servicii internaționale s-au diminuat ușor, preferința în creștere a populației pentru servicii externe de turism și transport fiind doar parțial compensată de veniturile din servicii IT&C. În aceste condiții, contrapondera oferită de surplusul serviciilor pentru dezechilibrul extern al bunurilor a scăzut până la 56,8 la sută (față de 72 la sută în primele 11 luni ale anului 2017). Deteriorarea ambelor poziții principale ale contului curent a condus la adâncirea cu circa 60 la sută a deficitului acestuia, până la 8,7 miliarde euro.

### Productivitatea muncii

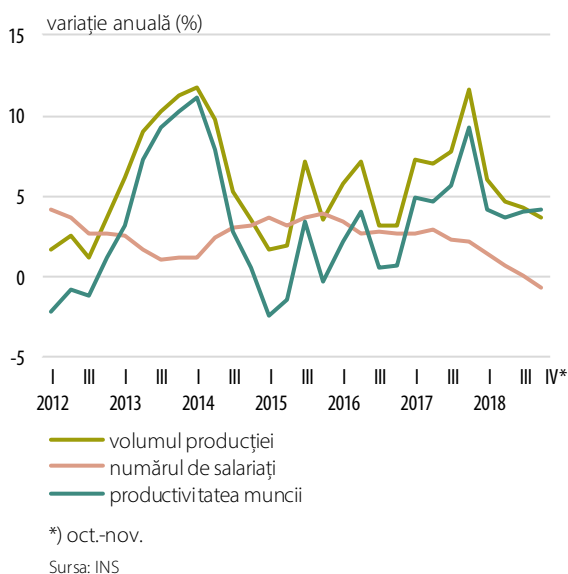
Productivitatea muncii pe ansamblul economiei și-a încetinit viteza de creștere în trimestrul III 2018 (4,2 la sută, variație anuală, cu 1,4 puncte procentuale sub nivelul înregistrat în intervalul anterior), traiectorie determinată în principal de segmentul construcțiilor și de cel comercial. În primul caz, evoluția poate fi pusă pe seama comprimării lucrărilor de construcții inginerești, în timp ce, în cazul segmentului de *retail*, dinamica descrescătoare a vânzărilor a coincis cu o majorare alertă a numărului de persoane ocupate, pe fondul unor noi extinderi ale marilor lanțuri comerciale.

Grafic 2.7. Activitatea investițională



În schimb, productivitatea muncii în industria prelucrătoare s-a redresat marginal în intervalul iulie-noiembrie 2018 (+0,5 puncte procentuale față de trimestrul II, până la 4,1 la sută variație anuală), în asociere cu investițiile realizate și condițiile favorabile de cerere în câteva sectoare importante ale economiei. Astfel, în industria auto<sup>17</sup>, dincolo de cererea robustă care a dus producția de automobile din 2018 la un nou record, depășind cu circa 32 la sută valorile din anul anterior, a fost demarată investiția necesară fabricării unui al doilea model în uzina de la Craiova. Totodată, în industria construcțiilor metalice au fost finalizate investiții substanțiale în noi capacități de producție, iar în cea a fabricării altor mijloace de transport (exclusiv cele pentru transport rutier) avansul producției a fost antrenat de comenzile externe consistente de care a beneficiat subsectorul producător de material rulant.

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare



În pofida câtorva semnale favorabile privind acumulările de capital în sectorul industrial, rezultatele celei mai recente ediții a *Investment Survey*, publicate de BEI, creionează pentru economia României în 2018 un climat investițional similar celui din anul precedent, plasând-o în continuare pe ultimul loc în spațiul comunitar din punct de vedere al intensității investiționale a firmelor (valoarea investițiilor raportată la numărul de angajați). În plus, conform aceluiași studiu, numai 68 la sută dintre companiile de pe plan local au realizat investiții, comparativ cu 87 la sută în UE, și doar 3 la sută din aceste investiții au reprezentat cheltuieli de cercetare și dezvoltare – mai puțin de jumătate din ponderea consemnată în medie la nivelul UE (Grafic 2.7). De altfel, performanța investițiilor în România a fost slabă în ultimii 10 ani, redresarea condițiilor de cerere începând cu anul 2014 nereușind să antreneze o revenire a acumulării de capital a companiilor la nivelul maxim preciză (Caseta 1. Evoluția investițiilor

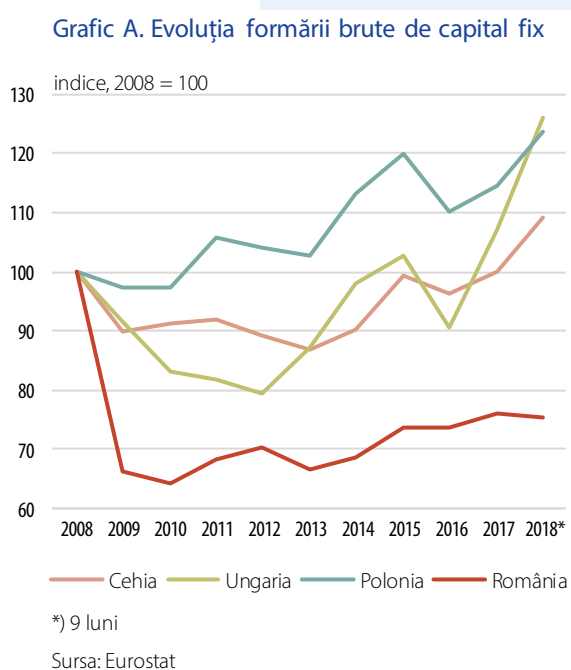
în perioada recentă: câteva coordonate). Relevante pentru precaritatea activității investiționale pe plan național și pentru atractivitatea redusă a economiei autohtone în fața marilor investitori sunt deciziile recente luate de doi importanți constructori de automobile premium de a investi câte 1 miliard euro în deschiderea de noi capacități de producție în Ungaria, cele două proiecte adăugându-se pe lista investițiilor masive din industria auto care au ocolit România în ultimii ani. Tot în sfera factorilor cu acțiune persistentă, lărgirea suplimentară a *gap*-ului negativ de șomaj, însoțită de scăderea numărului de salariați în industria auto pentru prima dată în perioada postcriză,

<sup>17</sup> Din perspectiva productivității muncii (ca raport între volumul producției și numărul de salariați), industria auto a cunoscut în trimestrul III 2018 cea mai bună evoluție din ultimii 8 ani (18,1 la sută față de intervalul similar din anul precedent), în condițiile în care plusul de producție s-a suprapus unor reduceri ale schemelor de personal (posibil asociate investițiilor în automatizare).

sugerează atingerea unui nivel critic în ceea ce privește tensionarea pieței muncii, inadecvarea și insuficiența capitalului uman rămas disponibil reprezentând impedimentul cel mai des invocat de către companii în calea expansiunii activității economice (Grafic 2.8).

### Caseta 1. Evoluția investițiilor în perioada recentă: câteva coordonate

În ultimii ani, investițiile din România au fost mai degrabă fragile, nivelul acestora continuând să se plaseze la ora actuală mult sub vârful atins în 2008, spre deosebire



de celelalte economii emergente din regiune (Grafic A). Odată cu îmbunătățirea condițiilor de cerere, începând din anul 2014, segmentul construcțiilor de clădiri a consemnat o redresare, care nu a reușit însă decât să limiteze amplitudinea ecartului investițiilor în construcții față de nivelul maxim preciză, până la circa -10 la sută în anul 2017<sup>18</sup>, dată fiind absența tracțiunii din partea construcțiilor ingineresti. Mai mult, nici anul 2018 nu pare a schimba această imagine, având în vedere că în primele 11 luni construcțiile noi și reparațiile capitale s-au restrâns cu peste 6 la sută în volum. Pe filiera echipamentelor, situația este și mai puțin favorabilă – nivelul investițiilor se plasa în anul 2017 cu circa o treime sub cel înregistrat în anul 2008 (diferența amplificându-se ulterior anului 2013), fiind foarte greu de crezut că avansul achizițiilor de utilaje din primele trei trimestre ale anului 2018 a fost suficient pentru închiderea ecartului. Prezenta

analiză își propune să ofere câteva coordonate cu privire la activitatea investițională derulată pe plan local în intervalul 2014-2017, folosind informații dezagregate aferente acumulării de capital.

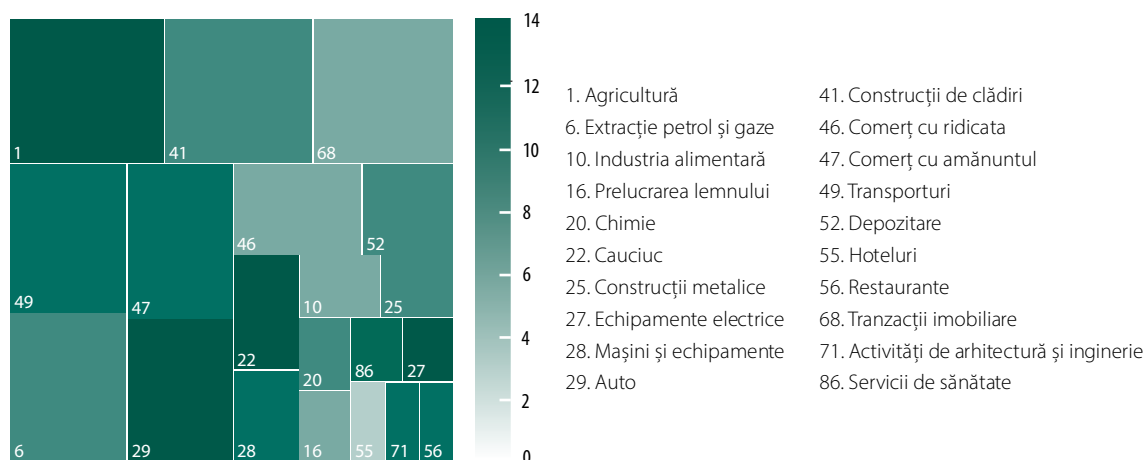
#### Profilul sectorial al investițiilor<sup>19</sup>

Efervescența din perioada 2014-2017 a construcțiilor de clădiri a indus creșteri proeminente ale imobilizărilor corporale în sectorul de profil, dar și în cel al tranzacțiilor imobiliare (cu repercusiuni și în planul întetării activității investiționale din domeniul conexas al industriei construcțiilor metalice). Susținerea celor două domenii pentru formarea brută de capital fix de la nivelul economiei a crescut gradual în intervalul menționat – acestea s-au numărat printre sectoarele cu cele mai ridicate investiții brute (Grafic B), cumulând în 2016-2017 circa un sfert din nivelul agregat.

<sup>18</sup> Conform datelor AMECO.

<sup>19</sup> Secțiunea utilizează date la nivel microeconomic privind acumularea de capital a firmelor, disponibile până în anul 2017, având drept sursă Ministerul Finanțelor Publice și care sunt agregate la nivel de diviziune CAEN. Sunt avute în vedere investițiile brute, determinate ca diferență între valoarea activelor de tipul imobilizărilor corporale de la finalul anului și cea de la începutul anului, respectiv investițiile nete, care exclud mai departe amortizările și ajustările de valoare. Nivelul de detaliere a datelor nu a permis luarea în considerare a evoluției imobilizărilor necorporale relevante din perspectiva activității investiționale, existând posibilitatea unei subestimări a importanței investițiilor din unele sectoare (de exemplu, cel de IT&C).

Grafic B. Investițiile brute în perioada 2014-2017 – sectoarele cele mai relevante



Notă: Sectoarele nominalizate acoperă circa 80 la sută din totalul investițiilor brute din economie. În grafic, ponderea fiecărui sector (care corespunde dimensiunii dreptunghiului asociat) a fost normalizată pe baza ponderii cumulate a sectoarelor considerate. Intensitatea colorării are la bază rata investițiilor brute, nuanțele mai închise corespund unor valori mai ridicate.

Sursa: MFP, calcule BNR

Sectorul agricol a beneficiat la rândul său de investiții robuste (antrenate de absorbția fondurilor europene, dar și de prezența pe plan local a unor importanți operatori internaționali, care au urmărit să își amelioreze capacitatea logistică), reprezentând în medie, în perioada 2014-2017, circa 9 la sută din formarea brută de capital fix a economiei. În plus, parcursul investițiilor a fost în general mai puțin fluctuant ulterior declanșării crizei economice, relevând sensibilitatea mai scăzută a activității investiționale în agricultură la factorul ciclic.

Totodată, investiții substanțiale s-au realizat și în ramuri industriale care s-au evidențiat pozitiv în perioada postcriză pe multiple paliere (producție, exporturi și/sau angajări), precum industria mijloacelor de transport, cea a echipamentelor electrice, ramura de mașini și echipamente și cea a cauciucului și maselor plastice. Acumularea de capital a început să se amplifice gradual începând din 2014, astfel încât la finele anului 2017 acestor domenii le revenea o pondere de circa 15 la sută din investițiile brute totale. Parcursul este legat de ameliorarea contextului extern (creșterea economică medie a zonei euro în perioada 2014-2017 s-a plasat la 2 la sută pe an, față de 0,6 la sută în perioada 2010-2013), având în vedere orientarea către exporturi a acestor activități.

Acumularea de capital în alte domenii industriale a fost în general mai temperată în ultimii ani (în contextul unor rate<sup>20</sup> mai degrabă reduse ale investițiilor) sau cu impact mai restrâns la nivel agregat. Astfel, în sectorul chimic, ulterior unui elan investițional în 2014-2015, susținut de operațiunile de rețehnologizare derulate de un important operator, demersurile în această direcție s-au estompat, inclusiv pe fondul absenței unui imbold din partea evoluției cotațiilor la nivel internațional. Influența celui din urmă factor pare a se fi extins și în cazul sectorului extractiv, reducerea apetitului investițional începând cu anul 2015 având loc odată cu declinul cotației Brent, în timp ce în cazul sectorului de producție și furnizare a energiei

<sup>20</sup> Rata investițiilor este definită raportând valoarea investițiilor la valoarea inițială a capitalului.



electrice deteriorarea acumulării de capital fix a început chiar mai devreme, în contextul modificărilor legislative operate în domeniu.

Dincolo de aceste influențe, este surprinzătoare lipsa de efervescență a investițiilor în unele ramuri industriale care ar trebui să fie mai sensitive la redresarea condițiilor de cerere și la îmbunătățirea încrederii în economie. Un exemplu important este reprezentat de industria alimentară, care cumulează circa 10 la sută din producția industrială a României. În pofida spațiului creat de stimulii fiscali semnificativi (inclusiv măsura adresată direct segmentului, de extindere a cotei reduse a TVA pentru toate alimentele din luna iunie 2015), aceasta a înregistrat un avans modest al ratei investițiilor (de 1-2 puncte procentuale), până la circa 5 la sută în medie pe an în perioada 2016-2017 în cazul investițiilor brute, respectiv 1,4 la sută în cazul celor nete. Situația contrastează cu cea din comerțul cu amănuntul, activitate caracterizată în manieră similară de condiții favorabile de cerere, unde rata investițiilor brute aproape s-a triplat, de la 4 la sută în anul 2014 la 11 la sută în anul 2017 (în timp ce rata investițiilor nete s-a majorat gradual de la 3 la sută în 2014 până la 7 la sută în anul 2017). De altfel, întregul sector comercial<sup>21</sup> a ajuns să cumuleze în anul 2017 aproximativ 16 la sută din investițiile autohtone. Explicarea acestor diferențe presupune implicit investigarea altor potențiali determinanți ai investițiilor, demers a cărui concretizare se bazează pe realizarea unor estimări econometrice folosind date la nivel de firmă.

#### Factori de influență a investițiilor: analiză microeconomică

##### Considerații teoretice

Fără îndoială, evoluția investițiilor unui operator economic depinde și de poziția sa financiară – este posibil ca oportunitățile de a investi să apară, dar firma să nu le poată urma pentru că nu dispune de resurse interne, iar accesul la finanțare externă să fie îngreunat, eventual de datoriile acumulate anterior. Bineînțeles, este posibil ca acestea din urmă să fi avut un rol benefic la momentul contractării lor, făcând chiar posibilă derularea unor investiții. Totuși, în prezent, ele se transformă într-un factor restrictiv, oglindindu-se într-o diminuare a disponibilităților interne, prin cheltuielile cu dobânzile, precum și într-o reducere a capacității firmei de a atrage noi împrumuturi, pe seama creșterii costurilor de finanțare ca urmare a asocierii unui risc mai ridicat de nerambursare. Cu toate că ar fi plauzibil ca îndatorarea să reprezinte într-adevăr o constrângere numai în cazul unor niveluri mai ridicate<sup>22</sup>, Gebauer *et al.* (2017) pun în evidență faptul că, în perioada postcriză, un avans al îndatorării a avut un efect inhibitor asupra investițiilor nu doar atunci când efectul de levier a fost excesiv, ci și pentru valori mai mici (chiar dacă amplitudinea influenței este diminuată). În același timp, menținerea mai îndelungată a efectului de levier la un nivel mai redus creează spațiul financiar care permite amplificarea ulterioară a cheltuielilor de capital ale firmei (Ferrando *et al.*, 2014). Unele studii (de exemplu Beck *et al.*, 2005 sau Ferrando și Mulier, 2015) au rafinat suplimentar dezbaterile referitoare la efectele constrângerilor financiare cu ajutorul

<sup>21</sup> Diviziunile CAEN 45 (comerț auto), 46 (comerț cu ridicata) și 47 (comerț cu amănuntul).

<sup>22</sup> Unele lucrări de specialitate au evidențiat faptul că, pe lângă nivelul îndatorării, și structura acesteia contează – de exemplu, Kalemli-Özcan *et al.* (2018) observă, în context postcriză, un impact negativ al ponderii datoriilor pe termen scurt asupra investițiilor – dar și caracteristicile băncii cu care firma este în legătură.

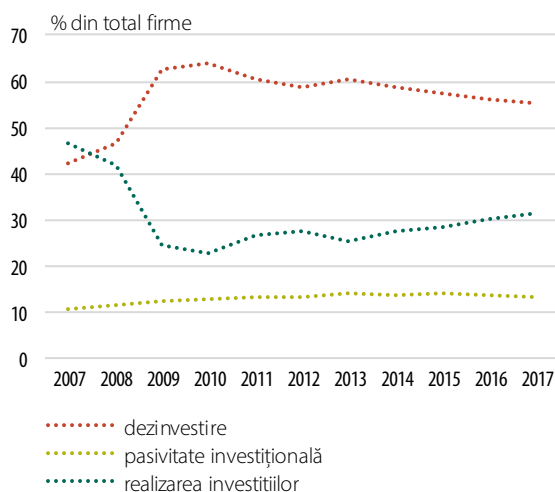
unor sondaje care oferă informații mai detaliate cu privire la relația dintre firme și bănci. Astfel, pot fi observate diferite forme de manifestare a accesului deficitar la finanțare din surse externe: cereri de creditare respinse, acordarea unor sume mai mici decât cele solicitate sau chiar așa-numiții „debitori descurajați” (*discouraged borrowers*) – firme care, cu toate că au nevoie de un împrumut, nici măcar nu întreprind demersuri pentru contractarea acestuia, deoarece consideră că solicitarea le va fi oricum respinsă. În unele cazuri, aceste fricțiuni pot determina o reorientare către creditul comercial (Petersen și Rajan, 1997; Casey și O’Toole, 2014).

O situație financiară favorabilă, dublată de condiții propice din perspectiva cererii, poate fi însă insuficientă pentru demararea unei investiții, dacă firma acționează într-un cadru guvernat de incertitudini sporite cu privire la evoluțiile viitoare (Fuss și Vermeulen, 2004; Bloom, 2009); ajustarea cu o primă de risc mai mare a estimărilor pentru veniturile generate de proiect poate împinge valoarea sa actualizată netă, element decisiv în evaluarea unei investiții, în teritoriul negativ. De asemenea, vârsta firmelor sau dimensiunea lor (evaluată de obicei în funcție de numărul salariaților) apar frecvent în literatura de specialitate printre potențialii determinanți ai comportamentului investițional.

### Exercițiu empiric

În cadrul prezentei analize, modelarea legăturii dintre investiții și factorii lor de influență are în vedere faptul că acumularea de capital este în sine un proces cu o derulare foarte neuniformă. Practic, investițiile firmelor sunt adesea caracterizate de perioade cu variații modeste, urmate pe alocuri de salturi importante (*investment spikes*), aspect preluat mai rar în modelele teoretice macroeconomice, în cadrul cărora traiectoriile sunt mai puțin volatile și mai persistente (ca urmare, traiectoria

Grafic C. Distribuția firmelor în funcție de regimul investițional\*



\*) investiții nete

Sursa: MFP, calcule BNR

răspunsului investițiilor la un șoc are o formă de cocoașă). De altfel, studii derulate pe baza unor date la nivel microeconomic au relevat faptul că evoluția investițiilor pe ansamblul întregii economii poate fi explicată suficient de fidel cu ajutorul frecvenței cu care apar salturile acumulării de capital (Nilsen și Schiantarelli, 2003; Gourio și Kashyap, 2007). În acest context, este indicată utilizarea unor metode econometrice care evaluează probabilitatea de apariție a acestor salturi (Grazzi *et al.*, 2016). Pornind de la aceste considerații, informațiile cu privire la variația stocului de imobilizări corporale ale firmelor de pe plan local au fost prelucrate în sensul construirii unei variabile discrete cu trei valori posibile, semnalând tot atâtea regimuri (stări) ale acumulării de capital: dezinvestire, pasivitate investițională și, respectiv, realizarea de investiții<sup>23</sup> (Grafic C).

<sup>23</sup> Pentru construirea variabilei discrete, variația stocului de imobilizări corporale a fost comparată cu nivelul de  $\pm 5$  la sută, selectarea unui prag de amplitudine mai redusă putând conduce la interpretarea unor operațiuni regulate de mentenanță drept investiții.

Mai departe, această variabilă a fost utilizată în cadrul unui model de tip *ordered probit*, care permite evaluarea factorilor ce conduc la migrarea unei firme de la o stare la alta. Generic, modelul poate fi scris astfel:

$$\Delta K_{i,j,t}^* = \beta X_{i,t} + \theta Z_{i,t} + \phi Q_{j,t} + \alpha_j + \iota_t + \epsilon_{i,t}$$

Variabila latentă  $\Delta K_{i,j,t}^*$  reprezintă investițiile firmei  $i$ , din sectorul  $j$ , la momentul  $t$ , reflectând regimul său investițional (respectiv dezinvestire, pasivitate investițională sau realizarea de investiții), după cum a fost descris anterior.

Vectorul  $X_{i,t}$  cuprinde caracteristici ale operatorilor economici precum vârsta și dimensiunea (au fost definite 4 clase de firme în funcție de numărul de angajați, operându-se cu limite de 10, 50 și, respectiv, 250 de salariați). De asemenea, printre variabilele explicative figurează și relevanța exporturilor (diferențiindu-se între firme care nu exportă, exportatori pentru care raportul dintre vânzările externe și cifra de afaceri este mai mic decât o treime, cuprins între o treime și două treimi, respectiv mai mare decât două treimi), fiind plauzibil ca expunerea la oportunități externe să afecteze politica investițională. De asemenea, în estimare se ține seama și de tipul operatorului după forma de proprietate, în majoritatea cazurilor fiind vorba de societăți cu răspundere limitată sau pe acțiuni.

Vectorul  $Z_{i,t}$  grupează indicatori ai poziției financiare a operatorului economic – „levierul” firmei (calculat ca raport între datoriile totale și activele totale), dinamica cifrei de afaceri, rata rentabilității (profitul brut raportat la cifra de afaceri), dar și dinamica costurilor cu forța de muncă, întrucât o creștere a acestora (sau, în general, a cheltuielilor operaționale) poate acționa asupra planurilor de eficientizare a activității și, implicit, asupra investițiilor cu acest scop.

Vectorul  $Q_{j,t}$  cuprinde trei variabile evaluate la nivel sectorial (de diviziune CAEN), mai precis (i) așteptările privind evoluțiile în următoarele 3 luni, potrivit sondajului CE-DG ECFIN realizat în rândul operatorilor economici<sup>24</sup>, (ii) o măsură a incertitudinii, calculată pe baza volatilității acțiunilor firmelor listate la Bursa de Valori București (s-a pornit de la variațiile zilnice ale prețurilor acțiunilor, valoarea la nivel de sector și an fiind calculată ca medie aritmetică a deviației standard lunare pentru toate firmele care operează într-un sector<sup>25</sup>), respectiv (iii) stocul de investiții străine directe, a căror extindere poate genera un avans al investițiilor, variabila preluând eventualele efecte de contagiune (*spillovers*) apărute ca urmare a prezenței firmelor cu capital străin.

În sfârșit,  $\alpha_j$  reprezintă efecte fixe specifice fiecărui sector, rolul acestora fiind de a prelua șocurile specifice domeniului de activitate,  $\iota_t$  sunt efecte fixe asociate fiecărui an din eșantionul de estimare, iar  $\epsilon_{i,t}$  este termenul neobservabil (de eroare), a cărui varianță poate să difere între firme.

<sup>24</sup> În sondaj sunt incluse firmele care activează în industria prelucrătoare, construcții, comerț cu amănuntul și servicii, fiind utilizați indicatorii care se referă la evoluția producției, a comenzilor și, respectiv, a cererii (în ultimele două cazuri). Valorile pentru celelalte sectoare au fost approximate utilizând media ce corespunde activităților conexe.

<sup>25</sup> În cazul sectoarelor fără firme listate au fost utilizate valori determinate în funcție de cele corespunzătoare domeniilor conexe. Eșantionul este format din 376 de firme, fiind excluse cele care nu au sediul social în România. Sursa datelor este Bursa de Valori București, informațiile fiind preluate din aplicația Bloomberg.

Indicatorii la nivel microeconomic au drept sursă Ministerul Finanțelor Publice, Registrul Comerțului (date referitoare la anul de înființare a firmei) și INS (date referitoare la fluxurile comerciale externe)<sup>26</sup>. Eșantionul cuprinde operatori economici cu capital majoritar privat, fiind excluse firmele care activează în sectorul minier, cel energetic (în ambele cazuri stocul de capital prezintă variații ample ce nu pot fi explicate prin prisma variabilelor incluse în model) și cel financiar (intermedieri financiare și asigurări). Pentru a identifica regimurile de investire au fost păstrate doar firmele cu cel puțin trei ani consecutivi de raportări. De asemenea, au fost eliminate valorile extreme (2 la sută din observațiile rămase), localizate simetric în cozile distribuției fiecărei variabile la nivel de sector și an.

Toate aceste ajustări au potențialul de a distorsiona reprezentativitatea rezultatelor estimării, alături de caracterul în general neomogen al corectitudinii raportărilor (firmele mai mari tind să aibă raportări mai exacte, în timp ce, pentru firmele mici, frecvența relativă a greșelilor de raportare este mai ridicată). Combaterea acestei probleme a implicat reponderarea corespunzătoare a variabilelor definite la nivel de firmă, pe baza comparației dintre eșantionul utilizat și informațiile din ancheta structurală anuală realizată de INS în rândul firmelor.

După cum era de așteptat, rezultatele estimării (Tabel A) evidențiază importanța anticipațiilor companiilor privind evoluția cererii în demararea procesului investițional – dacă o firmă prevede condiții mai favorabile în următoarea perioadă, probabilitatea acesteia de a se plasa în regimul de acumulare a capitalului se majorează cu 4,3 puncte procentuale în cazul investițiilor brute (2,5 puncte procentuale pentru cele nete). În schimb, o creștere a incertitudinii din economie estompează avântul investițiilor, intervenind neliniarități relevante în funcție de dimensiunea și vârsta firmei – un mediu economic mai volatil afectează cu precădere firmele mici și medii, acestea având o probabilitate mai mare cu circa 0,5 puncte procentuale de a trece în regimuri inferioare de investiții, la o majorare cu o deviație standard a volatilității sectoriale (Grafic D). În cazul firmelor de dimensiuni mari, efectul incertitudinii este mai restrâns, o posibilă explicație fiind dată de faptul că acestea au capacitatea de a formula anticipații mai precise în pofida unei plaje ample de variație a așteptărilor. Totodată, un efect limitat al volatilității se distinge și pentru microfirme. În același timp, investițiile firmelor tinere par mai expuse la amplificarea incertitudinii, în timp ce pentru operatorii cu cel puțin 13 ani de activitate efectul are chiar semn contrar – probabil, aceștia, ca urmare a experienței acumulate, sunt mai capabili să fructifice oportunitățile de investiții apărute într-un mediu incert.

<sup>26</sup> Datele utilizate în estimare acoperă perioada 2005-2017.

Tabel A. Rezultatele estimărilor

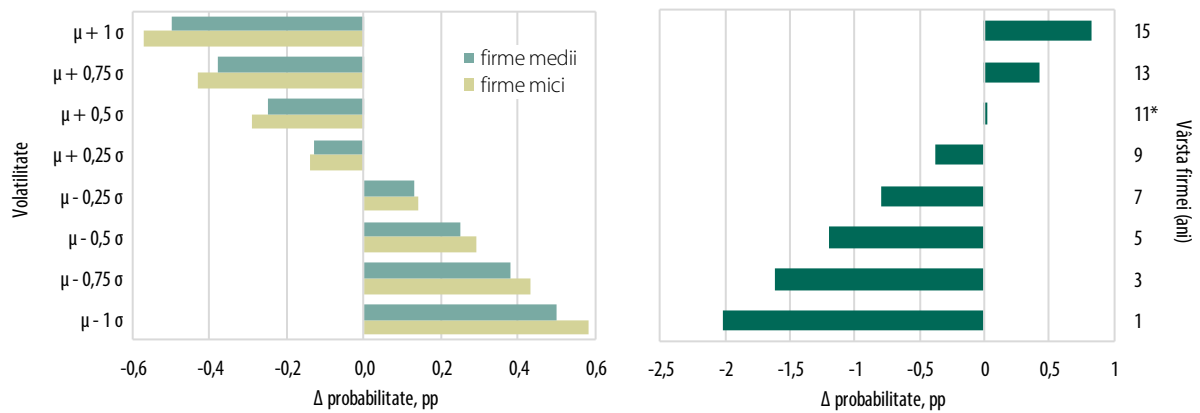
	Investiții brute				Investiții nete			
	Coeficienți	Efecte marginale			Coeficienți	Efecte marginale		
		Dezinvestire	Pasivitate investițională	Realizarea investițiilor		Dezinvestire	Pasivitate investițională	Realizarea investițiilor
Vârsta firmei	-0,0197*** (0,00033)	0,0033*** (0,00003)	0,0026*** (0,00003)	-0,0059*** (0,00006)	-0,0057*** (0,00038)	0,0010*** (0,00007)	-0,0001*** (0,00001)	-0,0009*** (0,00006)
Vârsta firmei x Incertitudine	0,1222*** (0,00968)				0,0060*** (0,00067)			
Vârsta firmei x Levier	0,0005*** (0,00005)				0,0008*** (0,00008)			
Firme mici	0,3311*** (0,00603)	-0,0613*** (0,0005)	-0,0618*** (0,00065)	0,1231*** (0,00111)	0,4226*** (0,00592)	-0,1548*** (0,0011)	0,0141*** (0,00009)	0,1407*** (0,00105)
Firme medii	0,5494*** (0,01401)	-0,0914*** (0,00099)	-0,1223*** (0,00243)	0,2137*** (0,00339)	0,5997*** (0,01260)	-0,2255*** (0,00296)	0,0134*** (0,00016)	0,2121*** (0,00307)
Firme mari	0,7608*** (0,03363)	-0,1078*** (0,00182)	-0,1724*** (0,00643)	0,2801*** (0,00822)	0,6923*** (0,02889)	-0,2636*** (0,00718)	0,0109*** (0,00062)	0,2527*** (0,00779)
Firme mici x Incertitudine	-0,0202** (0,01001)				-0,0604*** (0,00976)			
Firme medii x Incertitudine	-0,0021 (0,01962)				-0,0518*** (0,01764)			
Firme mari x Incertitudine	-0,0825* (0,04388)				-0,0339 (0,03604)			
Firme mici x Levier	-0,0218*** (0,00239)				-0,0117*** (0,00266)			
Firme medii x Levier	-0,0929*** (0,01237)				-0,0764*** (0,01164)			
Firme mari x Levier	-0,0883*** (0,02808)				-0,0627** (0,02684)			
Levier	-0,0148*** (0,00119)	0,0038*** (0,00021)	0,0031*** (0,00018)	-0,0069*** (0,00039)	-0,0257*** (0,00117)	0,0094*** (0,00034)	-0,0012*** (0,00004)	-0,0082*** (0,0003)
Incertitudine	-0,0813*** (0,00781)	0,0034*** (0,00102)	0,0027*** (0,00082)	-0,0062*** (0,00185)	-0,0497*** (0,00860)	0,0037* (0,00209)	-0,0005* (0,00026)	-0,0032* (0,00183)
Investiții străine directe	0,0106*** (0,00200)	-0,0022*** (0,00042)	-0,0018*** (0,00034)	0,0040*** (0,00075)	0,0187*** (0,00218)	-0,0074*** (0,00086)	0,0009*** (0,0001)	0,0064*** (0,00075)
Așteptările privind cererea	0,1149*** (0,01308)	-0,0240*** (0,00272)	-0,0192*** (0,0022)	0,0432*** (0,00493)	0,0726*** (0,01344)	-0,0286*** (0,00529)	0,0035*** (0,00065)	0,025*** (0,00464)
Intensitate mică a exporturilor	0,0461*** (0,00651)	-0,0094*** (0,00129)	-0,0081*** (0,00119)	0,0175*** (0,00248)	0,0875*** (0,00580)	-0,0346*** (0,00231)	0,0038*** (0,00022)	0,0308*** (0,00208)
Intensitate medie a exporturilor	0,0118 (0,01440)	-0,0025 (0,00297)	-0,0020 (0,00246)	0,0045 (0,00544)	0,0375*** (0,01286)	-0,0148*** (0,00509)	0,0018*** (0,00057)	0,0131*** (0,00452)
Intensitate mare a exporturilor	0,0624*** (0,00976)	-0,0126*** (0,0019)	-0,0111*** (0,00184)	0,0237*** (0,00374)	0,0522*** (0,00908)	-0,0206*** (0,0036)	0,0024*** (0,00039)	0,0182*** (0,00321)
Δ Costuri cu forța de muncă	0,0349*** (0,00084)	-0,0073*** (0,00018)	-0,0058*** (0,00014)	0,0131*** (0,00032)	0,0264*** (0,00075)	-0,0104*** (0,0003)	0,0013*** (0,00004)	0,0091*** (0,00026)
Δ Cifra de afaceri	0,0603*** (0,00074)	-0,0126*** (0,00015)	-0,0101*** (0,00013)	0,0227*** (0,00028)	0,0586*** (0,00070)	-0,0231*** (0,00028)	0,0028*** (0,00004)	0,0202*** (0,00024)
Rentabilitate internă	0,0004 (0,00031)	-0,0001 (0,00006)	0,0000 (0,00005)	0,0001 (0,00012)	0,0002 (0,00029)	-0,0001 (0,00011)	0,0000 (0,00001)	0,0001 (0,0001)
Constanta 1	-1,1819*** (0,03886)				0,1328*** (0,03651)			
Constanta 2	0,2975*** (0,03885)				0,5069*** (0,03651)			
Observații	1 890 592				1 784 632			
Pseudo R <sup>2</sup>	0,0292				0,0309			

Notă: Cu excepția variabilelor indicator, toate celelalte au fost introduse în model cu un lag, pentru a evita probleme de endogenitate.  
În paranteze sunt raportate erorile standard robuste.

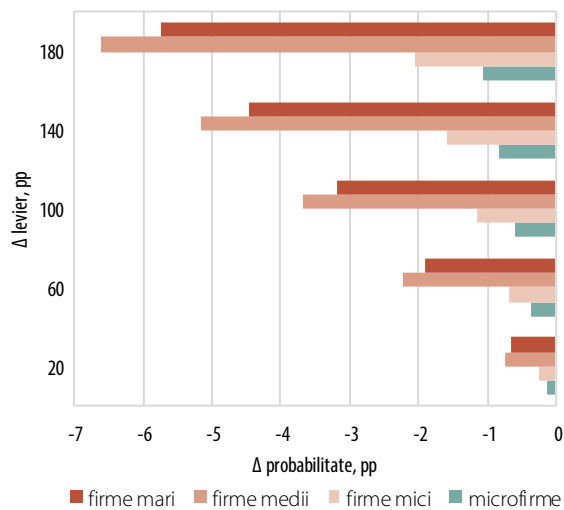
\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,1

Sursa: MFP, ONRC, INS, BVB, CE-DG ECFIN, calcule și estimări BNR

Grafic D. Sensitivitatea la incertitudine a probabilității de a investi, în funcție de dimensiunea și vârsta firmei



Grafic E. Sensitivitatea la levier a probabilității de a investi, în funcție de dimensiunea firmei

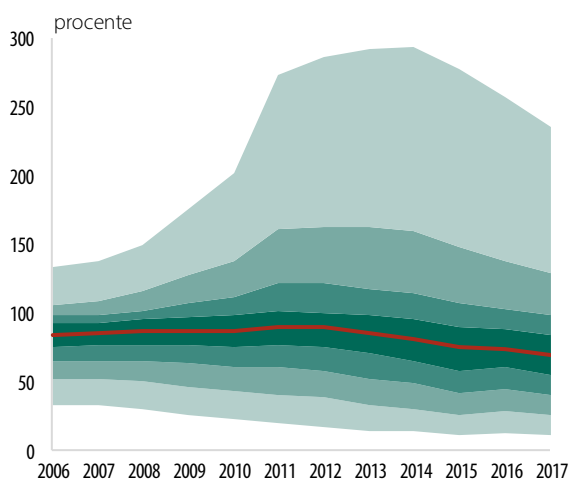


În consonanță cu rezultatele din literatura de specialitate, estimările relevă un impact semnificativ al datoriei asupra deciziei de a realiza investiții – o majorare cu un punct procentual a levierului diminuează probabilitatea firmei de a se situa în regimul de realizare a investițiilor cu circa 0,7 puncte procentuale în cazul investițiilor brute și cu 0,8 puncte procentuale al celor nete. Totodată, datoriile afectează în mod diferit firmele (Grafic E), cele medii și mari fiind mai vulnerabile în cazul unei majorări a acestora. Astfel, presupunând o creștere a levierului cu 20 de puncte procentuale, probabilitatea ca o firmă mare să rămână în regimul de realizare a investițiilor este cu 0,6 puncte procentuale mai mică, față de o scădere cu doar 0,1 puncte procentuale în cazul microîntreprinderilor, posibil pentru că acestea tind să-și suplimenteze fondurile necesare pentru investiții din surse informale. Din

această perspectivă, contextul pare a se fi ameliorat în perioada postcriză (Grafic F) – în 2017 mediana levierului este cu circa 18 puncte procentuale mai mică față de valoarea corespunzătoare a anului 2008, remarcându-se totuși o intensificare a eterogenității la nivelul firmelor.

Estimările indică în același timp că, odată cu înaintarea în vârstă a firmelor, activitatea investițională se diminuează – majorarea cu un an a vârstei micșorează probabilitatea de a investi cu circa 0,6 puncte procentuale pentru acumulările brute de capital și cu 0,1 puncte procentuale în cazul celor nete. Totodată, șansa de a realiza investiții (nete) se extinde în funcție de dimensiunea firmei (cele mari au o probabilitate cu circa 25 puncte procentuale mai ridicată comparativ cu firmele micro), iar angajarea

Grafic F. Distribuția levierului



Notă: În grafic sunt reprezentate decilele distribuției firmelor în funcție de levierul acestora (pentru sectoarele utilizate în estimare); linia roșie reprezintă mediana.

Sursa: MFP, calcule BNR

în operațiuni comerciale cu exteriorul favorizează acumulările de capital (probabilitate în medie cu circa 2 puncte procentuale mai mare).

Demersul empiric confirmă și relevanța investițiilor străine directe (ISD) pentru investițiile la nivel de sector. De pildă, discrepanța dintre acumulările de capital ale industriei alimentare și cele ale comerțului cu amănuntul apare în contextul unor volume superioare de ISD în cel din urmă sector, astfel încât, în anul 2017, ponderea stocului lor în stocul brut de capital era de circa 42 la sută în *retail*, față de 23 la sută în industria alimentară. În acest sens, tendința firească, până la un punct, ca o situație favorabilă a cererii să atragă capital străin mai degrabă către sectoare *nontradable*, precum cel de *retail*, neconcurate din exterior, ceea ce amplifică beneficiile asociate conjuncturii respective,

s-a suprapus competitivității precare a sectorului alimentar<sup>27</sup>, care a descurajat crearea unor capacități de producție pe plan local. Chiar dacă producția alimentară s-a aflat pe radarul investitorilor străini în ultimii ani, mulți dintre aceștia au preferat să capteze beneficiile care au decurs din avansul de cerere doar prin exporturi către economia autohtonă.

Poziția competitivă slăbită a industriei alimentare, oglindită în eroziunea cotei producătorilor locali pe piața internă, s-a repercutat și asupra situației financiare a companiilor românești de profil, ale căror venituri s-au extins mai lent comparativ cu cele ale comercianților, oferind o coordonată suplimentară pentru explicarea evoluției mai temperate a acumulării de capital în ramura industrială amintită.

Rezultatele exercițiului empiric oferă totodată posibilitatea conturării unei perspective asupra motivelor care explică diferența dintre performanța României și cea a celorlalte economii emergente din regiune pe filiera formării brute de capital fix, având drept reper în analiză<sup>28</sup> factorii de influență identificați cu prilejul estimării econometrice. Astfel, investițiile autohtone nu par a fi dezavantajate de profitabilitatea firmelor, care este comparabilă, în linii mari, cu cea specifică celorlalte state din grupul urmărit. De exemplu, în 2015 profitabilitatea raportată la valoarea activelor era de aproape 8 la sută în România (valoare corespunzătoare mediane distribuției), în timp ce în Ungaria, Cehia și Polonia aceasta era ușor mai redusă (după ce, în anul precedent, Cehia și Ungaria au avut rate de profitabilitate superioare). În schimb, dimensiunea firmelor (în funcție de personal) pare a avea avantaj ușor investițiile din Cehia și din Polonia – în 2015, firma plasată la mediana distribuției pe baza numărului de salariați avea 42 de angajați în Cehia și 44 în

<sup>27</sup> Indusă de trendul ascendent al costurilor unitare cu forța de muncă, lipsa îmbunătățirilor la nivelul infrastructurii, penuria personalului cu calificare adecvată etc. – pentru detalii se poate consulta caseta „Surse ale deficitului comercial cu produse alimentare” din *Raportul asupra inflației*, ediția februarie 2018.

<sup>28</sup> Analiza utilizează baza de date realizată în cadrul rețelei de cercetare a competitivității CompNet (6-th vintage). Pentru a putea include în discuție toate cele patru state, au fost luate în considerare informațiile referitoare la firme cu peste 20 de salariați, datele acoperind cel mult anul 2015. Comparația care se referă la ISD are drept sursă Eurostat.

Polonia, față de 38 de angajați în România, respectiv 37 în Ungaria (diferențele amplificându-se pentru decile superioare), fiind mai probabil ca firmele mai mari să se angreneze într-un proces investițional. Economia autohtonă este poziționată mai puțin favorabil și din perspectiva îndatorării firmelor, care, în pofida tendinței descrescătoare observate, se plasează în general peste valorile din celelalte trei state (ceea ce sugerează în același timp un nivel prea redus al capitalului propriu), dar și din perspectiva investițiilor străine directe, Cehia, Polonia sau Ungaria profilându-se drept destinații mai atractive.

### Concluzii

Redresarea condițiilor de cerere începând din anul 2014 a adus cu sine o îmbunătățire din perspectiva investițiilor, acestea continuând să se plaseze totuși sub nivelul anului 2008. Printre sectoarele cu un parcurs favorabil al activității investiționale s-au numărat cele asociate construcțiilor, segmentul agricol, ramurile industriale cu evoluții notabile pe tot parcursul perioadei precriză (în speță, producția auto și ramurile conexe), dar și sectorul comercial, în timp ce alte domenii au înregistrat performanțe mai puțin convingătoare, un exemplu notabil fiind cel al industriei alimentare.

Estimările empirice au relevat influența pozitivă pe care fluxurile de investiții străine directe și așteptările privind cererea o au asupra acumulării de capital, evidențiind în același timp rolul inhibitor ce revine incertitudinii, care afectează mai ales firmele mici și medii. De asemenea, o probabilitate mai ridicată de a demara proiecte investiționale corespunde operatorilor economici cu o situație financiară mai bună, nivelul îndatorării având un rol inhibitor, mai ales în cazul firmelor de talie medie și mare.

Diferențele în planul activității investiționale dintre sectorul alimentar și cel comercial, ambele beneficiare ale unui context favorabil al cererii în ultimii ani, ilustrează în ultimă instanță efectul poziției competitive precare a primului domeniu amintit. Eroziunea competitivității a acționat în defavoarea prezenței investitorilor străini și a unei accelerări mai ferme a dinamicii veniturilor, reflectate mai departe într-o activitate investițională mai puțin alertă decât ar fi fost de așteptat, care nu oferă fundamente solide pentru o redresare a sectorului în perioada următoare.

Poziționarea în general mai dezavantajoasă a economiei românești comparativ cu cele ale altor state emergente din regiune în domenii precum atragerea de investiții străine directe sau nivelul capitalului propriu în raport cu datoriiile (determinanți ai acumulării de capital identificați în cadrul exercițiului empiric) contribuie la explicarea performanței sub așteptări a investițiilor autohtone în ultimii zece ani.

### Referințe

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., Maksimovic, V. – „Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?”, *Journal of Finance* (60), 2005, pp. 137-177
- Bloom, N. – „The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica* (77), 2009, pp. 623-685



Casey, E., O'Toole, C. – „Bank Lending Constraints, Trade Credit and Alternative Financing during the Financial Crisis: Evidence from European SMEs”, *Journal of Corporate Finance* (27), 2014, pp. 173-193

Ferrando, A., Marchica, M. T., Mura, R. – „Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 1630, 2014

Ferrando, A., Mulier, K. – „The Real Effects of Credit Constraints: Evidence from Discouraged Borrowers in the Euro Area”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 1842, 2015

Fuss, C., Vermeulen, P. – „Firms' Investment Decisions in Response to Demand and Price Uncertainty”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 347, 2004

Gebauer, S., Setzer, R., Westphal, A. – „Corporate Debt and Investment: A Firm Level Analysis for Stressed Euro Area Countries”, Banca Centrală Europeană, *Working Paper* No. 2101, 2017

Gourio, F., Kashyap, A. – „Investment Spikes: New Facts and A General Equilibrium Exploration”, *Journal of Monetary Economics* (54), 2007, pp. 1-22

Grazzi, M., Jacoby, N., Treibich, T. – „Dynamics of Investment and Firm Performance: Comparative Evidence from Manufacturing Industries”, *Empirical Economics* (51), 2016, pp. 125-179

Kalemli-Özcan, Ş., Laeven, L., Moreno, D. – „Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis”, *NBER Working Paper* No. 24555, 2018

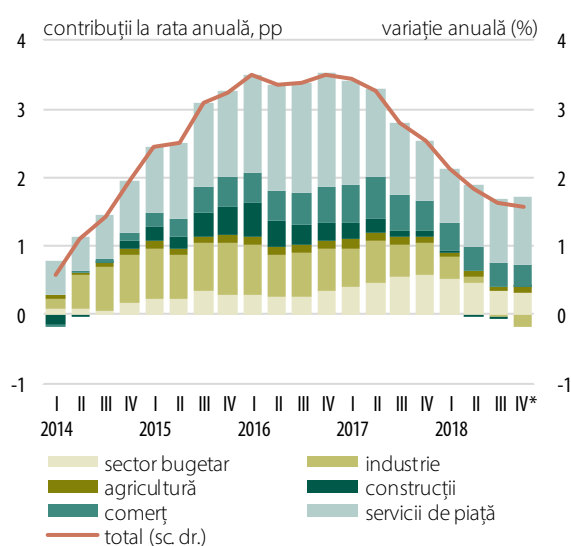
Nilsen, Ø., Schiantarelli, F. – „Zeros and Lumps in Investment: Empirical Evidence on Irreversibilities and Nonconvexities”, *The Review of Economics and Statistics* (85), 2003, pp. 1021-1037

Petersen, M., Rajan, R. – „Trade Credit: Theories and Evidence”, *Review of Financial Studies* (10), 1997, pp. 661-691

### Evoluții pe piața muncii<sup>29</sup>

În trimestrul III 2018, efectivul salariaților din economie s-a situat la cel mai ridicat nivel de după anul 2000, însă avansul în termeni anuali a continuat să își piardă din intensitate pentru al șaptelea trimestru consecutiv (până la 1,6 la sută), tendința fiind

Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie

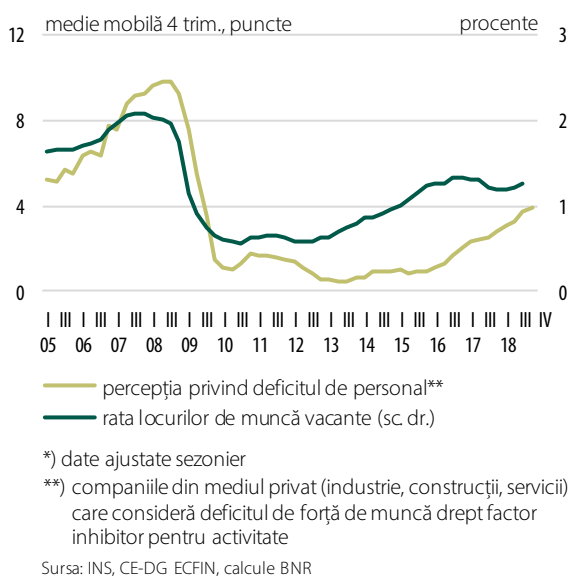


confirmată și de datele disponibile pentru octombrie-noiembrie. Temperatură a fost imprimată atât de sectorul bugetar (vizibilă în special în domeniul sănătății, în contextul aplicării legii care prevede pentru anul 2018 regula de a ocupa 1 post la 2 locuri de muncă vacante), cât și de mediul privat, unde restrângerea schemelor de personal a fost mai pregnantă în industria auto, cel mai probabil în asociere cu derularea procesului de automatizare (Grafic 2.9).

În plus, oferta excedentară de forță de muncă și-a păstrat tendința de comprimare, rata șomajului înregistrat și cea BIM ajungând până la cele mai reduse valori ale ultimilor 15 ani (3,3 la sută, respectiv 3,9 la sută în noiembrie 2018). Totodată, cererea de forță de muncă a marcat o ușoară reacelerare, un impuls venind din partea locurilor de muncă vacante disponibile în sectorul IT,

<sup>29</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier, având ca surse principale INS, Eurostat și ANOFM.

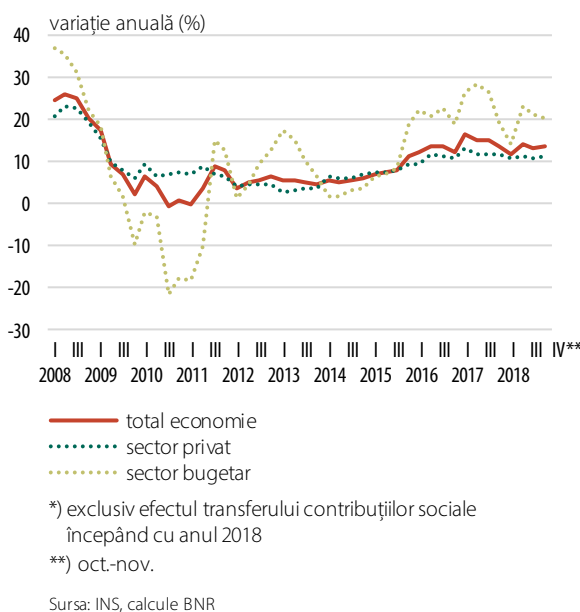
Grafic 2.10. Deficitul de personal și locurile de muncă vacante\*



construcții, precum și în administrația publică. Astfel, climatul tensionat, dominat de emigrație ridicată și de necorelare a pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, care a caracterizat piața muncii începând din anul 2016, s-a accentuat. Aceste coordonate ale procesului de recrutare sunt ilustrate și prin ponderea tot mai ridicată a companiilor din mediul privat care consideră deficitul de candidați drept unul dintre factorii importanți care le limitează activitatea, conform sondajului CE-DG ECFIN (Grafic 2.10).

Pentru finalul anului 2018 și primul trimestru din 2019, atât studiul Manpower, cât și sondajul CE-DG ECFIN estimează o creștere moderată a angajărilor, însă în atenuare comparativ cu perioada anterioară. La nivel sectorial, ambele surse confirmă această tendință pentru industria prelucrătoare. Totuși, firmele analizate în studiul Manpower consideră că o temperare a recrutărilor va avea loc și în construcții, în timp ce sondajul CE-DG ECFIN nominalizează în plus serviciile.

Grafic 2.11. Câștigul salarial nominal brut\*



Câștigul salarial mediu brut a continuat să crească într-un ritm încă înalt atât în trimestrul III, cât și în perioada octombrie-noiembrie 2018 (circa 36 la sută în termeni anuali<sup>30</sup>). Ușoara încetinire față de trimestrul II a avut la bază, în esență, ieșirea din calculul ratei anuale a majorărilor salariale acordate personalului din administrația publică în iulie 2017. Valoarea ridicată a dinamicii anuale reflectă, dincolo de transferul contribuțiilor sociale datorate de angajatori în sarcina angajaților, dificultățile companiilor în atragerea candidaților, în contextul acutizării deficitului de forță de muncă (Grafic 2.11). Este de așteptat ca un ritm alert să se mențină și în perioada următoare, având în vedere creșterea salariului minim pe economie implementată la 1 ianuarie 2019

– diferențiată pe domenii de activitate, dar și pe niveluri de instruire –, precum și majorările prevăzute în legea salarizării unitare aplicabilă în sistemul bugetar.

<sup>30</sup> Aproximativ 13 la sută dacă este exclus efectul modificărilor fiscale de la începutul anului 2018.

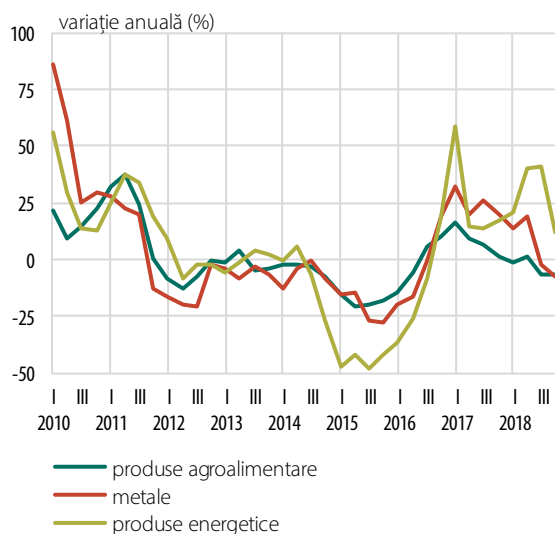
## 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

Depășirea pragului de 85 dolari SUA/baril de către prețul petrolului Brent la începutul lunii octombrie 2018 și mișcarea ascendentă a cotațiilor energiei electrice pe piața en gros internă au condus la înregistrarea celui mai amplu avans în termeni anuali al prețurilor producției industriale pentru piața internă din ultimii șase ani (6,4 la sută în perioada octombrie-noiembrie). Pentru bunurile de consum nu s-au consemnat modificări, dinamica anuală a prețurilor de producție stabilizându-se în jurul a 2,1 la sută de la debutul trimestrului II 2018, în contextul unor presiuni limitate din partea costurilor cu materiile prime agroalimentare.

### 2.1. Prețurile de import

Tendența puternic ascendentă pe care s-au poziționat prețurile materiilor prime energetice începând cu a doua jumătate a anului 2017 s-a întrerupt, anul 2018 terminându-se cu corecții de amploare (Grafic 2.12). Astfel, după ce în prima decadă

Grafic 2.12. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

a lunii octombrie 2018 cotația Brent a atins maximum ultimilor patru ani (86,3 dolari SUA/baril), pe fondul anticipațiilor din piață cu privire la efectele intrării în vigoare a sancțiunilor comerciale împotriva Iranului, prețul petrolului a înregistrat o scădere substanțială, imprimată de materializarea unei oferte semnificative din partea principalilor producători mondiali (Rusia, SUA și Arabia Saudită), dar și de unele indicii nefavorabile vizând evoluția cererii globale. O nouă înțelegere OPEC+ (care prevede reducerea ofertei cu 1,2 milioane barili/zi) a fost încheiată la începutul lunii decembrie, însă ecoul acestei măsuri asupra parcursului cotației Brent a rămas, până la sfârșitul anului, destul de limitat. În acest context, dinamica anuală a prețurilor materiilor prime energetice a decelerat puternic până la 11,5 la sută în trimestrul IV 2018 (-30 puncte procentuale față de intervalul anterior).

Totodată, semnalele de temperare a producției industriale în China și în unele economii avansate, precum și incertitudinea asociată configurației relațiilor comerciale internaționale, au condus la adâncirea contracției prețurilor metalelor în perioada octombrie-decembrie 2018 (până la -7 la sută, variație anuală). Scăderi față de anul precedent au continuat să consemneze și cotațiile materiilor prime agroalimentare (-6,7 la sută în ultimele trei luni ale anului 2018), presiuni ascendente menținându-se doar pe segmentul cerealelor, sub influența unei producții globale mai reduse, dar și a anticipațiilor cu privire la cererea mondială, alimentate de extinderea utilizării acestora și pe plan industrial. În cazul produselor din carne, oferta

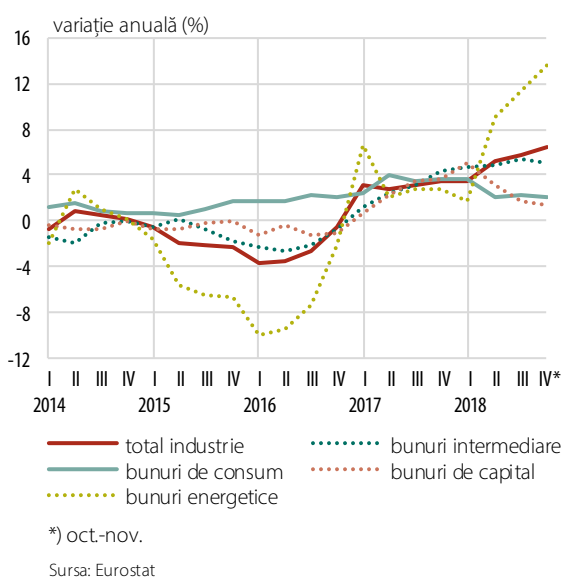
robustă la nivel internațional a determinat mișcări descendente ale cotațiilor; și pe segmentul cărnii de porc s-au înregistrat scăderi ale prețurilor în perioada analizată, însă este posibil ca începutul anului 2019 să fie marcat de majorări, date fiind așteptările privind reducerea producției de porci, în special în China, în contextul diminuării efectivelor din rațiuni de securitate alimentară.

Indicele anual al valorii unitare a importurilor<sup>31</sup> (IVU) s-a accelerat în trimestrul III 2018 până la 103,9 la sută, reflectând în bună măsură evoluția prețurilor materiilor prime energetice, dar și aprecierea dolarului SUA în raport cu euro. Astfel, contribuții importante au avut produsele minerale (+9 puncte procentuale, până la 129 la sută), cele chimice (+9,5 puncte procentuale, până la 105,7 la sută), și, într-o proporție mai moderată, materialele plastice și cauciucul; spre finele anului, însă, este probabilă o inversare a acestei tendințe, date fiind mișcările recente ale cotațiilor bunurilor energetice pe piețele internaționale. În schimb, IVU aferent metalelor comune și-a continuat decelerarea în trimestrul III 2018, traiectorie anticipată a se menține și în ultimele luni ale anului.

În asociere cu parcursul cotațiilor internaționale ale bunurilor agroalimentare, scăderi ale IVU au fost localizate la nivelul produselor din carne, al zahărului și al grăsimilor animale și vegetale, în timp ce fructele, legumele și cerealele au înregistrat majorări. Pe segmentul bunurilor de consum nealimentare, evoluțiile au rămas mixte: creșteri pentru mijloace de transport, încălțăminte și produse farmaceutice, respectiv diminuări în cazul articolelor de îmbrăcăminte și al celor de igienă.

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Grafic 2.13. Prețurile producției industriale pentru piața internă



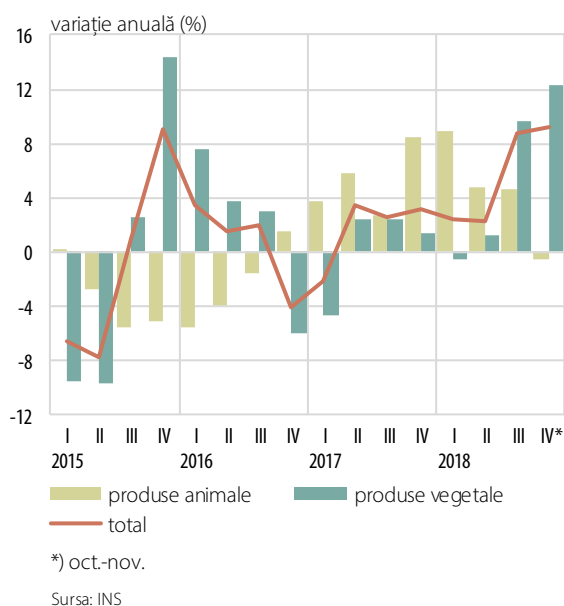
În intervalul octombrie-noiembrie 2018, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a urcat la 6,4 la sută (+0,5 puncte procentuale față de media trimestrului III; Grafic 2.13). Accelerarea a fost imprimată exclusiv de segmentul bunurilor energetice, sub influența majorării puternice a cotației petrolului Brent în primele zile ale lunii octombrie (ulterior corectându-se puternic). Efectul a fost augmentat de avansul sensibil al prețurilor de producție aferente sectorului de furnizare a energiei electrice și termice, care au fost receptive la mișcările cotațiilor de pe piața en gros internă, factorii determinanți ai acestei evoluții fiind diminuarea ponderii energiei electrice produse din surse regenerabile concomitent cu un consum în extindere și, posibil, cu scumpirea certificatelor de emisii de dioxid de carbon<sup>32</sup>.

<sup>31</sup> Exprimat în euro.

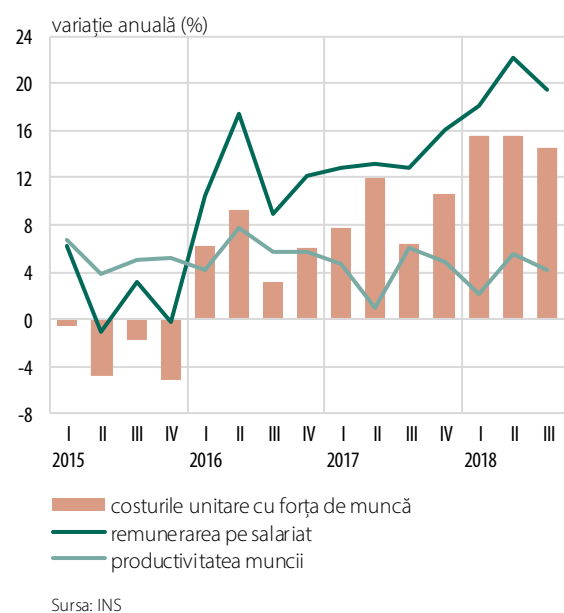
<sup>32</sup> Spre finele lunii august 2018, prețul unui certificat de emisii de dioxid de carbon la nivel european a depășit 20 de euro, ulterior fluctuând în jurul acestui prag (în creștere cu 130 la sută în intervalul analizat față de începutul anului 2018). Această evoluție afectează producătorii termo de energie electrică (de pildă Complexul Energetic Oltenia), care sunt obligați să achiziționeze astfel de certificate în funcție de cantitatea de energie produsă, fiind probabil să transfere majorarea costului în preț.

În schimb, la nivelul bunurilor intermediare s-a consemnat o temperare a ratei anuale de creștere a prețurilor, în corelație cu ajustările în sens descendent ale cotațiilor internaționale ale metalelor observate în lunile precedente, ca urmare a deteriorării încrederii investitorilor. Aceste evoluții externe, alături de disiparea tensiunilor din partea cursului de schimb RON/EUR, s-au regăsit treptat și în dinamica prețurilor bunurilor de capital (-0,4 puncte procentuale, până la 1,4 la sută). Avansul prețurilor de producție aferente bunurilor de consum a rămas moderat, stabilizându-se în jurul nivelului de 2,1 la sută în perioada aprilie-noiembrie 2018, în contextul în care presiunile exercitate de costurile cu materiile prime agroalimentare au fost limitate.

Grafic 2.14. Prețurile producției agricole



Grafic 2.15. Costurile unitare cu forța de muncă



Majorări ale cotațiilor au fost în continuare vizibile doar pe piața cerealelor, date fiind producția europeană mai scăzută și tendința prețurilor interne de a se alinia la evoluțiile externe (potrivit datelor Bloomberg, cotațiile grâului și porumbului au atins în trimestrul IV 2018 variații anuale de 26 la sută și, respectiv, 13 la sută).

Astfel, dinamica anuală a prețurilor producției agricole pe piața internă a urcat ușor în perioada octombrie-noiembrie 2018, până la 9,2 la sută (+0,4 puncte procentuale față de trimestrul III 2018; Grafic 2.14). Parcursul a fost imprimat de segmentul vegetal, intensificarea scumpirilor fiind mai pronunțată în cazul grâului și al cartofilor; singura excepție a venit din partea semințelor de floarea soarelui, care au continuat să se ieftinească. În schimb, rata anuală a prețurilor pentru produsele de origine animală s-a temperat până la intrarea în teritoriul negativ (-0,5 la sută), mișcare indusă de încetinirea ritmului de majorare a prețurilor pentru carnea de bovine și de pasăre și pentru laptele de vacă, respectiv de contracțiile aferente prețurilor cărnii de porc și ouălor.

#### Costurile unitare cu forța de muncă

Similar semestrului I 2018, costurile unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei și-au păstrat o viteză înaltă de creștere în trimestrul III 2018 (14,6 la sută în termeni anuali, în scădere cu numai un punct procentual). Majorările substanțiale ale ULC din ultimii trei ani (de circa 10 la sută în medie) au potențialul de a se răsfrânge asupra competitivității externe a exporturilor, o corelație adecvată pe termen mediu și lung între remunerare și productivitate fiind esențială și pentru consolidarea stabilității prețurilor (Grafic 2.15).

Totodată, costurile salariale unitare<sup>33</sup> din industrie evidențiază persistența presiunilor din partea costurilor cu forța de muncă atât în trimestrul III, cât și în perioada octombrie-noiembrie (5,9 la sută, respectiv 5,7 la sută, variație anuală), observându-se și în acest caz o tendință de ușoară atenuare comparativ cu prima jumătate a anului. Segmentul dominant al industriei, cel prelucrător, a evoluat în aceeași notă pe ansamblul perioadei – dinamică anuală de 5,3 la sută, cu doar 0,2 puncte procentuale mai jos decât în trimestrul II. Astfel, corecțiile consemnate în industria alimentară, construcțiile metalice sau mijloacele de transport exclusiv cele auto, în asociere cu amplificarea producției, au fost neutralizate de deteriorările din industria ușoară și fabricarea mașinilor și echipamentelor. În schimb, echilibrul între costurile salariale și productivitate se păstrează în industria auto și cea conexă a echipamentelor electrice, activitatea acestor ramuri fiind susținută de o cerere externă robustă.

---

<sup>33</sup> Valorile exclud efectul modificărilor fiscale implementate la începutul anului 2018.

# 3. Politica monetară și evoluții financiare

## 1. Politica monetară

În perioada noiembrie 2018 – ianuarie 2019, BNR a menținut nemodificate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,50 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 și menținerii 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.

În ședința din luna noiembrie, Consiliul de administrație al BNR a adoptat decizia privind statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară în condițiile în care rata anuală a inflației și-a reluat scăderea în septembrie<sup>34</sup>, iar potrivit noii prognoze pe termen mediu aceasta urma să sufere un amplu declin în trimestrul IV (până la 3,5 la sută în decembrie 2018) și apoi să coboare, dar să și rămână pe orizontul prognozei în jumătatea superioară a intervalului țintei, pe o traiectorie descendentă până în trimestrul III 2019<sup>35</sup>. Semnificativa corecție descendentă a traiectoriei ratei anuale a inflației se anticipa a fi antrenată mai cu seamă de acțiunea factorilor pe partea ofertei, în principal de efecte de bază asociate creșterilor înregistrate începând cu semestrul II 2017 de toate componentele exogene ale IPC. Și inflația de bază era așteptată a-și prelungi tendința de calmare pe parcursul următoarelor luni<sup>36,37</sup>, dar să se reacelereze începând cu trimestrul I 2019<sup>38</sup>, pe fondul presiunilor inflaționiste conjugate, în creștere progresivă, așteptate să decurgă din poziția ciclică a economiei – în condițiile probabilei prelungiri a creșterii deviației pozitive a PIB până în trimestrul I 2019 și ale menținerii ei ulterioare deasupra valorilor din prognoza precedentă –, precum și din anticipațiile inflaționiste pe termen scurt și din prețurile importurilor.

Evoluția probabilă a excedentului de cerere agregată avea ca fundament previziunile privind o încetinire mai modestă a expansiunii economice în 2018 decât cea anticipată

<sup>34</sup> Rata anuală a inflației a coborât în septembrie la 5,03 la sută, de la 5,06 la sută în august.

<sup>35</sup> Traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației se poziționa totuși la valori ușor deasupra celor previzionate anterior, ajungând la 2,9 la sută în decembrie 2019 și la 3,1 la sută la finele orizontului proiecției, față de nivelurile de 2,7 la sută și respectiv 2,8 la sută, indicate de prognoza anterioară pentru aceleași momente de referință.

<sup>36</sup> În trimestrul III 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a redus de la 2,9 la sută în iunie la 2,8 la sută în septembrie.

<sup>37</sup> Rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat cobora la 2,5 la sută în decembrie 2018.

<sup>38</sup> Dinamica anuală a CORE2 ajustat era așteptată să urce până la 3,3 la sută la finele orizontului prognozei (trimestrul III 2020).

anterior, asociată cu o reacelerare a acesteia sensibil peste ritmul potențial în 2019 și cu revenirea dinamicii ei în linie cu cea potențială în anul 2020. O asemenea perspectivă presupunea atenuarea caracterului expansionist al politicii fiscale în 2018, menținerea lui neschimbată în 2019 și o atitudine cvasineutră a acesteia în 2020, precum și o decelerare a dinamicii veniturii disponibil real al populației. Se asumau, de asemenea, o diminuare a gradului de relaxare a condițiilor monetare pe orizontul prognozei, o îmbunătățire probabilă a absorbției fondurilor europene și o creștere economică încă robustă în zona euro/UE și pe plan global, doar ușor încetinită în raport cu precedentă prognoză. Previziunile privind economia europeană se caracterizau însă printr-un grad mai mare de incertitudine, dată fiind sporirea riscurilor implicate de politicile comerciale protecționiste, procesul de ieșire a Marii Britanii din UE, tensiunile politice din unele țări europene, precum și de volatilitatea pieței financiare internaționale. Pe plan intern, incertitudinile și riscurile erau generate, de asemenea, de comportamentul sentimentului de încredere al consumatorilor, dar și de condițiile de pe piața muncii și de conduita politicii fiscale și a celei de venituri. Continua însă să fie deosebit de relevantă conduita politicii monetare a BCE, inclusiv din perspectiva deciziilor băncilor centrale din regiune.

Potrivit datelor statistice apărute ulterior, rata anuală a inflației a consemnat în primele două luni ale trimestrului IV 2018 o corecție descendentă, chiar ușor mai amplă decât cea previzionată, coborând de la 5,03 la sută în septembrie la 3,43 la sută în noiembrie – nivel situat în interiorul intervalului de variație al țintei –, în principal pe seama acțiunii factorilor pe partea ofertei<sup>39</sup>. Și componenta de bază a inflației a dat un mic impuls acestei corecții<sup>40</sup>, atribuibil în bună măsură efectelor de bază asociate scumpirii unor produse agroalimentare spre finalul anului 2017 și întrucâtva relativei întăriri a leului în raport cu euro din luna noiembrie 2018. Creșterea economică a continuat însă să se accelereze în trimestrul III în termeni anuali<sup>41</sup>, dar mai ales în termeni trimestriali, exclusiv pe seama sporirii mult peste așteptări a producției agricole, evoluția făcând probabilă o cvasistopare a creșterii excedentului semnificativ de cerere agregată, implicit poziționarea lui marginal sub valoarea anticipată pentru acest interval. Totodată, pe partea cererii, contribuția majoritară la avansul PIB a continuat să fie adusă de variația stocurilor, iar relativa creștere a aportului consumului gospodăriilor populației era atribuibilă integral sporirii considerabile a autoconsumului. Gradul de încordare al pieței muncii a continuat totuși să crească, atingând un nou maxim al perioadei postcriză<sup>42</sup>, iar dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut nominal s-a menținut pe palierul de două cifre în trimestrul III și în luna octombrie.

Principalele cotații ale pieței monetare interbancare și-au restrâns ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară în ultimele două luni din anul 2018, în principal pe fondul modificării condițiilor lichidității și al probabilei ajustări a așteptărilor băncilor privind perspectiva unor parametri ai politicii monetare. Diferențialul lor față de ratele dobânzilor prevalente în plan european și regional a rămas totuși ridicat,

<sup>39</sup> Aceasta a fost reprezentată mai ales de efectele de bază dezinflaționiste asociate evoluției dinamicii prețurilor volatile și a celei a prețurilor administrate și, într-o măsură mai mică, variației prețurilor produselor din tutun; influențe suplimentare au provenit din scăderile consemnate în noiembrie pe segmentul combustibililor și pe cel al legumelor și fructelor.

<sup>40</sup> Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat ușor scăderea, conform previziunilor, ajungând în noiembrie la 2,6 la sută.

<sup>41</sup> La 4,3 la sută, de la 4,1 la sută în trimestrul precedent.

<sup>42</sup> În condițiile accentuării ușoare a declinului ratei șomajului BIM, până la un nou minim istoric, de 3,9 la sută.



contribuind la relativa stabilitate dovedită de cursul de schimb leu/euro până spre finalul anului 2018, chiar și în condițiile adâncirii deficitului de cont curent.

În același timp, creditul acordat sectorului privat a continuat să crească susținut în primele două luni din trimestrul IV 2018, într-un ritm anual marginal superior valorii medii consemnate în trimestrul anterior, în condițiile revigorării dinamicii creditului acordat societăților nefinanciare – pe seama componentei în valută –, dar și ale prelungirii avansului robust al celui destinat populației. Ponderea în total a componentei în lei și-a extins avansul, ajungând la 65,6 la sută în noiembrie. Lichiditatea din economie și-a temperat totuși creșterea anuală și în luna octombrie, dar și-a reaccelerat-o apoi în noiembrie<sup>43</sup>, exclusiv pe seama celei mai lichide componente (M1), în contextul relativei intensificări a creării de monedă pe seama execuției bugetare, a finanțării datoriei publice și a fondurilor europene.

Evaluările realizate în acest context au relevat perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației și a menținerii ei pe orizontul foarte scurt de timp ușor sub limita superioară a intervalului țintei, în linie cu prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2018. S-a evidențiat și perspectiva unei foarte ușoare accelerări a creșterii economice în termeni anuali în intervalul trimestrul IV 2018 – trimestrul I 2019, în condițiile unei scăderi sensibile a dinamicii trimestriale a PIB în trimestrul IV 2018 – datorată exclusiv contracției probabil suferite de producția agricolă după creșterea excepțională din intervalul anterior –, urmată de o mărire a acesteia în primul trimestru al anului curent, implicând o majorare a *gap*-ului pozitiv al PIB pe parcursul celor două trimestre, la valori doar marginal inferioare celor din prognoza pe termen mediu.

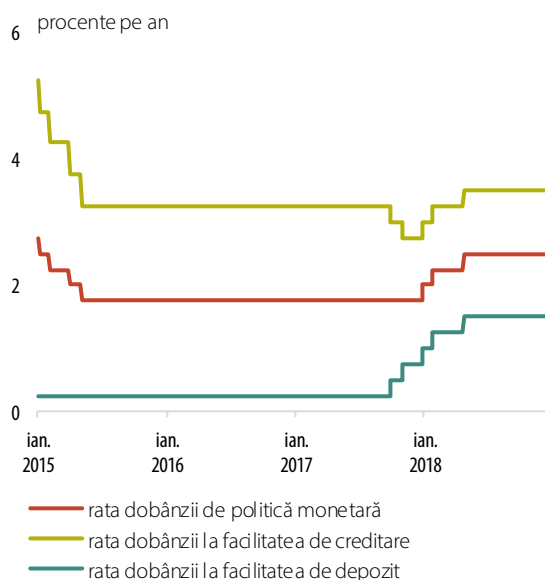
Incertitudinile și riscurile la adresa celei mai recente prognoze pe termen mediu erau însă substanțial amplificate de imponderabile din mediul extern, dar și de acțiuni/evoluții interne. O sursă majoră o reprezenta conduita politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul nefinalizării proiectului bugetului de stat pe anul 2019, dar mai ales al măsurilor fiscale și bugetare intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2019<sup>44</sup>, de natură să afecteze inflația viitoare – atât direct, prin intermediul prețurilor unor servicii și utilități, cât și indirect, prin influențarea activității economice și a potențialului de creștere a economiei –, dar și cu posibile implicații asupra politicii monetare și procesului de creditare, precum și asupra stabilității financiare și macrostabilității în general. Incertitudini în creștere proveneau și din mediul extern, în contextul încetinerii creșterii economiei zonei euro și a celei globale și al sporirii riscurilor la adresa perspectivei acestora induse de conflictul comercial și de procesul de ieșire a Marii Britanii din UE, precum și de tendința de înăsprire a condițiilor financiare și de volatilitatea pieței financiare internaționale; în aceste condiții,

<sup>43</sup> Ritmul ei anual de creștere în termeni nominali revenind pe un palier de două cifre (respectiv la 10,9 la sută în noiembrie, de la 9,4 la sută în luna precedentă).

<sup>44</sup> Principalele fiind: instituirea unei taxe pe activele financiare ale instituțiilor de credit; modificări aduse reglementării fondurilor de pensii administrate privat; introducerea unei contribuții de 2 la sută din cifra de afaceri pentru operatorii economici care desfășoară activități în domeniul energiei electrice și termice; introducerea unei taxe pentru organizatorii de jocuri de noroc; majorarea tarifului de monitorizare plătit la ANCOM de către societățile telecom; fixarea prețului de vânzare a gazelor naturale extrase de pe teritoriul României la 68 lei/MWh în perioada 01.04.2019 – 28.02.2022; scutirea în perioada 1 ianuarie 2019 – 31 decembrie 2028 de la plata impozitului pe venit pentru salariații din construcții; majorarea punctului de pensie de la 1 septembrie 2019 cu 15 la sută; înființarea/extinderea sferei de activitate a unor fonduri de finanțare.

rămâneau relevante conduita politicii monetare a BCE și a altor bănci centrale mari, precum și atitudinea probabilă a băncilor centrale din regiune.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



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. Prin urmare, în ședința din 8 ianuarie 2019, Consiliul de administrație al BNR a menținut neschimbate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,50 la sută –, precum și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare (la 1,50 la sută, respectiv 3,50 la sută; Grafic 3.1). De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

În același timp, în contextul reînălțării și amplificării unui excedent net de lichiditate pe piața monetară,

banca centrală a reluat în ianuarie 2019 operațiunile de atragere de depozite la termen pe scadența de o săptămână, efectuate prin licitații la rată fixă de dobândă (rata dobânzii de politică monetară), în cadrul cărora a absorbit integral sumele oferite de instituțiile de credit.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

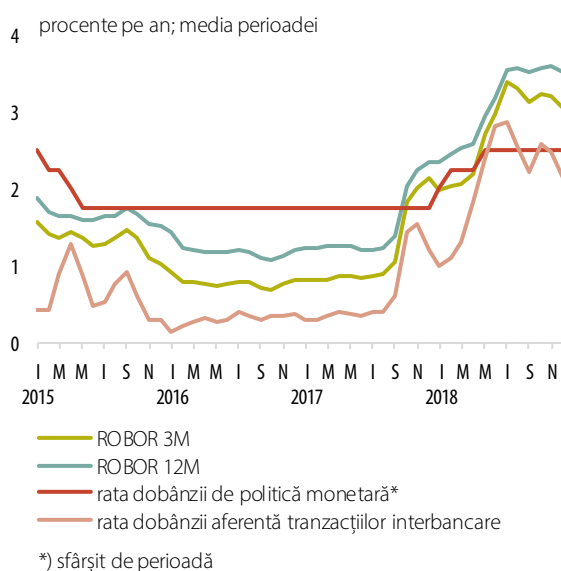
În trimestrul IV 2018, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au urmat o mișcare general descendentă, iar cursul de schimb leu/euro a fost cvasistabil până spre finalul anului. Creditul acordat sectorului privat și-a menținut creșterea robustă în perioada octombrie-noiembrie 2018, dar dinamica lichidității din economie a continuat să se tempereze pe ansamblul acestui interval.

### 2.1. Ratele dobânzilor

După o creștere temporară consemnată spre finele lunii octombrie, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a reluat mișcarea descendentă, revenind și menținându-se în luna următoare în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, pentru ca în decembrie să se plaseze preponderent în jumătatea inferioară a coridorului format în jurul acestora de ratele dobânzilor la facilitățile permanente. Valoarea sa medie aferentă trimestrului IV a scăzut cu 0,21 puncte procentuale, până la 2,38 la sută, diminuarea fiind similară ca amplitudine majorării înregistrate în trimestrul precedent.

Condițiile lichidității de pe piața monetară interbancară și-au amplificat volatilitatea în trimestrul IV, sub impactul fluctuațiilor mărite ale factorilor autonomi. BNR a continuat să furnizeze rezerve instituțiilor de credit prin intermediul operațiunilor *repo 1W* la rată fixă a dobânzii, cu alocare integrală, derulând astfel de licitații în debutul, respectiv la finele lunii octombrie<sup>45</sup> și apoi pe parcursul celei mai mari părți a lunii noiembrie<sup>46</sup>. În cursul lunii decembrie, sensul operațiunilor de politică monetară s-a inversat, în contextul în care reluarea și amplificarea substanțială a injecțiilor de lichiditate ale Trezoreriei<sup>47</sup> au condus la reinstalarea unui excedent net de rezerve pe piața monetară, drenat de banca centrală exclusiv prin intermediul facilității de depozit. Pe acest fond, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au consemnat o creștere temporară spre finele lunii octombrie, s-au re poziționat apoi în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, pentru ca în decembrie ele să coboare în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, revenind în preajma ratei dobânzii-cheie în ultima decadă a lunii.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



La rândul lor, cotațiile ROBOR (3M-12M) au consemnat o creștere temporară în a doua parte a lunii octombrie, probabil pe fondul anticipațiilor instituțiilor de credit privind persistența caracterului restrictiv al condițiilor lichidității. Ulterior, însă, ele și-au reluat și prelungit mișcarea descendentă – atingând spre finele trimestrului niveluri minime ale ultimelor aproximativ 6 luni și restrângându-și implicit ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară –, pe fondul relaxării condițiilor lichidității și, mai apoi, al probabilei reajustări a așteptărilor instituțiilor de credit privind perspectiva unor parametri ai politicii monetare. În aceste condiții, valorile medii din decembrie ale cotațiilor ROBOR au scăzut față de cele consemnate în ultima lună a trimestrului III în cazul scadențelor de 3 și 6 luni (-0,08 puncte procentuale, până la 3,05 la sută, respectiv -0,03 puncte procentuale, până la 3,34 la sută) și au fost relativ nemodificate în cazul

termenului de 12 luni (3,53 la sută; Grafic 3.2).

Piața titlurilor de stat a receptat în această perioadă atât influențele factorilor interni, incluzând deciziile și acțiunile de politică monetară ale BNR, cât și pe cele provenind de pe piețele financiare internaționale<sup>48</sup>. Astfel, cotațiile de referință de pe piața

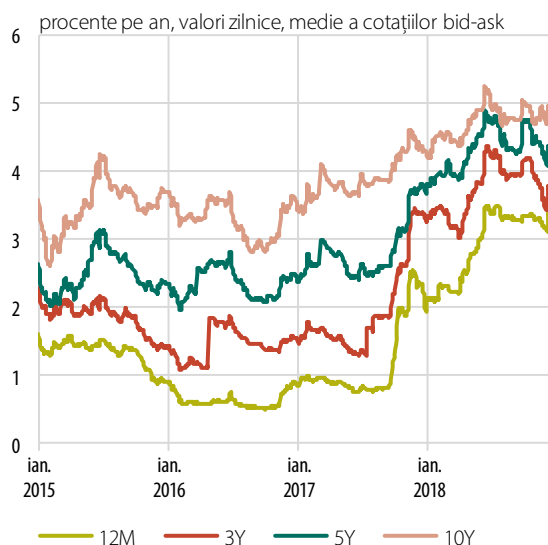
<sup>45</sup> În contextul înăsprii condițiilor lichidității de pe piața monetară sub impactul contracționist al factorilor autonomi, unele bănci au apelat în acest interval facilitatea de creditare oferită de banca centrală.

<sup>46</sup> Soldul mediului al operațiunilor *repo* a crescut la 8 miliarde lei în noiembrie, de la 3,8 miliarde lei în octombrie și față de o medie de 5 miliarde lei în intervalul august-septembrie.

<sup>47</sup> Inclusiv în condițiile rambursării de către MFP, în data de 28 noiembrie, a unei serii de obligațiuni de stat în valoare de 8 miliarde lei.

<sup>48</sup> Randamentele titlurilor de stat pe termen lung din SUA și zona euro au tins să crească în debutul lunii octombrie și au avut apoi o mișcare oscilantă, pentru ca începând din a doua decadă a lui noiembrie să se plaseze pe o traiectorie descendentă, date fiind în principal așteptările privind slăbirea ritmului activității economice, cu implicații asupra conduitei viitoare a politicii monetare (context în care Fed a semnalat temperarea normalizării politicii monetare). O mișcare relativ similară au urmat randamentele pe termen lung din plan regional.

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



secundară<sup>49</sup> au consemnat o majorare relativ accentuată în debutul lui octombrie, pentru ca spre sfârșitul lunii să se înscrie pe un trend descendent, care s-a prelungit până la finele celei de-a doua decade a lunii decembrie (Grafic 3.3). Ele au înregistrat apoi o ajustare ascendentă abruptă de-a lungul întregului spectru de maturități, în contextul anunțării noului set de măsuri fiscale, stabilizându-se spre finalul trimestrului IV în apropierea nivelurilor mai înalte astfel atinse. Valorile medii ale cotațiilor din luna decembrie au scăzut totuși față de cele din ultima lună a trimestrului III cu până la 0,1 puncte procentuale în cazul termenelor de 6 și 12 luni (la 3,04 la sută, respectiv 3,26 la sută), respectiv de 5 ani (la 4,25 la sută), dar au crescut ușor în cazul celor de 10 ani (+0,04 puncte procentuale, până la 4,82 la sută)<sup>50</sup>.

Pe segmentul primar al pieței<sup>51</sup>, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor din decembrie s-au redus față de valorile din ultima lună a trimestrului III în cazul majorității maturităților<sup>52</sup>, cu aproximativ 0,2-0,4 puncte procentuale. Evoluția nu a fost însă constantă pe parcursul trimestrului; astfel, acestea s-au majorat în octombrie (cu până la 0,4 puncte procentuale pentru titlurile cu maturitate de 5 ani), pentru ca apoi să se diminueze atât în noiembrie (cu până la 0,45 puncte procentuale pentru înscrisurile cu scadență de 3 ani), cât și în decembrie (cu până la 0,27 puncte procentuale, în cazul titlurilor cu maturitate de 10 ani). Interesul investitorilor pentru titluri de stat a crescut semnificativ față de precedentele trei luni, chiar în condițiile majorării volumului programat al emisiunilor. Astfel, raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat a urcat la 1,9 (cea mai înaltă valoare din ultimele cinci trimestre), în timp ce raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat s-a menținut la 105 la sută<sup>53</sup>; totodată, scadența medie a titlurilor emise s-a majorat față de cea din intervalul iulie-septembrie 2018 (la 4,9 ani, față de 4,3 ani).

Deși au consemnat unele fluctuații lunare, ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen ale clienților nebankari și-au întrerupt ascensiunea pe ansamblul intervalului septembrie-noiembrie 2018, cea dintâi scăzând ușor (-0,04 puncte procentuale, până la 7,39 la sută), iar cea din urmă menținându-se aproape nemodificată (la 2,11 la sută; Grafic 3.4). Evoluțiile nu au fost însă omogene din

<sup>49</sup> Medii *bid-ask*.

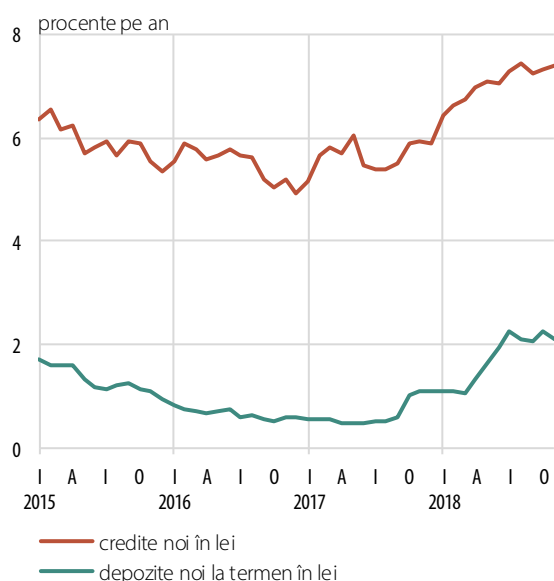
<sup>50</sup> Ajustarea reflectând însă inclusiv efectul înlocuirii în luna noiembrie a seriei obligațiunilor de stat de tip *benchmark* cu o serie având o maturitate mai extinsă.

<sup>51</sup> Pe 4 octombrie, MFP a emis pe piața externă euroobligațiuni în valoare de 1,75 miliarde euro, în două serii de titluri cu scadențe pe 10 ani (1,15 miliarde euro, la un randament 3,029 la sută) și 20 ani (0,6 miliarde euro, la un randament de 4,234 la sută). Pe piața internă, MFP a derulat pe 6 noiembrie, respectiv 11 decembrie, licitații pentru obligațiuni denominate în euro cu maturitatea de 5 ani, respingând integral ofertele băncilor (289,4 milioane euro) în cazul celei dintâi și acceptând oferte în valoare totală de 251,5 milioane euro, la un randament mediu de 0,95 la sută, în cazul celei din urmă.

<sup>52</sup> Cu excepția randamentelor medii aferente titlurilor de stat cu maturitate de 15 ani, care au fost în creștere (+0,10 puncte procentuale).

<sup>53</sup> În condițiile în care MFP a respins parțial/integral ofertele prezentate în cadrul a câte două licitații, în octombrie și decembrie.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



perspectiva celor două sectoare de clientelă. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi acordate populației a scăzut cu 0,17 puncte procentuale (la 8,34 la sută), reflectând reducerea ratei medii a dobânzii la împrumuturile noi pentru consum și creșterea ponderii în fluxul adresat acestui segment a împrumuturilor pentru locuințe, a căror rată medie a dobânzii a continuat totuși să se majoreze. Rata medie a dobânzii la creditele noi acordate societăților nefinanciare și-a prelungit tendința crescătoare (+0,10 puncte procentuale, până la 6,12 la sută), imprimată de această dată doar de rata medie a dobânzii la împrumuturile sub echivalentul a 1 milion euro, cea aferentă împrumuturilor peste acest prag diminuându-se pe ansamblul perioadei. În același timp, randamentul mediu al depozitelor noi la termen a continuat să crească pe segmentul populației (+0,29 puncte procentuale, până la 1,76 la sută – înregistrând în noiembrie a paisprezecea creștere

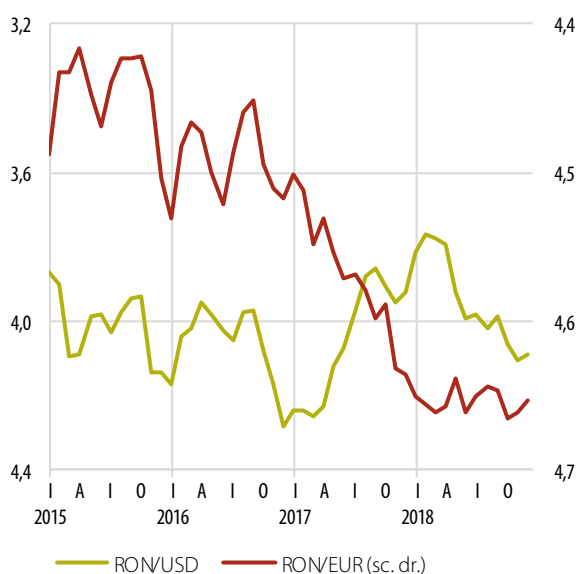
lunară consecutivă), dar a scăzut pe cel al societăților nefinanciare (-0,13 puncte procentuale, până la 2,27 la sută).

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a stopat în debutul trimestrului IV ascensiunea amorțată în luna septembrie și a rămas apoi cvasistabil până spre finalul anului, în condițiile în

care influența de ansamblu a factorilor interni a contrabalansat-o pe cea venită din mediul extern (Grafic 3.5).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Raportul leu/euro și-a întrerupt în primele zile din octombrie trendul ascendent pe care s-a înscris în luna precedentă, dar a rămas apoi cantonat până la jumătatea trimestrului IV pe palierul mai înalt astfel atins<sup>54</sup>, în condițiile în care atractivitatea pieței financiare locale – conferită de diferențialul considerabil al ratelor dobânzilor și de așteptările privind evoluția cursului de schimb – a estompat temporar influențele adâncirii deficitului de cont curent, dar și pe cele provenite din mediul extern (Tabel 3.1). Acesta a fost marcat de scăderi episodice ale apetitului global pentru risc, survenite pe fondul intensificării tensiunilor comerciale între SUA și China și al consolidării așteptărilor privind continuarea

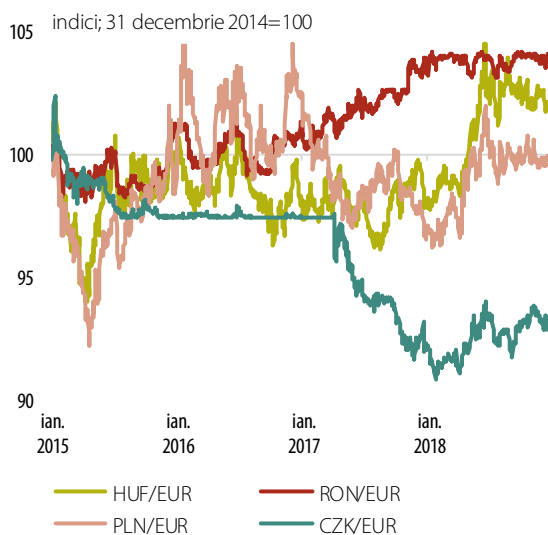
<sup>54</sup> Apropiat maximumului istoric.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	11 luni 2017			11 luni 2018		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	3 413	7 413	-4 000	2 442	8 105	-5 663
Investiții directe	157	4 694	-4 537	759	5 596	-4 837
Investiții de portofoliu	485	3 188	-2 702	410	3 023	-2 612
Derivate financiare	x	x	-64	x	x	81
Alte investiții	2 972	-469	3 440	2 623	-514	3 136
– numerar și depozite	2 292	-891	3 183	1 193	-487	1 680
– împrumuturi	66	-1 021	1 087	53	-1 615	1 668
– altele	614	1 443	-830	1 377	1 588	-212
Active de rezervă ale BNR (net)	-137	0	-137	-1 431	0	-1 431

\*) „+” creștere/„-” scădere

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



Sursa: BCE, BNR

creșterii ratei dobânzii de către Fed<sup>55</sup>, de natură să alimenteze îngrijorările investitorilor financiari legate de perspectiva creșterii economiei globale<sup>56</sup>; surse de temeri le-au constituit și incertitudinile privind procesul de ieșire a Marii Britanii din UE<sup>57</sup>, precum și diferențele dintre guvernul italian și CE privind construcția bugetului în perioada următoare<sup>58</sup>.

Începând cu ultima decadă a lunii noiembrie, cursul de schimb leu/euro a tins totuși să scadă ușor, similar cursurilor de schimb ale celorlalte monede din regiune, în condițiile ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale ca urmare a semnalelor date de Fed privind temperarea normalizării politicii monetare<sup>59</sup>, dar și ca efect al aprobării în Consiliul European a acordului privind ieșirea Marii Britanii din UE și al soluționării impasului legat de proiectul de buget al Italiei. Spre finele anului, rata de schimb a leului și-a inversat însă brusc traiectoria, inclusiv în contextul anunțării noului set de măsuri fiscale și bugetare, de natură să afecteze percepția asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale (Grafic 3.6).

Pe piața valutară interbancară, soldul total al tranzacțiilor s-a ameliorat consistent începând cu mijlocul lunii octombrie, chiar în condițiile în care cererea netă de valută a rezidenților a devenit în acest interval puternic excedentară.

Pe ansamblul trimestrului IV, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,1 la sută<sup>60</sup> în termeni nominali și s-a apreciat cu 0,4 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 2,5 la sută în termeni nominali și cu 2,0 la sută în termeni reali, în condițiile în care moneda americană s-a apreciat în raport cu euro pe piețele internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de

<sup>55</sup> Date fiind continuarea evoluției favorabile a economiei americane, precum și semnalele transmise de Fed, inclusiv în cadrul minutei ședinței de politică monetară de la finele lunii septembrie.

<sup>56</sup> În plus, datele publicate în noiembrie au indicat o contracție trimestrială peste așteptări a PIB în Germania și Japonia.

<sup>57</sup> Legate în principal de tensiunile politice care au succedat încheierea la nivel de negociatori a acordului privind ieșirea Marii Britanii din UE.

<sup>58</sup> Context în care dolarul SUA s-a apreciat semnificativ în raport cu euro.

<sup>59</sup> Inclusiv prin revizuirea în luna decembrie a prognozei privind traiectoria ratei dobânzii, implicând un ritm mai lent al întăririi politicii monetare.

<sup>60</sup> O depreciere mai mare a consemnat în acest interval coroana cehă (0,5 la sută), în timp ce zlotul și forintul s-au apreciat cu 0,1 și, respectiv, 0,8 la sută în raport cu euro.

schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat deprecierea nominală față de euro și a consemnat cea mai amplă depreciere nominală din ultimele șapte trimestre față de dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

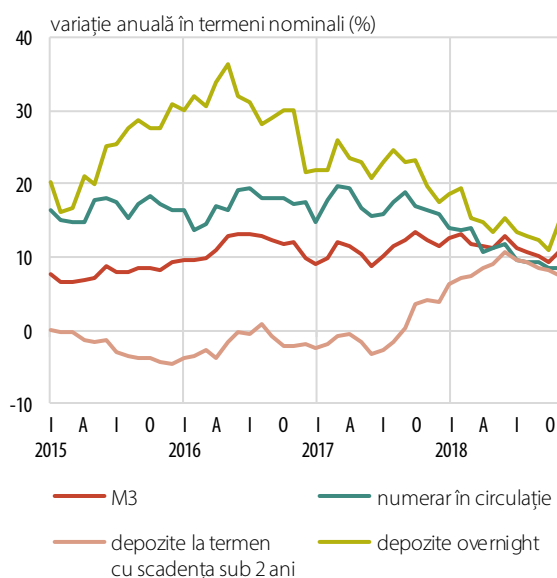
Dinamica<sup>61</sup> masei monetare (M3) a continuat să se tempereze în intervalul octombrie-noiembrie 2018, rămânând totuși pe palierul de două cifre (10,2 la sută, față de

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

	variație procentuală în termeni nominali						
	2017	2018				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
		ritm mediu al trimestrului					
M3	12,4	12,4	11,8	10,7	9,4	10,9	
M1	19,0	16,6	13,5	11,8	10,2	13,2	
Numerar în circulație	16,3	13,8	11,3	9,3	8,5	8,4	
Depozite overnight	20,2	17,8	14,5	12,9	11,0	15,3	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	3,9	6,9	9,4	9,1	8,2	7,4	

10,7 la sută în trimestrul III; Tabel 3.2)<sup>62</sup>. Evoluția nu a fost însă uniformă, decelerarea din octombrie – datorată, în principal, scăderii în termeni anuali a cheltuielilor bugetare cu proiectele finanțate din fondurile externe nerambursabile<sup>63</sup> și a celor destinate prestațiilor de natură socială, dar și probabilei amplificări a deținerilor de instrumente financiare alternative de către clienții nebancați<sup>64</sup> – fiind succedată de o majorare de ritm ce a reflectat în special reamplificarea sumelor alocate de la bugetul de stat în contul beneficiarilor de fonduri europene (inclusiv pentru agricultură).

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Pe ansamblul intervalului, scăderea dinamicii M3 a fost indusă în principal de încetinirea creșterii masei monetare în sens restrâns (M1), atenuată totuși semnificativ față de trimestrele anterioare, în condițiile în care frânarea din luna octombrie (până la un nou minim al ultimilor 4 ani) a fost urmată de o reacelerare (Grafic 3.7). Comportamentul a fost imprimat de depozitele ON aparținând ambelor categorii principale de deținători – modificările de ritm fiind relativ mai accentuate în cazul plasamentelor societăților nefinanciare –, în timp ce numerarul în circulație și-a temperat consecvent creșterea. Avansul depozitelor la termen sub doi ani a continuat, de asemenea, să se reducă, în principal pe seama prelungirii traseului descendent al variației depunerilor societăților nefinanciare (care a rămas totuși foarte înaltă pentru perioada post-2008). În schimb, plasamentele similare ale populației și-au sporit și în

<sup>61</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

<sup>62</sup> În termeni reali, dinamica anuală medie a M3 a consemnat o reacelerare (de la 5,6 la sută în trimestrul III 2018 la 6,1 la sută în octombrie-noiembrie).

<sup>63</sup> Conform datelor lunare din execuția bugetului general consolidat.

<sup>64</sup> În lunile octombrie-noiembrie 2018, ritmul de creștere anuală a titlurilor de stat în lei deținute de clienții nebancați a fost cel mai mare după semestrul I 2017.

acest interval dinamica (până la un nou maxim al ultimilor cinci ani și jumătate), în condițiile în care variația componentei în lei a reintrat în teritoriul pozitiv, în premieră pentru ultimul an și jumătate, pe fondul tendinței de majorare a ratelor dobânzilor aferente, iar cea a componentei în valută s-a menținut relativ stabilă, la un nivel foarte înalt. În acest context, ponderea M1 în masa monetară a înregistrat un nou nivel record al perioadei post-decembrie 1994 (61,0 la sută, în noiembrie).

Și în cazul depozitelor totale incluse în M3, evoluțiile au fost opuse din perspectiva principalilor deținători. Astfel, cele aparținând societăților nefinanciare au consemnat o pierdere de ritm, localizată în luna octombrie și atribuibilă majorării plăților efectuate de agenții economici către bugetul de stat în contul impozitului pe profit și al altor categorii de impozite<sup>65</sup>, dar mai ales declinului în termeni anuali al cheltuielilor bugetare cu proiectele finanțate din fondurile externe nerambursabile; în noiembrie, cele din urmă s-au reamplificat totuși substanțial, determinând, alături de accelerarea ritmului cheltuielilor bugetare cu bunuri și servicii, respectiv a celor cu subvențiile, o revigorare a dinamicii acestor plasamente. În schimb, depozitele populației și-au mărit consecvent avansul, pe fondul majorării unor categorii de venituri (salarii<sup>66</sup>, plăți destinate agricultorilor<sup>67</sup>), al cărui efect l-a devansat pe cel al ușoarei temperări,

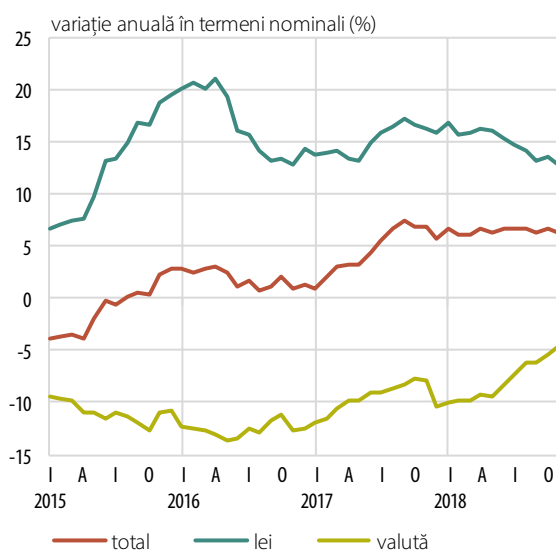
pe ansamblul celor două luni, a creșterii cheltuielilor cu asistența socială.

Din perspectiva contrapartidelor M3, evoluția dinamicii medii în intervalul octombrie-noiembrie a reflectat în principal diminuarea contracției depozitelor administrației publice centrale<sup>68</sup>, concomitent cu majorarea variației activelor externe nete ale sistemului bancar<sup>69</sup>.

#### Creditul acordat sectorului privat

În primele două luni ale trimestrului IV 2018, creditul acordat sectorului privat și-a menținut constant ritmul mediu de creștere anuală<sup>70</sup> (6,5 la sută), în condițiile în care accelerarea dinamicii acestuia în luna octombrie a fost succedată de o scădere, în corelație cu evoluția variației anuale a fluxului de credite (Grafic 3.8). Componenta în lei a continuat să-

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



<sup>65</sup> Conform datelor lunare din execuția bugetului general consolidat, în octombrie 2018 plățile efectuate în contul impozitului pe profit și al impozitelor/taxelor pe proprietate și-au majorat dinamica anuală față de cea din trimestrul III.

<sup>66</sup> În intervalul octombrie-noiembrie, dinamica anuală medie a câștigului salarial mediu net a crescut ușor comparativ cu cea din trimestrul III.

<sup>67</sup> Conform Comunicatelor de presă ale APIA, în octombrie s-au demarat plățile privind ajutoarele de stat în domeniile zootehniei, viticol și apicol, pentru reducerea accizei la motorină și pentru renta viageră, precum și plățile efectuate în contul avansului la subvențiile din campania 2018. Defalcarea acestor sume pe categorii de destinatari nu este posibilă.

<sup>68</sup> Un efect nefavorabil a provenit și din creșterea contului de reevaluare a activelor/pasivelor în valută ale BNR, inclus la pasivele financiare pe termen lung, poziția conturi de capital, în timp ce în sens opus a acționat majorarea ritmului de creștere a deținerilor de titluri de stat ale băncilor.

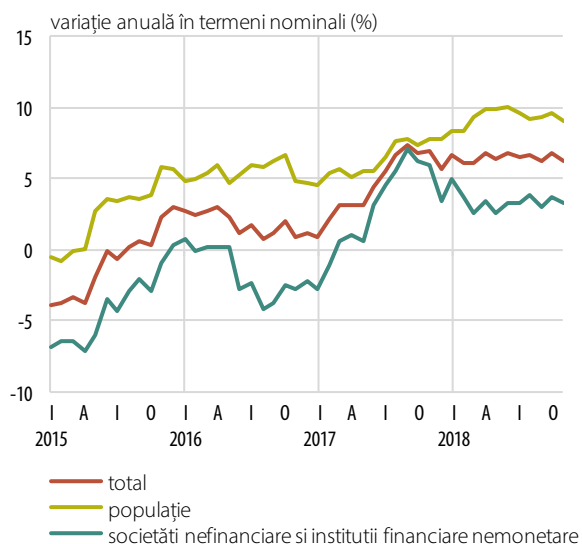
<sup>69</sup> Ambele fiind afectate de decontarea emisiunii de euroobligațiuni efectuată de MFP în luna octombrie, în valoare de 1,75 miliarde euro.

<sup>70</sup> În termeni reali, variația creditului acordat sectorului privat s-a reaccelerat (2,6 la sută, de la 1,5 la sută în iulie-septembrie 2018), ca efect al scăderii semnificative a ratei anuale a inflației.



și modereze avansul, iar cea în valută să își atenueze variația negativă, context în care ponderea în total a împrumuturilor în lei a urcat doar marginal în acest interval, la 65,6 la sută în noiembrie – cel mai ridicat nivel din septembrie 1996.

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



La nivelul sectoarelor instituționale, creditul acordat societăților nefinanciare și-a accelerat în continuare ușor creșterea<sup>71</sup> (Grafic 3.9), dar și de această dată pe seama componentei în valută, a cărei variație (exprimată în euro) a intrat în noiembrie în teritoriul pozitiv, în premieră pentru ultimii șase ani, reflectând majorarea de ritm a împrumuturilor acordate pe descoperit de cont și scăderea influenței volumului de credite externalizate din bilanțul băncilor, datorită unui efect de bază; dinamica creditului în lei și-a prelungit însă traseul descendent, în corelație cu frânarea creșterii împrumuturilor acordate pe descoperit de cont și cu diminuarea volumului de credite noi față de anul precedent (localizată în noiembrie). În schimb, rata medie de creștere a creditului acordat populației și-a menținut ritmul robust pe ansamblul celor două luni analizate<sup>72</sup>.

*Pattern*-ul său intralunar (majorare în octombrie și scădere în noiembrie) a fost imprimat de variația

componentei în valută, exprimată în lei<sup>73</sup>, în condițiile în care creditele în monedă națională au înregistrat o nouă temperare de ritm, mai atenuată însă față de cea din trimestrul precedent și regăsită de această dată doar la nivelul împrumuturilor pentru locuințe, cele pentru consum și alte scopuri reamplificându-și creșterea, pe fondul semnificativei dinamizări a fluxului de credite.

<sup>71</sup> În termeni reali, dinamica sa anuală a continuat să-și reducă valoarea negativă.

<sup>72</sup> În termeni reali, rata medie de creștere a creditului acordat populației s-a majorat în octombrie-noiembrie față de precedentele trei luni.

<sup>73</sup> Variația anuală a împrumuturilor în valută ale populației (exprimate în euro) a continuat să își atenueze valoarea negativă.

## 4. Perspectivele inflației

Prognoza ratei anuale a inflației IPC prevede continuarea traiectoriei descendente inițiate în a doua jumătate a anului trecut până în trimestrul III 2019, urmată de re poziționarea în jumătatea superioară a benzii din jurul țintei centrale. Valorile proiectate pentru sfârșitul anului 2019 și al celui următor sunt de 3 la sută și, respectiv, 3,1 la sută. Anticiparea unei traiectorii relativ stabile a ratei inflației IPC beneficiază de proiectarea unor contribuții echilibrate și în diminuare ale componentelor exogene ale coșului de consum pe parcursul următorilor doi ani comparativ cu valorile înregistrate în perioadele recente, însă, având în vedere sursele istorice ale erorilor de prognoză, aceste evoluții sunt în mod particular grevate de incertitudini sporite. Rata anuală a inflației de bază este previzionată să își inverseze tendința descrescătoare consemnată în a doua parte a anului 2018. Dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat va evolua pe o traiectorie ascendentă începând cu trimestrul II 2019, într-un ritm relativ mai alert în anul curent și ceva mai atenuat în anul 2020, stabilizându-se în a doua jumătate a intervalului de proiecție la valori superioare celor anticipate pentru rata anuală a inflației IPC, însă relativ similare celor din *Raportul* anterior. Evoluția este imprimată cu precădere de persistența presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, asociate excesului de cerere. Acestora li se adaugă dinamizarea anticipată a prețurilor bunurilor din import, sub impactul deprecierei înregistrate de moneda națională la începutul anului curent și al majorării graduale a inflației externe. Pornind de la niveluri relativ ridicate, anticipațiile privind inflația se plasează pe o traiectorie ușor descendentă, menținându-se însă în jumătatea superioară a intervalului țintei. 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, riscurile fiind asociate atât mediului intern, cât și celui extern.

### 1. Scenariul de bază

#### 1.1. Ipoteze externe

Cererea externă evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România) este anticipată a-și continua traiectoria în decelerare pe parcursul intervalului de prognoză, fiind totodată marcată de revizuirii semnificative față de valorile anticipate în runda anterioară (Tabel 4.1). Noua configurație a cererii externe reflectă în principal performanța mai slabă a economiilor din zona euro (în contextul decelerării exporturilor acestora pe seama re poziționării creșterii economice la nivel global), valorile proiectate pentru dinamica anuală fiind situate în apropierea nivelurilor potențiale. Consumul privat va reprezenta în continuare principalul resort

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2019	2020
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,9	1,7
Inflația anuală din zona euro (%)	1,6	1,7
Inflația anuală, exclusiv produse energetice, din zona euro (%)	1,3	1,7
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,1	2,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,3	-0,1
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,16	1,19
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	60,2	60,7

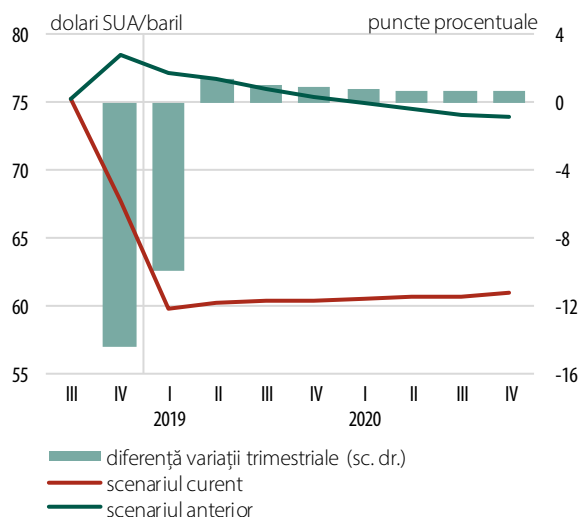
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și cotații futures

al creșterii economice, beneficiind de politica monetară acomodativă a BCE<sup>74</sup>, de plasarea la niveluri încă ridicate a încrederii consumatorilor, de îmbunătățirea condițiilor de pe piața forței de muncă, și, pe acest fond, de avansul mai consistent al salariului real. Componenta ciclică a activității economice a principalilor parteneri comerciali externi ai României, reflectată de *gap*-ul PIB UE efectiv, se va majora pe intervalul de proiecție, însă va atinge niveluri mai reduse comparativ cu cele proiectate anterior.

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată a se situa la valori relativ similare celor prezentate în *Raportul* anterior, și în continuare sub

nivelul reper de 2 la sută vizat de definiția BCE a stabilității prețurilor. Rata medie anuală a inflației IAPC, exclusiv produse energetice, din zona euro – măsura relevantă pentru configurarea traiectoriei prețurilor bunurilor din import – se va plasa pe o traiectorie ascendentă pe intervalul proiecției, pornind de la 1,3 la sută în 2019 până la 1,7 la sută în 2020, pe fondul continuării tensionării pieței forței de muncă, cu impact asupra creșterii preconizate a câștigurilor salariale. Cu toate acestea, nivelurile sunt revizuite în jos comparativ cu *Raportul* precedent, în corelație cu avansul mai lent al activității economice. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată a înregistra valori superioare celor din zona euro în ambii ani și situate peste nivelul 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.

După deprecierea înregistrată de moneda europeană la finele anului 2018, prognoza cursului de schimb EUR/USD indică plasarea pe o traiectorie consistentă cu aprecierea euro pe intervalul de proiecție. Date fiind însă evoluțiile oscilante recente ale cotațiilor celor două valute, această ipoteză este marcată de un grad ridicat de incertitudine.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent, fundamentat pe baza cotațiilor *futures*, prevede continuarea traiectoriei descendente de la finele anului 2018 și pe parcursul primului trimestru al

anului curent, ulterior stabilizându-se în jurul valorii de 60 dolari SUA/baril până la

<sup>74</sup> În urma ședinței din 24 ianuarie 2019, Consiliul Guvernatorilor al BCE a decis menținerea la aceleași niveluri a ratelor dobânzilor la operațiunile principale de refinanțare, la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit. Totodată se anticipează păstrarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE la niveluri constante cel puțin până în vara anului 2019, și, în orice caz, atât timp cât se va considera necesar pentru a se asigura o evoluție a ratei inflației către nivelurile țintite, inferioare, dar apropiate de 2 la sută.

finele orizontului de proiecție (Grafic 4.1). Evoluțiile anticipate sunt marcate în continuare de incertitudini ample<sup>75</sup>, reflectate și în revizuirile traiectoriilor *futures* ale cotațiilor petrolului din rundele succesive de prognoză, ce puntează volatilitatea sporită a evoluțiilor de pe această piață.

## 1.2. Perspectivele inflației

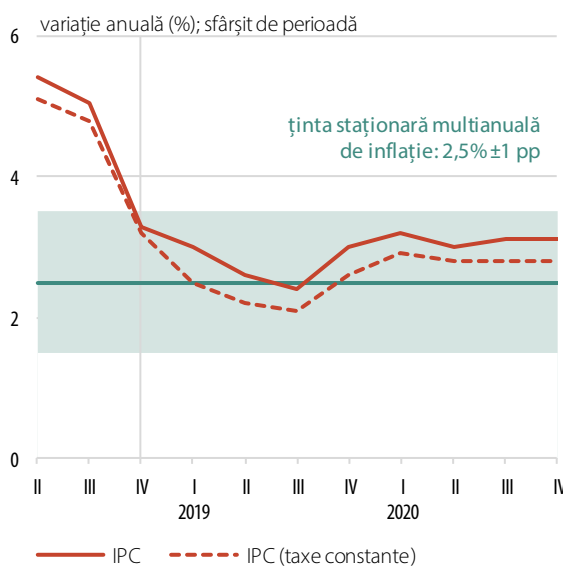
Prognoza macroeconomică actualizată prevede plasarea ratei anuale a inflației IPC la 3 la sută la finele anului 2019 și, respectiv, la 3,1 la sută la sfârșitul anului viitor, valori

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2019				2020			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	3,0	2,6	2,4	3,0	3,2	3,0	3,1	3,1
Proiecție IPC*	2,5	2,2	2,1	2,6	2,9	2,8	2,8	2,8

\*) calculat la taxe constante

**Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației**



Sursa: INS, proiecție BNR

situate în jumătatea superioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Tabel 4.2, Grafic 4.2). Anticiparea unei traiectorii relativ stabile a ratei inflației IPC beneficiază de proiectarea unor contribuții echilibrate și în diminuare ale componentelor exogene ale coșului de consum pe parcursul următorilor doi ani comparativ cu valorile înregistrate în perioadele recente, însă, având în vedere sursele istorice ale erorilor de prognoză, aceste evoluții sunt în mod particular grevate de incertitudini sporite (Caseta 2. Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2018). În schimb, indicele CORE2 ajustat este prognozat a înregistra dinamici în creștere graduală începând din trimestrul II 2019 și a se situa la valori superioare celor aferente IPC, însă relativ similare celor din *Raportul* anterior.

Rata anuală a inflației IPC se va menține pe traiectoria descendentă inițiată în a doua jumătate a anului 2018 până în trimestrul III 2019, când va atinge 2,4 la sută, ca urmare a atenuării contribuției inflaționiste a componentelor exogene ale coșului de consum la acest orizont. Ulterior, dinamica anuală a IPC va consemna o accelerare, evoluție determinată parțial de epuizarea efectelor favorabile asociate evoluțiilor de la finele anului 2018 în cazul unor componente exogene (șocuri de ofertă concretizate în reduceri de preț în cazul combustibililor și citricelor). La aceasta

se adaugă și contribuția inflaționistă în creștere provenind din partea inflației de bază. Astfel, începând cu trimestrul IV 2019, rata anuală a inflației IPC se va re poziționa în jumătatea superioară a intervalului țintei centrale, la valori apropiate de 3 la sută.

Comparativ cu *Raportul* precedent, prognoza ratei anuale a inflației IPC la finele anului 2019 a fost revizuită marginal în sens ascendent, cu 0,1 puncte procentuale, în condițiile

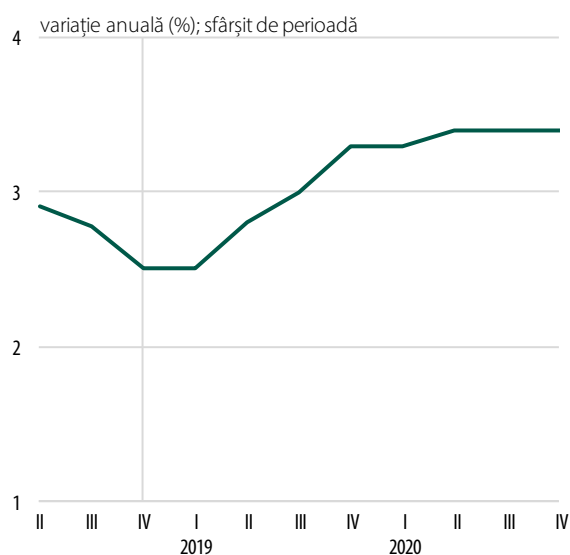
<sup>75</sup> Pentru mai multe detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.4. Riscuri asociate proiecției.

proiectării unor contribuții inflaționiste mai ridicate din partea prețurilor produselor din tutun și ale celor incluse în indicii CORE2 ajustat, în timp ce dinamica prețurilor volatile alimentare (legume, fructe, ouă), marcată de șocuri de ofertă, a fost revizuită în sens descendent.

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

CORE2 ajustat	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2019				2020			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
	2,5	2,8	3,0	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4

**Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat**



Sursa: INS, proiecție BNR

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

	puncte procentuale	
	2019	2020
Prețuri administrate	0,3	0,4
Combustibili	0,2	0,2
Prețuri LFO	0,0	0,2
CORE2 ajustat	2,0	2,1
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,4	0,2

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

Rata anuală a inflației de bază este previzionată să își inverseze tendința descrescătoare consemnată în a doua parte a anului 2018. După menținerea la un nivel de 2,5 la sută la finele trimestrului I 2019, similar celui înregistrat în decembrie 2018, indicatorul este proiectat să crească până la 3,3 la sută în decembrie 2019. Ulterior, avansul acestuia se va tempera, rata anuală urmând să atingă 3,4 la sută la sfârșitul anului 2020 (Tabel 4.3, Grafic 4.3). Evoluția va reflecta în principal persistența presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, asociate excesului de cerere. Acestora li se adaugă dinamizarea anticipată a prețurilor bunurilor din import, sub impactul deprecierei înregistrate de moneda națională la începutul anului<sup>76</sup> și al majorării treptate a inflației externe. Pornind de la niveluri relativ ridicate, anticipațiile privind inflația se plasează pe o traiectorie ușor descendentă, dar se mențin în jumătatea superioară a intervalului țintei.

Față de *Raportul* din noiembrie 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost marginal revizuită în sens ascendent pentru finele anului 2019 (cu 0,1 puncte procentuale), în contextul poziționării anticipațiilor inflaționiste la valori mai ridicate și al evoluției mai puțin favorabile la acest orizont a prețurilor bunurilor de consum din import, strict ca urmare a deprecierei monedei naționale înregistrate la începutul anului. Influențe în sens contrar provin în principal din revizuirea la valori ușor mai reduse a deviației PIB.

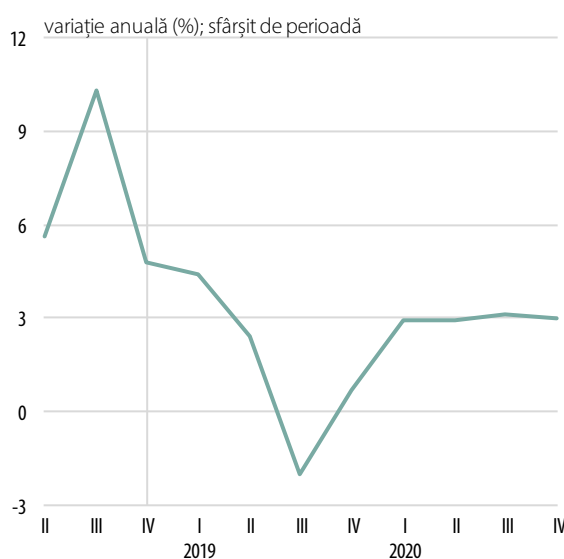
Contribuția cumulată a componentelor inflației exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 0,9 puncte procentuale la sfârșitul anului 2019 (valoare similară *Raportului* anterior) și de 1 punct

procentual la finele anului următor (Tabel 4.4).

<sup>76</sup> Estimările indică transmisia modificărilor cursului de schimb nominal în rata inflației de bază în proporție de aproximativ 10 la sută la orizont de un trimestru și de aproximativ 25 la sută la orizont de un an. Pentru detalii, a se consulta Stoian, A. și Murarușu, B. (2015), „Analiza transmisiei modificărilor cursului de schimb nominal în variația diferiților indici de preț din România”, *Caiete de studii* nr. 39. O sensibilitate sporită la variațiile cursului de schimb se manifestă în cazul serviciilor incluse în coșul indicelui CORE2 ajustat, în condițiile exprimării unor prețuri în monedă străină (de exemplu, pentru serviciile de telefonie).

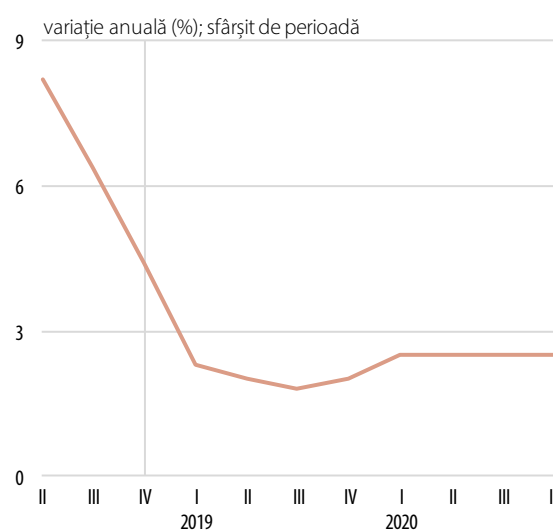
Scenariul exogen privind prețurile volatile ale alimentelor (LFO) prevede creșteri de 0,7 la sută la finele anului 2019 (valoare mai redusă cu 2,3 puncte procentuale comparativ cu *Raportul* anterior) și de 3 la sută la finele anului 2020. Traectoria acestora pe intervalul de prognoză este afectată de disiparea treptată a șocului negativ asupra ofertei interne de legume și al celui favorabil asociat extinderii producției de citrice la nivel european pe parcursul anului 2018 și reflectă, în absența altor informații, presupunerea înregistrării unor producții agricole normale pe plan intern în 2019 și 2020 (Grafic 4.4).

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



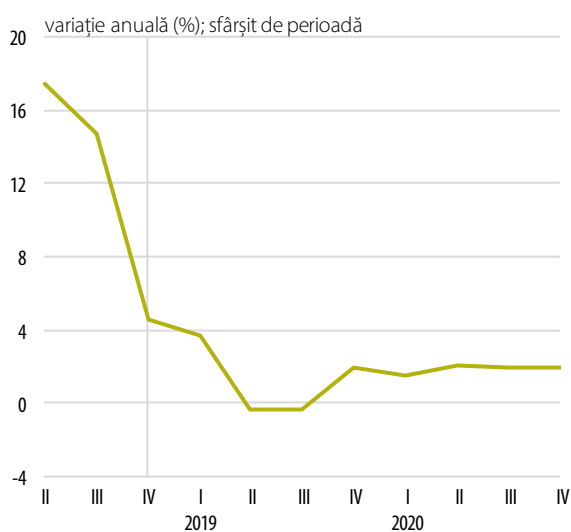
Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor administrate este preconizată să atingă 2 la sută și 2,5 la sută la finele anului 2019, și, respectiv, 2020 (Grafic 4.5). Traectoria acestora este marcată de ample incertitudini asociate tarifelor la energia electrică și gazele naturale, în condițiile lipsei unor norme detaliate ale autorităților de profil privind modul de transpunere a prevederilor cu caracter general ale OUG nr. 114/2018 la momentul finalizării scenariului de bază al proiecției macroeconomice. Comparativ cu *Raportul* anterior, valoarea pentru sfârșitul anului 2019 a fost revizuită marginal în jos, cu 0,1 puncte procentuale, reevaluarea descendentă a prețului gazelor naturale, în contextul prevederilor OUG nr. 114/2018<sup>77</sup>, fiind parțial contrabalansată de cea ascendentă a tarifelor la energie electrică în prima parte a anului curent, pe fondul majorării tarifului serviciului de distribuție<sup>78</sup>, a cotei obligatorii de certificate verzi estimată pentru anul 2019 și a accizelor, precum și de amânarea implementării

<sup>77</sup> Acestea fac referire la impunerea unor niveluri de preț de tip plafon pe circuitul de stabilire a prețului final de vânzare a gazelor naturale către consumatorii casnici.

<sup>78</sup> În urma ședinței din data de 14 decembrie 2018, Comitetul de reglementare al ANRE a decis aprobarea majorării tarifului pentru serviciul de distribuție a energiei electrice prestat de operatorii de distribuție concesionari pentru anul 2019. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatul ANRE din data de 14 decembrie 2018 disponibil la adresa: <https://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-14-12-2018-stabilirea-tarifelor-de-distributie-a-energiei-electrice>.

**Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor**



Sursa: INS, proiecție BNR

măsurii de reducere a cotei TVA pentru energia termică previzionată anterior pentru luna ianuarie 2019<sup>79</sup>.

Scenariul de evoluție a prețurilor combustibililor prevede creșteri anuale de 2 la sută, atât în ultima lună a anului 2019 (nivel revizuit marginal ascendent cu 0,1 puncte procentuale), cât și a celui următor (Grafic 4.6). Traectoria inflației acestei grupe este influențată de plasarea dinamicii anuale a prețului petrolului la valori negative pe parcursul anului 2019 și ușor pozitive ulterior (pe fondul evoluției descendente a cotațiilor petrolului de la finele anului 2018 și anticipate a continua și pe parcursul primului trimestru al anului curent, urmate de o relativă stabilizare a acestora). Suplimentar, dinamica grupei va fi influențată de situarea pe o traiectorie descendentă a anticipațiilor agenților economici privind inflația IPC și de deprecierea leului în raport

cu dolarul SUA (moneda de denominare a materiei prime), ca rezultat atât al deprecierei dolarului SUA față de moneda euro, cât și a leului față de euro, în prima parte a anului curent.

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și a băuturilor alcoolice este prognozată la 4,8 la sută la finele anului curent și la 2,8 la sută la sfârșitul lui 2020. Pentru anul 2019 aceasta este superioară celei proiectate în runda anterioară cu 1,6 puncte procentuale, în urma actualizării cu informațiile specificate în OUG nr. 114/2018 cu privire la majorarea de mai mare amploare a accizei specifice la 1 000 de țigarete. De asemenea, traiectoria acestora este influențată și de devansarea momentului implementării creșterii accizei (din luna aprilie 2019 în luna ianuarie 2019), dar și de comportamentul operatorilor din acest domeniu privind majorarea prețului final în urma modificărilor din legislația fiscală.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>80</sup>

#### Deviația PIB

În trimestrul III 2018, PIB real a consemnat o nouă creștere trimestrială notabilă (de 1,9 la sută, după cea de 1,5 la sută din trimestrul II), superioară așteptărilor, imprimând o ușoară accelerare dinamicii anuale aferente (până la 4,4 la sută<sup>81</sup>). Avansul trimestrial al PIB a beneficiat de creșterea excepțională neanticipată a producției agricole, cu impact inclusiv asupra consumului individual al gospodăriilor populației (prin componenta de autoconsum și achiziții de pe piața țărănească). În aceste condiții,

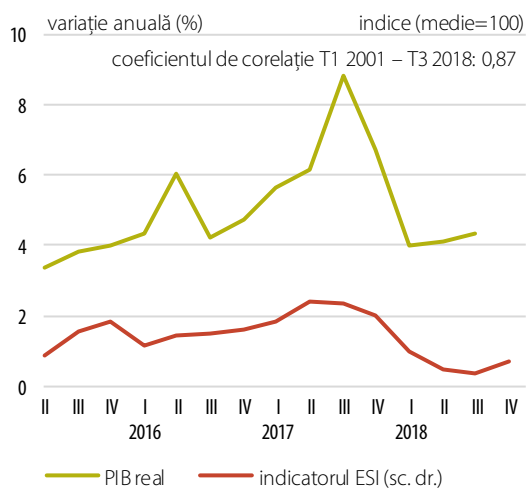
<sup>79</sup> Această măsură se află în continuare pe ordinea de zi a Camerei Deputaților.

<sup>80</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>81</sup> Comunicatul INS nr. 9 din 11 ianuarie 2019. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

creșterea trimestrială a PIB a reflectat contribuția substanțială a cererii interne, în principal a consumului, cea a FBCF redevenind pozitivă (după contracțiile din prima jumătate a anului), însă redusă. În paralel, dată fiind persistența divergenței dintre evoluțiile trimestriale ale exporturilor (în diminuare) și, respectiv, ale importurilor (în expansiune), exporturile nete au avut un aport negativ, în ușoară atenuare.

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



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

În următoarele două trimestre, dinamica trimestrială a PIB este însă anticipată a fi modestă. Pe de o parte, creșterea PIB din trimestrul IV 2018 față de perioada anterioară este evaluată a îngloba o contribuție nefavorabilă aferentă sectorului agricol<sup>82</sup>, cu impact și asupra evoluției trimestriale a consumului gospodăriilor populației. În ceea ce privește dinamica anticipată a PIB din trimestrul I 2019, aceasta include unele efecte nefavorabile în special asupra investițiilor, asociate activității de creditare și incertitudinii provenite din partea (modului de aplicare al) măsurilor adoptate prin OUG nr. 114/2018. Suplimentar, ancheta de conjunctură<sup>83</sup> pentru perioada ianuarie-martie 2019 denotă o relativă stabilizare a activității economice în sectorul industriei și în cel al serviciilor, însă tendințe descendente în construcții și comerțul cu amănuntul. Pe de altă parte, semnale favorabile provin din rândul indicatorilor cu frecvență înaltă (producția industrială,

volumul comerțului cu amănuntul și câștigurile salariale nete în termeni reali, cu efecte asupra cererii interne), care au înregistrat evoluții ascendente pe parcursul trimestrului IV 2018 față de cel precedent. La acestea se adaugă îmbunătățirea indicatorului de încredere în economie, în principal pe seama componentelor servicii și consumatori – Grafic 4.7; în luna ianuarie 2019, indicatorul a manifestat însă o cvasistagnare, în condițiile unor deteriorări ale componentelor consumatori și construcții. Astfel, creșterea trimestrială a PIB este anticipată a rămâne alimentată de cererea internă (în particular, de componenta de consum), însă ritmurile așteptate sunt considerabil atenuate comparativ cu cele din trimestrul III 2018. În paralel, exporturile nete de bunuri și servicii sunt proiectate a avea în continuare un aport ușor negativ, în relativă atenuare comparativ cu cel din trimestrul III.

Scenariul de bază al proiecției reconfirmă temperarea creșterii economice în 2018, urmată de noi decelerări de ritm în 2019 și 2020, la orizontul proiecției fiind anticipată poziționarea acestuia în apropierea celei potențiale. În runda curentă, prognoza este marcată de incertitudini sporite, asociate evaluării impactului măsurilor prevăzute în OUG nr. 114/2018, precum și lipsei, la data întocmirii scenariului de bază al proiecției, a formei finale, aprobate de Parlament, a legii bugetului de stat pentru anul 2019. Comparativ cu anul 2017, se prefigurează tracțiunea de mai mică amploare exercitată de cererea internă, în principal ca urmare a decelerării dinamicii consumului, corelată

<sup>82</sup> Reflectând un probabil efect de bază aferent avansului excepțional din trimestrul III 2018.

<sup>83</sup> Comunicatul INS nr. 22 din 28 ianuarie 2019.



celelaltă parte a venitului disponibil real, în principal pe seama componentei salariale a indicelui. Aportul FBCF este proiectat a fi ușor negativ în 2018 (resimțind în bună măsură contracțiile semnificative înregistrate în primele două trimestre ale anului). Pe restul intervalului de prognoză, este anticipată o ameliorare a evoluției componentei, însă dinamicile anuale sunt de așteptat a rămâne în continuare inferioare mediei înregistrate în perioada postcriză, în contextul anticipării unui impact advers din partea măsurilor prevăzute în OUG nr. 114/2018. În condițiile unei evoluții 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 2018 și ulterior mai redusă. Este de menționat pentru anul 2018 și contribuția substanțială a variației stocurilor, acumulată aproape exclusiv pe seama evoluțiilor din prima jumătate a anului, prezența acestei componente făcând dificilă decelarea precisă a structurii creșterii economice între consum, investiții și export net.

Evaluarea PIB potențial relevă o dinamică în decelerare pe parcursul anului curent, evoluție urmată de ritmuri doar ușor mai ridicate în următorii ani și situate sub cele evaluate anterior pentru acest orizont de timp. Deteriorarea proiectată a creșterii potențiale reflectă contribuții mai reduse ale tuturor factorilor de producție. Acumularea de capital este influențată de lipsa revigorării dinamicii anuale a investițiilor, grevate recent de efectele OUG nr. 114/2018, cu impact probabil în sensul amânării, pe termen scurt, sau chiar a diminuării, pe termen mediu, a volumului proiectelor de investiții derulate în special de companiile din domeniul bancar, din cel al telecomunicațiilor și din cel al producției de energie electrică și gaze naturale, a căror profitabilitate este direct afectată; în plus, efectele contracției bursiere de la finele anului 2018 și din ianuarie 2019, precum și impunerea unei taxe pe activele bancare, conturează posibilitatea diminuării într-o perspectivă mai largă a volumului de proiecte de investiții finanțabile prin apel la piața de capital sau la creditele bancare. Trendul TFP este evaluat a avea o dinamică relativ plafonată<sup>84</sup>, ce reflectă atât aspecte de natură structurală precum alocarea modestă de resurse pentru inovație, calitatea deficitară a infrastructurii și deficiențele încă existente în managementul proiectelor asociate atragerii de fonduri europene<sup>85</sup>, cât și evoluția nefavorabilă a investițiilor în contextul incertitudinii generate de caracterul intempestiv al celor mai recente măsuri legislative. Forța de muncă reflectă constrângerile generate de persistența gradului ridicat de neconcordanța între competențele cerute și cele oferite la angajare (*skills mismatch*)<sup>86</sup>, suprapusă tendinței multianuale nefavorabile a factorilor demografici.

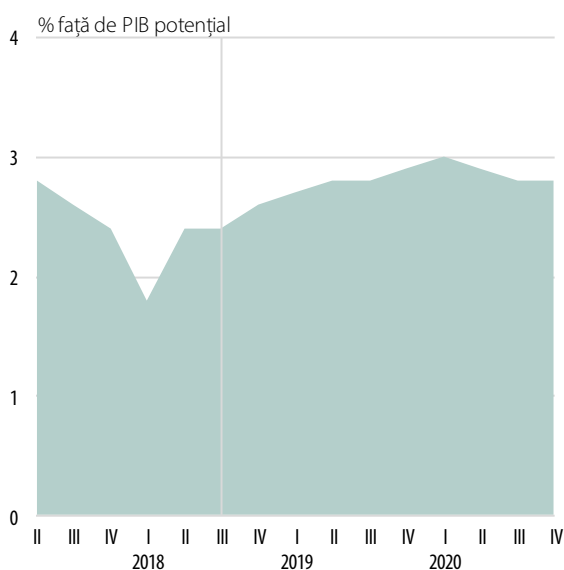
Deviația PIB de la nivelul potențial (Grafic 4.8) este anticipată a fi caracterizată de o tendință ușor ascendentă până la începutul anului 2020 și de o relativă aplatizare pe restul intervalului de prognoză. Traectoria reflectă (i) caracterul în continuare acomodativ, însă în curs de diminuare, al condițiilor monetare reale în sens larg, (ii) stimulii, mai reduși în a doua parte a intervalului de prognoză, proveniți din partea

<sup>84</sup> Evidențe adiționale 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>85</sup> În ultimii doi ani, atragerile de fonduri europene structurale și de investiții sunt evaluate ca fiind net inferioare celor din perioada 2013-2016.

<sup>86</sup> În primul trimestru al anului 2019, studiul Manpower Group evaluează previziuni nete pozitive de angajare, cu precădere în companiile de dimensiuni mari și medii. Tendința este totuși în temperare comparativ cu perioada anterioară.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

activității economice a partenerilor externi, (iii) constrângerile (asupra activității economice) generate de măsurile OUG nr. 114/2018; efecte adverse ale aplicării „taxei pe activele bancare” ar putea consta în posibila diminuare a dinamicii creditării acordate sectorului privat al economiei și/sau în afectarea percepției investitorilor față de plasamentele derulate în România. De subliniat este și încorporarea, în traiectoria excesului de cerere, a evaluării unei conduite discreționare a politicii fiscale<sup>87</sup> anticipată a redeveni prociclică în 2020, pe baza noilor prevederi incluse în Legea pensiilor<sup>88</sup>. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este proiectată a fi imprimată de cea aferentă consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, în timp ce componenta ciclică a FBCF este evaluată a se menține 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 volatilitatea relativ ridicată a acestora, dar și frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, nivelul deviației PIB a fost reevaluat în jos pe parcursul anului curent fiind preconizat să atingă valori ușor mai ridicate în 2020, pe fondul: (i) ajustărilor aferente eliminării contribuției excepționale a sectorului agricol<sup>89</sup> în a doua jumătate a anului 2018, cu impact persistent și asupra nivelului prognozat al variabilei, (ii) efectelor adverse generate de măsurile OUG nr. 114/2018, prin intermediul activității de creditare, și al (iii) actualizării informațiilor surprinse în setul de determinanți, dintre care se remarcă (comparativ cu evaluarea anterioară), pe de o parte, reducerea într-o manieră mai graduală în 2019 și, respectiv, mai accentuată în 2020, a caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale în sens larg, iar pe de altă parte, proiectarea la valori mai joase în 2019, și respectiv, mai ridicate în 2020, a stimulilor fiscali asociați conduitei discreționare a politicii fiscale.

### Componentele cererii agregate

Dinamica trimestrială a consumului final efectiv s-a accelerat până la 3,5 la sută în trimestrul III 2018, fiind susținută de îmbunătățirea încrederii consumatorilor și de evoluția favorabilă a salariilor nete reale<sup>90</sup>. Pe termen scurt, se anticipează temperarea tendinței de majorare a componentei, în principal pe seama aportului din partea dinamicii veniturii disponibil real.

<sup>87</sup> Aproximată prin intermediul impulsului fiscal.

<sup>88</sup> Conform cărora sunt așteptate majorări ale punctului de pensie în septembrie 2019 și, respectiv, septembrie 2020.

<sup>89</sup> Producția agricolă excepțională se presupune a nu avea impact asupra presiunilor inflaționiste din economie, prin urmare efectul acesteia este eliminat din evaluarea deviației PIB.

<sup>90</sup> Pentru detalii, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

În condițiile anticipării unor contribuții apropiate de cele nule din partea FBCF și negative ale exporturilor nete, consumul final efectiv este prognozat a rămâne principalul determinant al creșterii economice pe parcursul intervalului de prognoză. Ritmurile de creștere robuste ale componentei anticipate în scenariul de bază sunt corelate cu dinamica venitului disponibil real, prognozată a se menține la cote ridicate. Traectoria amintită este determinată atât de creșterile așteptate ale salariului net, cât și de majorările preconizate ale transferurilor bugetare, în contextul prevederilor incluse în Legea pensiilor. Deși în atenuare graduală pe parcursul următoarelor trimestre, dinamica salariilor va fi influențată în sens favorabil de menținerea la niveluri relativ ridicate a gradului de tensionare a pieței forței de muncă, în contextul constrângerilor persistente ale factorilor structurali determinanți. În același timp, se remarcă incertitudinile inerente evaluării efectelor adverse asupra activității de creditare – inclusiv pe segmentul creditelor pentru consum – asociate introducerii „taxei pe activele bancare”.

Dinamica trimestrială a FBCF a revenit în teritoriu pozitiv în trimestrul III 2018 (2,7 la sută), după scăderile consemnate în primele două trimestre. Deși pentru trimestrul IV 2018 este anticipată o dinamică favorabilă – în special datorită segmentului de achiziții de echipamente, semnalele privind evoluția sectorului construcțiilor fiind mixte –, la nivelul întregului an FBCF este evaluată în reducere, pe seama evoluțiilor din prima jumătate a anului.

În continuare, traectoria componentei este marcată de incertitudini semnificative aferente dinamicii investițiilor publice, performanței absorbției fondurilor europene structurale și de investiții și persistenței unor factori cu caracter structural<sup>91</sup> – menționate și în *Rapoartele* precedente –, la care se adaugă riscurile asociate efectelor măsurilor fiscal-bugetare adoptate recent asupra climatului investițional. Acestea au potențialul de a afecta nu doar sectoarele economice vizate direct (bancar, telecomunicații, producția de energie electrică și gaze naturale), dar și, într-o perspectivă mai largă, volumul de proiecte de investiții la nivelul întregii economii, finanțabile prin apel la piața de capital sau la creditele bancare. Scenariul de bază prevede o ameliorare a dinamicii anuale a FBCF comparativ cu anul 2018, evoluția fiind proiectată însă a rămâne inferioară mediei înregistrate în perioada postcriză. Printre factorii cu impact favorabil asupra dinamicii FBCF se remarcă fluxurile de investiții străine directe, date fiind perspectivele de creștere economică din România și din statele de proveniență, însă la niveluri prognozate inferioare celor din anii precedenți. La acestea se poate adăuga impactul stimulat generat de ipoteza de îmbunătățire a gradului de absorbție a fondurilor structurale și de investiții<sup>92</sup>.

Exporturile trimestriale de bunuri și servicii sunt așteptate a-și continua avansul, dar în decelerare graduală pe parcursul intervalului de prognoză, pe fondul evoluției cererii externe, proiectate în temperare. Pe de o parte, exporturile vor fi susținute în special

<sup>91</sup> Printre aceștia se remarcă în continuare predictibilitatea limitată a cadrului legislativ, calitatea relativ precară a infrastructurii, inclusiv ca urmare a trenării demarării proiectelor de investiții, neconcordanța dintre abilitățile solicitate de angajatori și cele oferite de potențialii salariați etc.

<sup>92</sup> Ipotezele considerate în scenariul de bază au 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 fazate pe alocarea financiară curentă (nefinalizate în exercițiul anterior, cumulând aproximativ 4 miliarde euro).

în 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) majorarea costurilor unitare cu forța de muncă, în ritmuri ce vor cunoaște însă o atenuare, anticipată a se reflecta și asupra costurilor de producție și (ii) o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura sau gradul de sofisticare în procesele de producție, cu efect direct asupra structurii valorii adăugate a produselor destinate piețelor externe.

Pe parcursul intervalului de prognoză, creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a cunoaște o decelerare, în linie cu dinamica cererii interne și cu cea a exporturilor. Dinamica importurilor este evaluată a se poziționa peste cea a exporturilor în 2018, determinând o contribuție negativă la creșterea PIB, acest ecart fiind anticipat în scădere pe restul intervalului.

În trimestrul III 2018, deficitul contului curent a continuat să se deschidă<sup>93</sup>, reflectând accentuarea deficitului balanței bunurilor și serviciilor, dar și a celui al balanței veniturilor (valori cumulate pe patru trimestre). Acesta este previzionat a-și continua tendința de majorare inițiată în anul 2015, fiind de așteptat să se plaseze încă din anul curent la valori ce implică depășirea celei de tip „reper” de 4 la sută din PIB, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene<sup>94</sup>. Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a fi doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă pe întregul interval al proiecției. Deși acestea sunt prevăzute a se majora gradual în perioada 2018-2020, pe seama ipotezei de îmbunătățire a atragerilor de fonduri europene structurale și de investiții, totuși sunt apreciate a fi insuficiente pentru finanțarea integrală a deficitului de cont curent, proiectat în deschidere semnificativă față de anul 2017. Accentuarea deficitului de cont curent are potențialul de a acționa în sensul deteriorării echilibrelor macroeconomice, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești, mai ales în condițiile în care poziția și magnitudinea soldului contului curent din România sunt semnificativ diferite față de cele înregistrate în alte 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 la lei și valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>95</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>96</sup>.

<sup>93</sup> Exprimată ca pondere în PIB, valoarea (cumulată pe patru trimestre) a fost de 4,1 la sută, comparativ cu 3,2 la sută, atât în trimestrul II 2018, cât și la finele anului 2017.

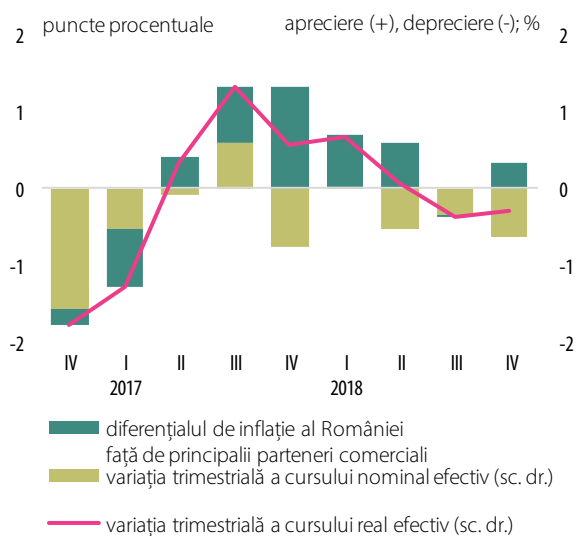
<sup>94</sup> Indicatorul este calculat ca medie a valorilor pentru ultimii 3 ani. Detalii pot fi regăsite pe *website*-ul Comisiei Europene, secțiunea *Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard*.

<sup>95</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>96</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 față de cele în valută.

Ratele nominale ale dobânzilor la depozitele noi la termen în lei și cele aferente creditelor noi în lei sunt estimate în reducere ușoară în trimestrul IV 2018. În termeni reali, reducerea ratelor dobânzilor este mai accentuată, pe fondul dinamicii anticipațiilor de inflație. Începând cu trimestrul I 2019, sub efectul evoluției nominale, ratele reale ale dobânzilor sunt prognozate în creștere. În aceste condiții, impulsul cumulat transmis de către ratele reale ale dobânzilor asupra activității economice rămâne stimulat, însă în diminuare pe parcursul intervalului de prognoză.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

După o depreciere anticipată în trimestrul I 2019 ce are la bază efectul predominant al evoluției cotațiilor în termeni nominali ale leului (față de euro și dolarul SUA), cursul real efectiv (Grafic 4.9) este evaluat a-și relua tendința ușoară de apreciere pentru restul intervalului de prognoză, pe fondul ratelor interne ale inflației sistematic mai ridicate decât cele ale partenerilor comerciali, acestea din urmă fiind revizuite descendent sub impulsul decelerării activității economice din zona euro. Pe ansamblul intervalului de prognoză, cursul de schimb real efectiv va exercita un impact stimulat, prin canalul exporturilor nete, asupra activității economice în 2019, respectiv cvasineutral în 2020.

Pe ansamblul trimestrelor IV 2018 și I 2019, 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 sensibil stimulative a BCE. În intervalul analizat, contribuția variației deviației cursului de schimb real efectiv este ușor restrictivă în trimestrul IV 2018 și aproximativ neutră în trimestrul I 2019. Prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este evaluată a exercita un efect ușor restrictiv, traiectoria acesteia putând fi influențată de incertitudini asociate caracterului intempestiv al celor mai recente măsuri legislative. Pe parcursul intervalului de prognoză, sub impactul dominant al ratei reale a dobânzii externe, efectul de avuție și bilanț va continua să transmită un impuls stimulat de o magnitudine relativ constantă asupra activității economice viitoare.

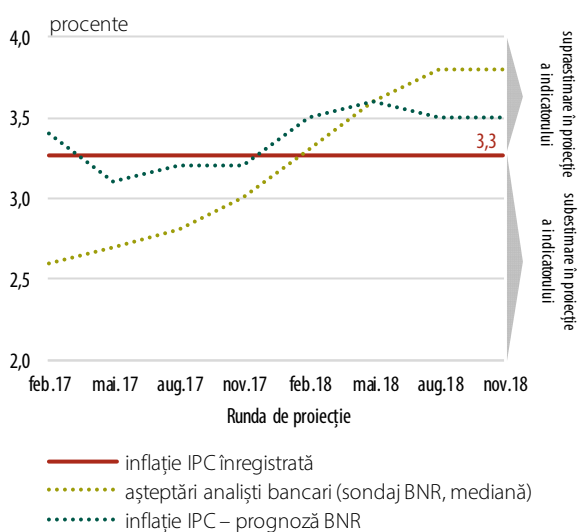
În ansamblu, în trimestrul IV 2018 și în trimestrul I 2019, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a-și păstra caracterul stimulat la adresa cererii agregate din trimestrele următoare, în reducere în trimestrul IV 2018 și în creștere în trimestrul I 2019. Începând cu trimestrul II 2019 condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a-și reduce caracterul stimulat, pe fondul evoluției cursului de schimb real efectiv – ce reflectă diminuarea până la niveluri cvasineutre a impactului acestuia asupra competitivității prin preț a economiei naționale –, dar și al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor.

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 la conservarea unui cadru macroeconomic stabil.

### Caseta 2. Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2018

În condițiile în care deciziile adoptate de banca centrală se propagă în economie cu decalaje temporale specifice, prognozele macroeconomice joacă un rol esențial în cadrul strategiei de țintire directă a inflației, în special prin impactul exercitat asupra așteptărilor agenților economici și ale consumatorilor. Evaluarea erorilor de prognoză reprezintă o practică obișnuită în cadrul băncilor centrale care au un astfel de regim de politică monetară, acest tip de demers contribuind la îmbunătățirea cadrului de previziune. Caseta de față își propune să evalueze acuratețea prognozelor efectuate de BNR în runde succesive de proiecție cu referire la rata anuală a inflației IPC înregistrată la finele anului 2018, continuând astfel procesul demarat în anii precedenți. Raportat la acest reper au fost identificate opt runde de proiecție, corespunzătoare *Rapoartelor asupra inflației* publicate în intervalul februarie 2017 – noiembrie 2018.

Grafic A. Prognozele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2018

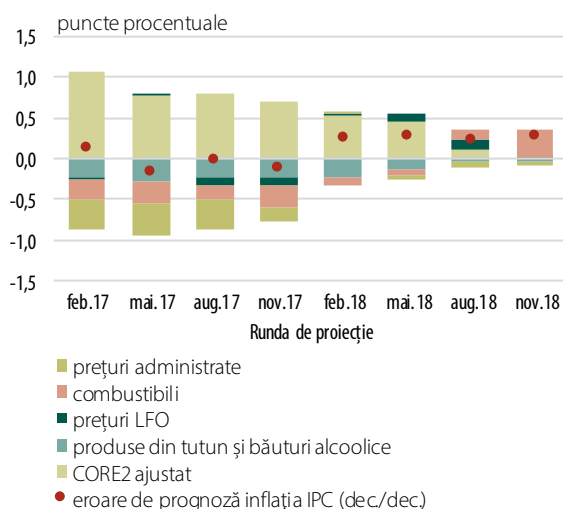


Sursa: INS, proiecții BNR, sondaj BNR

Rata anuală a inflației IPC de la finele anului 2018 (3,3 la sută, conform Comunicatului INS nr. 17/14 ianuarie 2019) s-a încadrat în interiorul plajei valorilor proiectate de BNR în perioada analizată. Astfel, erorile de prognoză au fost cuprinse între -0,2 puncte procentuale (nivel aferent *Raportului asupra inflației* din mai 2017) și +0,3 puncte procentuale (valoare corespunzătoare *Raportului* din mai 2018), în timp ce în termeni absoluți minimul a fost atins în cadrul *Raportului asupra inflației* din august 2017. Acuratețea prognozelor realizate de BNR a fost superioară celei a mediane analiștilor bancari, aceasta din urmă fiind preluată din sondajele privind așteptările de inflație derulate de BNR din lunile în care au fost publicate ediții ale *Raportului asupra inflației* pentru a se asigura comparabilitatea (Grafic A).

Descompunerea erorilor de prognoză aferente ratei anuale a inflației IPC pentru sfârșitul anului 2018 pe componente ale coșului de consum (Grafic B) relevă faptul că pe cvasitotalitatea intervalului analizat, în grade diferite, tendința de supraestimare a inflației de bază a fost compensată de cea de subestimare a componentelor exogene sferei de influență a politicii monetare. În prima parte, cele mai mari contribuții la subestimarea inflației provin din partea prețurilor administrate, combustibililor și produselor din tutun, ulterior acestea diminuându-și aportul sau chiar contribuind în sens invers (cazul prețului combustibililor).

**Grafic B. Erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale componentelor IPC**



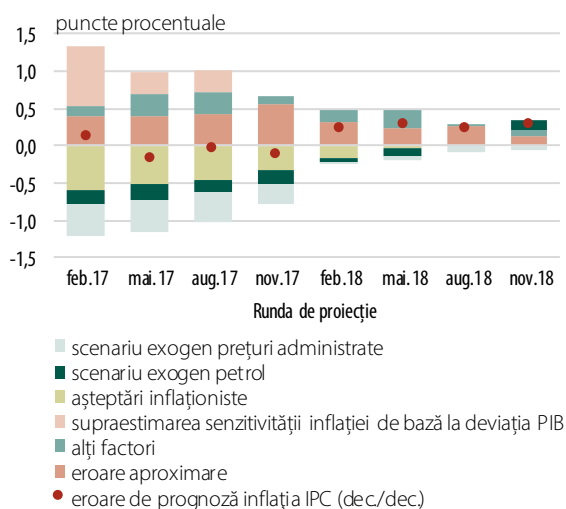
Sursa: calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor administrate la finele lui 2018 a fost afectată în principal de creșterile neanticipate ale prețurilor gazelor naturale ce au avut loc pe parcursul anului respectiv<sup>97</sup>. Pe măsură ce aceste majorări au fost încorporate în traiectoria prețurilor administrate, contribuția acestora la subestimarea ratei anuale a inflației IPC s-a diminuat. În același timp șocul neașteptat provenit din partea reducerii tarifului la energia electrică, ce a avut loc în luna august 2018, a atenuat contribuția prețurilor administrate la eroarea de prognoză în rundele din perioada noiembrie 2017 – mai 2018.

Aportul prețului combustibililor la subestimarea inflației IPC s-a diminuat pe parcursul intervalului analizat, schimbându-și inclusiv sensul contribuției în ultimele două runde analizate, în contextul scăderii prețului petrolului *Brent* la finele anului

2018. Această evoluție, neanticipată de cotațiile *futures* folosite pentru a prognoza nivelul cotațiilor viitoare, a survenit pe fondul gradului sporit de incertitudine privind factorii de natura ofertei, cărora li s-au suprapus cei ai cererii.

**Grafic C. Erorile de prognoză din runde succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale factorilor din cadrul MAPM**



Sursa: calcule BNR

Produsele din tutun și băuturile alcoolice au contribuit la subestimarea ratei anuale a inflației IPC pe parcursul celor opt runde analizate, în contextul multiplelor majorări neanticipate operate de agenții economici care activează în sectorul fabricării și prelucrării produselor din tutun. Aceste creșteri de preț au fost superioare celor justificate de modificările fiscale, reflectând cel mai probabil cererea inelastică.

Contribuția inflației CORE2 ajustat la erorile de prognoză asociate inflației IPC a contrabalansat parțial în majoritatea rundelor de prognoză subestimarea produsă la nivelul componentelor exogene, pe fondul unei evoluții favorabile a cotațiilor unor materii prime agroalimentare, în special în prima parte a anului 2018, cu impact asupra prețurilor alimentelor procesate. În același

timp, tendința de supraestimare a sensibilității inflației de bază la deviația PIB relativ la factorii externi a condus la supraevaluarea inflației CORE2 ajustat în primele runde analizate, în contextul creșterii importanței relative a mediului global dezinflaționist în explicarea dinamicii prețurilor din România în detrimentul

<sup>97</sup> Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatele ANRE din anul 2018 disponibile la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate>.

factorilor interni<sup>98</sup>. Acest aspect, împreună cu ceilalți determinanți analitici investigați, sunt prezentați în Graficul C, în care s-au descompus erorile de prognoză pe baza factorilor specifici incluși în modelul de analiză și prognoză al BNR (MAPM)<sup>99</sup>.

Totodată în această descompunere se remarcă erorile datorate evoluției prețului petrolului și cele a prețurilor administrate, precum și așteptărilor privind inflația ale agenților economici, în condițiile în care aceștia anticipau o inflație mai redusă pentru finele anului 2018 în primele runde analizate. În categoria „alți factori” au fost incluse alte aspecte specifice cadrului de prognoză (de exemplu prima de risc, estimările componente ciclice pentru principalele variabile macroeconomice, revizuirea datelor istorice). În același timp, refacerea proiecțiilor cu actualizarea factorilor pentru cuantificarea contribuțiilor acestora la eroarea de prognoză a inflației anuale presupune și trecerea de la inflația medie trimestrială (modelată în cadrul MAPM) la inflația la sfârșit de perioadă, acest lucru implicând o eroare de aproximare.

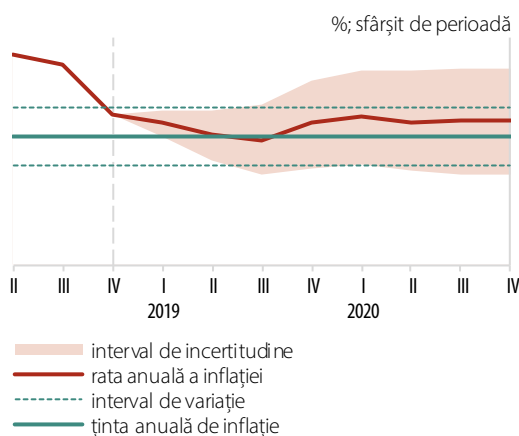
#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază (Grafic 4.10),

riscurile fiind asociate atât mediului intern, cât și celui extern. În actuala conjunctură, prezintă relevanță incertitudinile referitoare la efectele măsurilor fiscal-bugetare intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2019, precum și la persistența tensionării pieței muncii. Pe plan extern, incertitudini sporite provin în contextul încetinirii creșterii economiei zonei euro și a celei globale.

Riscurile specifice acestei runde sunt asociate preponderent evoluțiilor din mediul intern, în corelație directă cu conduita politicii fiscale și a veniturilor. Planează incertitudini aferente configurației finale, aprobate de Parlament, a legii bugetului de stat pentru anul curent<sup>100</sup>, amplificate de ambiguitatea privind atât aplicarea, cât și efectele potențiale ale măsurilor intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2019. În plus, elemente suplimentare de reglementare<sup>101</sup>, stipulate prin informări de presă

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 2005-2018. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

<sup>98</sup> Această ipoteză este susținută și de evidențele empirice privind majorarea gradului de integrare a pieței românești cu cea din UE în ceea ce privește schimburile comerciale, precum și de acomodarea consumului într-o mai mare măsură din importuri, comparativ cu bunurile provenind din producția internă, aspecte subliniate și în cadrul *Casetei 2. Relația dintre nivelul activității economice și inflație* din *Raportul asupra inflației*, ediția din mai 2017.

<sup>99</sup> Această descompunere presupune realizarea unor simulări contrafactice în care datele de intrare ale proiecției (factori specifici) sunt presupuse a fi cunoscute cu exactitate (li se atribuie valorile efectiv înregistrate). Diferența între proiecțiile de inflație publicate în cele opt *Rapoarte* și prognozele rezultate în urma simulărilor „contrafactice” permite determinarea contribuției fiecărui factor specific la eroarea totală de prognoză.

<sup>100</sup> Indisponibilă până la momentul finalizării proiecției macroeconomice aferente *Raportului asupra inflației* curent.

<sup>101</sup> De exemplu, cele referitoare la ajustarea prețului energiei electrice.



emise de autoritățile de profil, urmează a fi clarificate prin norme detaliate ale ANRE, reprezentând, în acest context, surse de incertitudine până la clarificarea corespunzătoare a acestora.

Modalitatea de stabilire a „taxei pe activele băncilor” are potențialul de a afecta, deși dificil de evaluat în manieră comprehensivă la acest moment, atât eficiența și flexibilitatea politicii monetare, cât și, pe cale de consecință, cadrul macroeconomic. În cazul acestei măsuri, posibile efecte adverse ar putea fi potențate de cele ale altor inițiative legislative vizând sectorul bancar<sup>102</sup>. În aceste circumstanțe, există riscul unei diminuări a dinamicii creditării acordate sectorului privat al economiei, și implicit, a finanțării ce ar putea fi mobilizate prin intermediul piețelor de capital sau al instituțiilor de credit, cu efecte nefavorabile asupra volumului investițiilor derulate în economie. Acestea din urmă ar putea fi afectate și ca urmare a amânării unor decizii investiționale, pe termen scurt, ori chiar a diminuării volumului planificat de investiții, pe termen mediu, în contextul măsurilor legiferate, cu impact advers la nivelul dinamicii PIB potențial. Similar evidențelor privind episoade asemănătoare înregistrate în alte țări (de exemplu, Ungaria), nu ar fi exclusă o intensificare a fenomenului de dezintermediere transfrontalieră, îndeosebi la nivelul entităților din sectorul financiar, dar, mai general, și al altor investitori, pe fondul manifestării unor efecte de percepție nefavorabilă în conexiune directă cu volumul plasamentelor în active românești. În situația materializării unui astfel de risc, consecințe negative ar viza exercitarea de presiuni asupra cursului monedei naționale, cu efecte directe asupra presiunilor inflaționiste din economie.

Din perspectiva tarifelor la energia electrică și gazele naturale, incertitudini sunt asociate configurației finale a elementelor adiționale de reglementare, inclusiv cu potențial de a afecta piața concurențială<sup>103</sup>. În contextul OUG nr. 114/2018, presiuni suplimentare sunt exercitate asupra titularilor de licențe în domeniul energiei electrice și al gazelor naturale pe fondul impunerii contribuției egale cu 2 la sută din cifra de afaceri realizată de către aceștia din activitățile ce fac obiectul licențelor acordate de ANRE. În aceste circumstanțe, date fiind și experiențele din alte economii care au implementat măsuri similare, se conturează riscul majorării prețurilor/tarifelor pentru a acomoda, pe această cale, creșterea costurilor, cu impact direct asupra consumatorilor non-casnici și, indirect, asupra prețurilor finale ale bunurilor de consum.

Un factor de risc care își reconfirmă importanța și în runda curentă se referă la condițiile de pe piața muncii, în contextul menținerii gradului de tensionare la valori relativ ridicate. Presiuni suplimentare de majorare asupra salariilor pot fi induse de deficiențele structurale persistente (necorelarea pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, rată ridicată de inactivitate, nivel mare al emigrației etc.).

<sup>102</sup> La finele anului 2018, au fost adoptate în Parlament: (i) plafonarea dobânzilor la creditele populației, (ii) eliminarea caracterului de titlu executoriu al contractelor de credit și (iii) posibilitatea răscumpărării creanțelor cesionate cu cel mult dublul prețului cesiunii.

<sup>103</sup> Pe 29 ianuarie 2019, ANRE a publicat o notă de informare conform căreia consumatorii finali casnici de energie electrică și gaze naturale au posibilitatea de a reveni din piața concurențială pe cea reglementată, în situația în care consideră că este mai avantajos. Detalii sunt disponibile la următoarea adresă: <https://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/informare-29-01-2019-preturi-consumatorii-casnici-ee-si-gn>.

Pe plan extern, incertitudini sporite sunt asociate ritmului decelerării activității economice de la nivel global, pe fundalul riscurilor generate de posibile escaladări ale protecționismului comercial. Rămân relevante incertitudinile aferente desfășurării procesului *Brexit*, precum și divergența conduitei politicilor monetare promovate de BCE și de alte bănci centrale majore. În același timp, persistă riscul unei potențiale amplificări a volatilității pe piețele financiare internaționale, inclusiv pe fondul consolidării tensiunilor geopolitice. Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea genera realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu impact asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației.

Balanța riscurilor asociate evoluției prețurilor materiilor prime energetice este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Persistă incertitudini privind evoluția cotațiilor petrolului. În perspectivă, dinamica acestora este condiționată atât de factori de ofertă – reduceri ale producției din partea OPEC și a țărilor alinate, evoluțiile geopolitice din Venezuela, în contrast cu perspectivele privind producția de petrol aferentă extracției de șist din SUA –, cât și de factori de cerere, pe seama incertitudinilor privind ritmul de decelerare a creșterii economice la nivel global.

## Abrevieri

AFIR	Agenția pentru Finanțarea Investițiilor Rurale
ANCOM	Autoritatea Națională pentru Administrare și Reglementare în Comunicații
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
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
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
OUG	Ordonanța de urgență a Guvernului
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
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
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

## Lista tabelelor din text

---

### Caseta 1

Tabel A	Rezultatele estimărilor	28
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	45
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	46
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	50
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	51
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	52
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	52

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul carburanților	14
Grafic 1.3	Componenta alimentară a inflației de bază	14
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	15
Grafic 1.5	IAPC mediu anual în UE – dec. 2018	15
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	16
Grafic 2.2	Activitatea comercială și indicatorii de încredere	17
Grafic 2.3	Investiții	18
Grafic 2.4	Perspective privind construcțiile	19
Grafic 2.5	Exporturi de bunuri și servicii	19
Grafic 2.6	Balanța bunurilor	20
Grafic 2.7	Activitatea investițională	21
Grafic 2.8	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	21
<b>Caseta 1</b>		
Grafic A	Evoluția formării brute de capital fix	22
Grafic B	Investițiile brute în perioada 2014-2017 – sectoarele cele mai relevante	23
Grafic C	Distribuția firmelor în funcție de regimul investițional	25
Grafic D	Senzitivitatea la incertitudine a probabilității de a investi, în funcție de dimensiunea și vârsta firmei	29
Grafic E	Senzitivitatea la levier a probabilității de a investi, în funcție de dimensiunea firmei	29
Grafic F	Distribuția levierului	30
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie	32
Grafic 2.10	Deficitul de personal și locurile de muncă vacante	33
Grafic 2.11	Câștigul salarial nominal brut	33
Grafic 2.12	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	34

Grafic 2.13	Prețurile producției industriale pentru piața internă	35
Grafic 2.14	Prețurile producției agricole	36
Grafic 2.15	Costurile unitare cu forța de muncă	36
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	41
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	42
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	43
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	44
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	44
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	45
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	46
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	47
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	48
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	50
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației	51
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	52
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	53
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	53
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	54
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	55
Grafic 4.8	Deviația PIB	57
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	60
<b>Caseta 2</b>		
Grafic A	Prognozele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2018	61
Grafic B	Erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale componentelor IPC	62
Grafic C	Erorile de prognoză din runde succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale factorilor din cadrul MAPM	62
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	63

