



BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației mai 2018

Anul XIV, nr. 52

# Raport asupra inflației

## Mai 2018

## **NOTĂ**

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 mai 2018, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 2 mai 2018.

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



# Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	13
2. Evoluții ale activității economice	17
1. Cererea și oferta	17
Caseta 1. Productivitatea muncii și ciclul economic în România	22
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	27
2.1. Prețurile de import	27
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	28
3. Politica monetară și evoluții financiare	31
1. Politica monetară	31
2. Piețe financiare și evoluții monetare	34
2.1. Ratele dobânzilor	35
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	37
2.3. Moneda și creditul	39
4. Perspectivele inflației	42
1. Scenariul de bază	42
1.1. Ipoteze externe	42
1.2. Perspectivele inflației	44
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	48
Caseta 2. Reevaluarea deviației PIB în contextul revizuirii seriei istorice a PIB	50
1.4. Riscuri asociate proiecției	55
Abrevieri	58
Lista tabelor din text	59
Lista graficelor din text	59



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat traiectoria ascendentă pe parcursul trimestrului I 2018, până la 4,95 la sută în luna martie, valoare ce depășește limita superioară a intervalului asociat țintei staționare de 2,5 la sută ( $\pm 1$  punct procentual), confirmând însă prognoza din *Raportul asupra inflației* anterior. Din avansul de 1,6 puncte procentuale înregistrat în martie 2018 comparativ cu finele anului 2017, 1 punct procentual a avut ca proveniență epuizarea efectelor statistice resimțite de rata anuală a inflației IPC, asociate modificării unor impozite indirecte și eliminării unor taxe nefiscale la începutul anului 2017. Aceștia li s-au adăugat creșterile de prețuri din perioada analizată, vizibile atât la nivelul unor componente exogene ale coșului de consum (cele mai ample majorări fiind consemnate în cazul energiei electrice și al gazelor naturale, cu o contribuție de 0,5 puncte procentuale), cât și în inflația de bază. La rândul său, rata medie anuală a IAPC s-a majorat sensibil, până la 1,9 la sută în luna martie 2018, avansul față de valoarea din decembrie 2017 fiind de 0,8 puncte procentuale.

Calculată la taxe constante, rata anuală a inflației IPC<sup>1</sup> a consemnat o nouă accelerare în cursul trimestrului I, de la 4,1 la sută în decembrie 2017 la 4,7 la sută în martie 2018. Cu toate acestea, deteriorarea observată în acest interval este inferioară celei produse în cele trei luni anterioare, marcate de manifestarea a numeroase șocuri adverse de natura ofertei.

În luna martie 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a majorat cu 0,5 puncte procentuale față de luna decembrie 2017, respectiv cu 0,4 puncte procentuale în cazul celei nete de efectul TVA, atingând 3 la sută. Valoarea înregistrată la finele trimestrului I a fost mai ridicată față de proiecția din *Raportul* anterior (cu 0,2 puncte procentuale), preponderent pe seama dinamicii cursului de schimb al leului din acest trimestru. Evoluția a reflectat totodată acțiunea factorilor fundamentali, respectiv extinderea surplusului de cerere din economie, persistența presiunilor exercitate pe filiera costurilor de producție ale firmelor, dar și poziționarea pe un palier superior a așteptărilor privind inflația ale agenților economici. În același timp, presiuni inflaționiste suplimentare provin din partea evoluției cursului de schimb al leului cu impact atât asupra prețurilor bunurilor de consum din import, cât și a tarifelor unor servicii, la care se adaugă efectele propagate ale evoluției cotațiilor internaționale ale produselor energetice, care au înregistrat noi avansuri pe parcursul trimestrului.

<sup>1</sup> Excluză impactul estimat al modificărilor operate la nivelul cotei TVA, al accizelor și al unor taxe nefiscale.



Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a majorat în trimestrul IV 2017 (12,5 la sută) comparativ cu cel anterior (8,5 la sută), contribuția majoră revenind avansului remunerării salariaților; dinamica productivității muncii, deși a cunoscut o ușoară încetinire de ritm, a continuat să fie alertă, rămânând în apropierea valorilor înregistrate în ultimii doi ani. În același timp, ritmul anual de creștere a costurilor salariale unitare din industrie s-a temperat în intervalul octombrie 2017 – februarie 2018 comparativ cu trimestrul III, pe fondul câștigurilor mai ample în planul productivității muncii, însă ratele anuale consemnate de ramurile producătoare de bunuri de consum au continuat să se plaseze la valori net superioare mediei.

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

În ședința din 7 februarie 2018, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,25 la sută pe an de la 2 la sută pe an. Totodată, acesta a decis majorarea la 1,25 la sută pe an a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit și la 3,25 la sută pe an a ratei dobânzii aferente facilității de creditare. Rata anuală a inflației a crescut în luna decembrie 2017 la 3,32 la sută, de la 3,23 la sută în noiembrie, plasându-se în interiorul intervalului de variație al țintei staționare, dar peste nivelul prognozat. În același timp, noul scenariu de bază al prognozei evidențiază perspectiva accelerării semnificative a inflației pe orizontul scurt de timp, succedată de o temperare a acesteia începând cu ultimul trimestru al anului 2018. Față de *Raportul* din noiembrie 2017, traiectoria ratei anuale prognozate a inflației IPC a fost revizuită în sens ascendent pe termen scurt, în principal ca urmare a relativei intensificări a efectelor inflaționiste recente și anticipate ale factorilor pe partea ofertei, dar și pe fondul presiunilor asociate factorilor fundamentali.

Incertitudinile și riscurile aferente proiecției proveneau atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe plan intern, acestea erau asociate în principal conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, condițiilor de pe piața muncii și evoluției prețurilor administrate. Pe plan extern, rămăneau relevante incertitudinile și riscurile legate de volatilitatea piețelor financiare internaționale, de evoluțiile prețurilor petrolului și ale produselor agroalimentare, precum și de ritmul expansiunii economice a zonei euro și pe plan global, inclusiv în condițiile normalizării politicilor monetare ale băncilor centrale majore.

Ulterior, datele statistice au confirmat creșterea semnificativă a ratei anuale a inflației în luna ianuarie 2018 până la 4,32 la sută, urmată în luna februarie de o nouă creștere la 4,72 la sută, ușor sub nivelul prognozat. Principalele cauze ale avansului ratei inflației erau asociate factorilor din afara sferei de acțiune a politicii monetare, respectiv efectelor de bază aferente reducerilor impozitelor indirecte și eliminării unor taxe nefiscale în prima parte a anului 2017, dar și majorărilor recente ale tarifelor la energia electrică și cea termică, precum și ale prețurilor gazelor naturale și combustibililor. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat ascensiunea, până la 2,8 la sută în ianuarie și 2,9 la sută în februarie 2018, de la 2,4 la sută în decembrie 2017. Majorarea reflecta acumularea progresivă de presiuni inflaționiste pe partea cererii și pe cea a costurilor, dar și influențele cursului de schimb al leului, receptate prioritar de tarifele serviciilor. Creșterea economică a decelerat în trimestrul IV 2017,

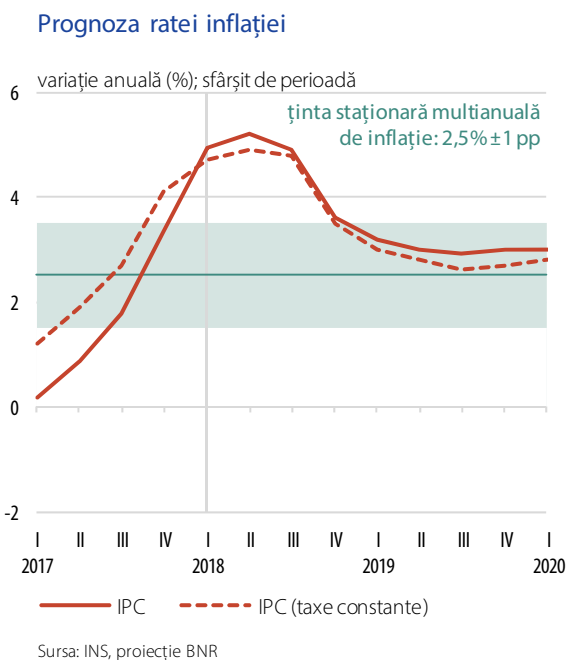
conform așteptărilor, dinamica sa anuală de 6,9 la sută rămânând totuși robustă. Principalul determinant al creșterii economice a continuat să fie consumul gospodăriilor populației, deși cu o contribuție diminuată, în timp ce un aport pozitiv, în creștere, a avut formarea brută de capital fix, care a atins cel mai mare nivel începând din 2015. Exportul net și-a mărit în schimb contribuția negativă la avansul PIB.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 4 aprilie 2018, cele mai recente evaluări reconfirmau perspectiva plafonării ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei pe orizontul foarte scurt de timp, dar și a revenirii acesteia spre finalul anului curent la limita superioară a intervalului, în linie cu prognoza pe termen mediu din februarie 2018. Evaluarea era în continuare grevată de riscuri și incertitudini sporite, provenind în principal din partea prețurilor administrate și a celor volatile, dar și din partea conduitei politicii fiscale și a condițiilor de pe piața muncii. Erau, de asemenea, relevante și riscurile și incertitudinile provenite din partea evoluției economiei și a inflației în zona euro și, implicit, din cea a conduitei politicii monetare a BCE și a băncilor centrale din regiune.

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 2,25 la sută pe an. Deciziile Consiliului de administrație al BNR au ca scop asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și în condițiile preservării stabilității financiare.

## Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată să atingă 3,6 la sută la sfârșitul anului 2018 și 3,0 la sută la finele anului 2019. Față de *Raportul* din februarie 2018, valorile proiectate au fost revizuite marginal, în sus cu 0,1 puncte procentuale pentru finele anului curent



și, respectiv, în jos cu 0,1 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor. Similar proiecției anterioare, dinamica anuală a indicelui este anticipată a oscila în jurul valorii de 5 la sută pe parcursul trimestrelor II și III 2018, ușoarele revizuirii ascendente ale valorilor proiectate pentru aceste intervale fiind asociate unor componente exogene ale coșului de consum (cu precădere produse din tutun și prețuri volatile ale alimentelor). În condițiile epuizării în prima parte a anului curent a impactului modificărilor impozitelor indirecte și ale unor taxe nefiscale de pe parcursul anului 2017, rata anuală a inflației calculată la taxe constante se va plasa sub nivelul de 5 la sută pe tot parcursul anului curent, înregistrând în trimestrul IV o decelerare de ritm similară celei anticipate în cazul indicelui IPC și atingând 3,5 la sută în decembrie 2018. Pentru finele anului 2019, proiecția acestui indicator se plasează la 2,7 la sută.

Scenariul de bază al proiecției prevede temperarea graduală a creșterii economice pe parcursul anilor 2018 și 2019, comparativ cu valoarea ridicată înregistrată în anul 2017. Dinamica PIB real pe parcursul intervalului de prognoză o va reflecta pe cea a cererii interne, rolul determinant în decelerarea acesteia revenind consumului privat, în condițiile evoluției anticipate a venitului disponibil real al gospodăriilor populației. În același timp, proiecția prevede redresarea în continuare a formării brute de capital fix, atât în sectorul privat, cât și în cel public, traiectoria componentei fiind însă condiționată de ritmul atragerii fondurilor europene structurale și de investiții, anticipat a se îmbunătăți pe parcursul următorilor ani.

Contribuția exportului net va rămâne negativă, în accentuare pe parcursul anului 2018 raportat la valoarea din 2017, urmată de o temperare în 2019. În aceste condiții, deficitul de cont curent se va deschide, pe termen mediu, până în apropierea valorii de 4 la sută din PIB, marcând o accentuare a divergenței poziționării acestui indicator față de celelalte economii emergente din regiune, cu potențial de a afecta echilibrele macroeconomice. Finanțarea deficitului extern este preconizată a fi acoperită prin fluxuri de capital stabile și negeneratoare de datorie externă, însă prognoza indică menținerea ponderii acestor fluxuri în PIB nominal la valori inferioare celor înregistrate în perioada 2013-2016, în principal pe seama stadiului încă incipient al volumului atragerilor de fonduri europene structurale și de investiții în contextul cadrului financiar multianual curent (2014-2020).

Deviația PIB este proiectată la valori comparabile cu cele înregistrate în anul 2017 pe parcursul anului curent, însă mai reduse pentru anul 2019, pe fondul reconfigurării la valori apropiate de cele neutre a setului condițiilor monetare reale în sens larg la acest orizont. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, excedentul de cerere a fost revizuit la valori mai reduse pentru anul 2017, cu implicații în același sens asupra nivelului acestuia și pe parcursul intervalului de proiecție (pentru detalii, a se consulta Casetă 2).

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată a atinge 3,2 la sută la sfârșitul anului 2018 și 3,4 la sută la finele celui viitor. În dinamică, traiectoria ratei anuale a inflației de bază este preconizată a-și continua pe tot intervalul de prognoză tendința de creștere consemnată pe parcursul anului trecut și începutul celui curent. Valorile proiectate sunt inferioare celor publicate în *Raportul* precedent, pe fondul unor presiuni inflaționiste mai reduse provenind din partea revizuirii excedentului de cerere și a prețurilor bunurilor din import, în timp ce anticipațiile privind inflația ale agenților economici s-au re poziționat la niveluri mai ridicate pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză. În condițiile acomodării expansiunii consumului într-o mai mare măsură pe seama importurilor de bunuri comparativ cu producția internă în ultimii ani, mediul extern va continua să exercite presiuni asupra inflației de bază interne, dar de magnitudine redusă, rata proiectată a inflației principalilor parteneri comerciali externi ai României menținându-se sub nivelul de 2 la sută.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 1,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2018 și de 0,9 puncte procentuale la finalul anului 2019. Valorile proiectate pentru finele celor doi ani sunt similare celor din *Raportul* anterior, în timp ce decelerarea contribuției

acestor componente la rata anuală a inflației pe parcursul intervalului de prognoză reflectă epuizarea treptată a șocurilor de natura ofertei sau a deciziilor cu caracter administrativ care au influențat dinamica acestora pe parcursul anului trecut și al celui curent. În structură, se remarcă revizuirea mai semnificativă, în sens ascendent, cu precădere pe parcursul anului 2018, a evoluției prețurilor produselor din tutun și a celor volatile ale alimentelor, în timp ce pentru sfârșitul anului 2019, toate componentele exogene, mai puțin inflația produselor din tutun, urmează a înregistra valori marginal mai reduse comparativ cu cele proiectate anterior.

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.

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 provin cu precădere din partea gradului relativ ridicat al tensionării pieței muncii, cu impact asupra evoluției ecartului salarii-productivitate din sectorul privat, precum și din partea dinamicii prețurilor internaționale ale produselor energetice. Importanța acestora din urmă atât asupra costurilor de producție ale companiilor locale, cât și pentru unele componente ale coșului de consum este una ridicată. În ansamblu, configurația mediului extern este apreciată a exercita un impact neutru asupra acestei balanțe.

Pe plan intern, riscurile de abatere în sus a ratei proiectate a inflației sunt asociate cu precădere gradului ridicat de încordare a pieței muncii, cu potențial de a alimenta suplimentar excedentul de cerere agregată. În acest context reorientarea unei părți a veniturilor suplimentare către importul de bunuri și servicii ar putea conduce la o accentuare a dezechilibrului extern. Într-un astfel de scenariu, presiunile inflaționiste manifestate atât prin canale directe (majorarea cererii agregate și a costurilor de producție), cât și prin cel indirect (efecte de natură compensatorie induse de re poziționarea cursului de schimb al leului) ar putea implica abateri în sus ale ratei anuale a inflației de la valorile proiectate în scenariul de bază.

Balanța asociată conduitei politicii fiscale și a celei a veniturilor este apreciată ca fiind echilibrată. Rămâne însă dezirabilă menținerea unui echilibru între setul de măsuri fiscale și de venituri cu rol de stimulare a cererii agregate și, respectiv, cele de potențare a capacității productive a economiei, pentru a evita acumularea de presiuni inflaționiste suplimentare în economie și, prin intermediul stimulării *gap*-ului PIB, îndepărtarea de la atingerea obiectivului privind deficitul structural.

Într-o perspectivă mai largă, se impune implementarea consecventă a unui mix echilibrat de politici macroeconomice, considerat a fi esențial în vederea asigurării unei creșteri economice durabile și sustenabile, fără periclitarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

În plan extern, pe de o parte, o creștere economică globală de mai mare amploare, inclusiv în contextul stimulului fiscal implementat în SUA, ar putea impulsiona

suplimentar investițiile și comerțul internațional. Pe de altă parte, intensificarea protecționismului comercial și o posibilă înăsprire a condițiilor financiare globale, pe fondul conduitelor politicilor monetare ale principalelor bănci centrale, ar putea genera efecte de sens contrar. Pe acest fundal, evoluțiile cu privire la procesul *Brexit* continuă să prezinte relevanță sporită, monitorizarea acestora fiind legată de efectele pe care le-ar putea produce asupra cadrului macroeconomic global, într-un climat marcat de tensiuni geopolitice în accentuare.

În ceea ce privește evoluția prețurilor volatile ale alimentelor, persistă incertitudini inerente referitoare la condițiile climaterice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole. Riscuri relativ echilibrate la adresa inflației, condiționate de informațiile disponibile până în prezent, provin din partea prețurilor administrate. Rămân însă relevante incertitudinile cu privire la impactul pe care liberalizarea pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl va avea asupra prețurilor la consumatori.

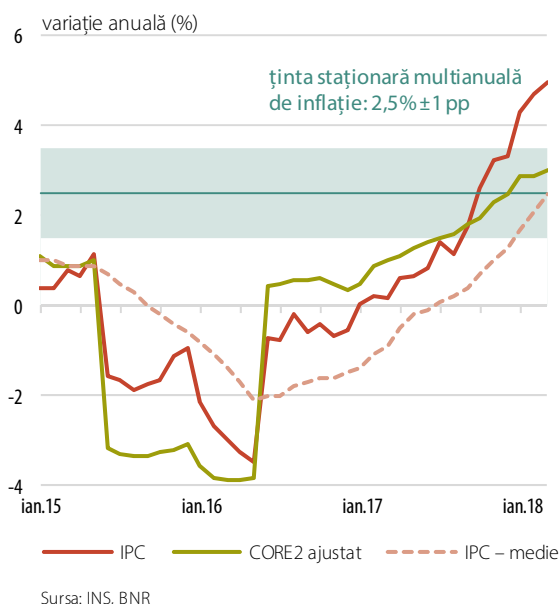
## Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva creșterii ușoare și a plafonării ratei anuale a inflației pe parcursul câtorva luni deasupra limitei de sus a intervalului țintei, sub impactul factorilor pe partea ofertei dar și al presiunilor inflaționiste în creștere ale factorilor fundamentali, inducând și riscul dezancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 7 mai 2018 majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 2,50 la sută. În același timp, s-a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit, până la 1,50 la sută și creșterea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard), până 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

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat traiectoria ascendentă în trimestrul I 2018, plasându-se la finele intervalului la 4,95 la sută (+1,6 puncte procentuale față de finalul anului 2017), peste limita superioară a intervalului de variație al țintei staționare de 2,5 la sută ( $\pm 1$  punct procentual). Mai mult de jumătate din creșterea consemnată față de luna decembrie 2017 s-a datorat dispărării efectului statistic asociat modificărilor operate la începutul anului 2017 în regimul impozitării indirecte și eliminării unor taxe nefiscale. Din perspectiva evoluțiilor curente, o contribuție semnificativă la accelerarea ritmului de creștere a prețurilor de consum în prima parte a anului 2018 a revenit majorării unor prețuri administrate, respectiv a tarifelor practicate pentru furnizarea energiei electrice și gazelor naturale. Acestor influențe li s-au adăugat presiunile inflaționiste generate de deschiderea excedentului de cerere agregată, creșterea costurilor de producție, ajustarea așteptărilor privind inflația pe un palier superior, precum și tendința de depreciere a monedei naționale în raport cu euro. Pe acest fond, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a urcat la 3 la sută în martie 2018, nivel situat cu 0,5 puncte procentuale peste cel consemnat la finele anului 2017 (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



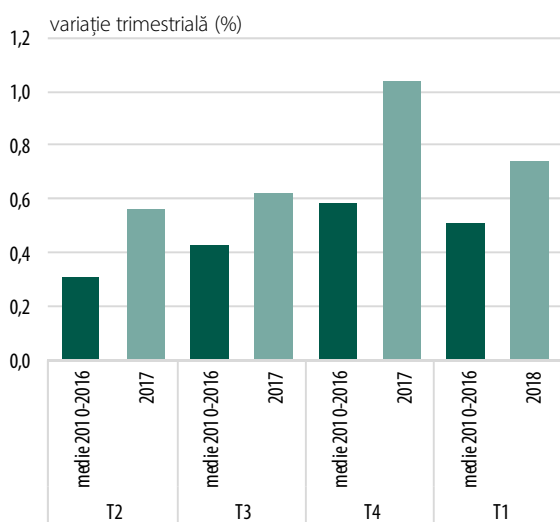
După trei ani de evoluție benignă, datorată în bună măsură modificărilor succesive operate în sfera impozitării indirecte, dinamica anuală a IPC s-a majorat în primele trei luni din 2018 cu 1,6 puncte procentuale (până la 4,95 la sută în luna martie), efectul de bază asociat măsurilor implementate în lunile ianuarie și februarie 2017 – reducerea cotei standard a TVA de la 20 la 19 la sută, eliminarea supraaccizei la carburanți, suprimarea unor taxe nefiscale – contribuind la acest salt cu 1 punct procentual. Acesta reflectă, în esență, faptul că, pe tot parcursul anului 2017, ratele anuale ale inflației au fost grevate de impactul dezinflaționist al măsurilor de relaxare fiscală menționate anterior, care a disimulat creșterile lunare înregistrate de prețurile de consum în tot acest interval. Raportându-ne la o măsură de inflație calculată la taxe constante, deteriorarea observată în rata anuală a inflației în trimestrul I 2018 este inferioară

cele produse în cele trei luni anterioare, marcate de o aglomerare de șocuri adverse pe partea ofertei (sau similare) – majorarea cotațiilor Brent, a prețului energiei electrice, reintroducerea supraaccizei la combustibili, deficite acute pe plan european pentru unele produse alimentare (ouă și unt) –, al căror impact inflaționist va fi

încorporat de variațiile anuale ale prețurilor de consum și în trimestrele II și III ale acestui an.

Dincolo de influența statistică, accelerarea ritmului anual de creștere a prețurilor de consum în prima parte a anului 2018 este determinată de presiuni curente, manifestate atât la nivelul unor variabile exogene, cât și la nivelul inflației de bază. În cadrul primei categorii, relevante sunt componentele cu prețuri administrate, și în special grupa „energie”<sup>2</sup>. Astfel, luna ianuarie a marcat o nouă scumpire a energiei electrice (cu 2,3 la sută), antrenată exclusiv de parcurgerea ultimei etape de liberalizare a pieței de profil, dinamica anuală ajungând astfel la 18,2 la sută în martie, după patru trimestre consecutive de creștere. În același sens a fost modificat în luna ianuarie prețul gazelor naturale (+5,6 la sută), mișcarea fiind justificată de ANRE prin evoluțiile înregistrate pe piața liberă pe ansamblul anului 2017; și în acest caz, variația anuală a prețurilor pentru consumatorii finali a atins la sfârșitul trimestrului I un nivel sensibil superior măsurii agregate, depășind 8 la sută.

Grafic 1.2. Inflația de bază CORE2 ajustat\*



\*) exclusiv efectele directe ale modificărilor cotei TVA

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

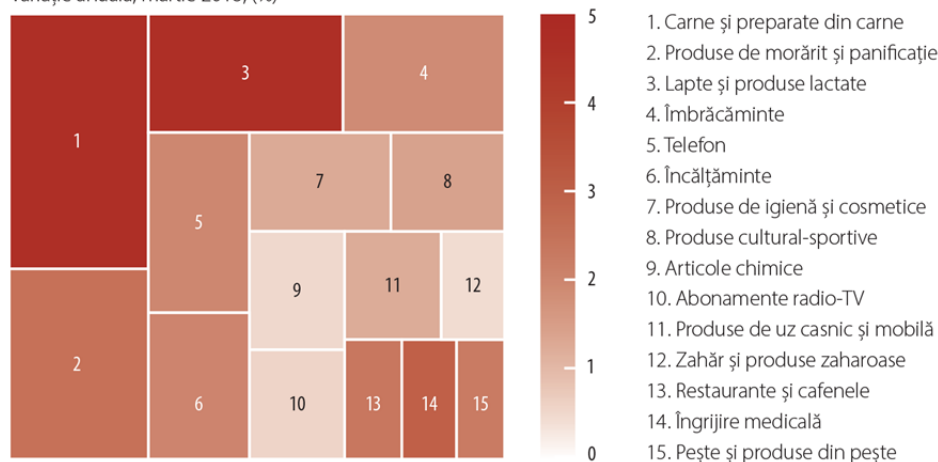
O contribuție similară la parcursul ascendent al ratei anuale a IPC a revenit indicelui CORE2 ajustat, a cărui viteză de creștere în termeni anuali (exclusiv efectul direct al reducerii cotei TVA) s-a accelerat față de decembrie 2017 cu 0,4 puncte procentuale, nivelul corespunzător lunii martie situându-se la 3 la sută. Pasul consistent de majorare se înscrie în tendința observată începând cu trimestrul II 2017, ușoara temperare comparativ cu intervalul anterior reflectând influențe sezoniere și depășirea unor șocuri de ofertă, nu o atenuare a acțiunii factorilor fundamentali. Accentuarea deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial și persistența presiunilor exercitate asupra costurilor de producție ale companiilor de traiectoria ascendentă a cotațiilor produselor energetice și de dinamica salarială robustă, întreținută cu precădere de caracterul tensionat al condițiilor de pe piața muncii, au continuat să constituie trăsături distinctive ale

contextului economic, care și-au pus amprenta asupra comportamentului operatorilor în procesul de stabilire a prețurilor. Creșterea variației trimestriale a inflației de bază la taxe constante de la o medie de 0,46 la sută în perioada 2010-2016 la 0,74 la sută în ultimele 4 trimestre reprezintă o expresie a acestei modificări de conduită (Grafic 1.2). Un factor explicativ suplimentar pentru mișcarea ascendentă a indicelui CORE2 ajustat în trimestrul I 2018 a fost reprezentat de tendința de depreciere a monedei naționale față de euro, cu influență mai pregnantă pe segmentul serviciilor.

<sup>2</sup> Chiar dacă procesul de liberalizare a fost finalizat, atât în cazul energiei electrice, cât și în cel al gazelor naturale, stabilirea prețurilor pentru consumatorii casnici continuă să aibă un caracter administrat, ANRE păstrând prerogativele de avizare.

Grafic 1.3. Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat

variație anuală, martie 2018, (%)

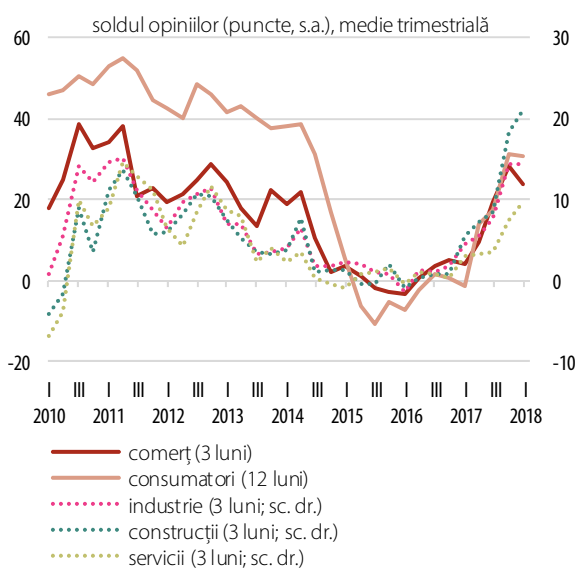


Notă: În grafic sunt reprezentate produse care acoperă aproximativ 80 la sută din coșul de consum aferent inflației de bază în 2018. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat.

Sursa: INS, calcule BNR

În structură, majorările de prețuri au fost generalizate, în cazul mărfurilor nealimentare și al serviciilor de piață, detașându-se grupele sensibile la poziționarea ciclică a economiei – de exemplu, îmbrăcăminte și încălțăminte, igienă și cosmetică, hoteluri și restaurante (Grafic 1.3). Chiar în absența unor șocuri specifice (de tipul celor manifestate în ultima parte a anului 2017) și a unei evoluții ofensive a cotațiilor principalelor materii prime agricole, mărfurile alimentare rămân totuși componenta cea mai dinamică a inflației de bază, explicând mai mult de jumătate din nivelul și din variația ratei anuale a CORE2 ajustat.

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



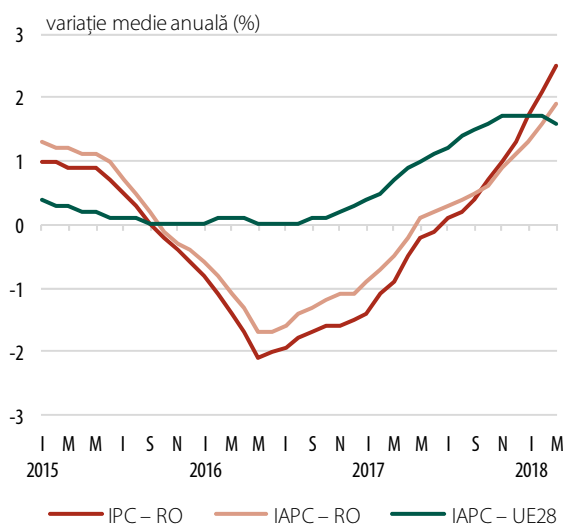
Sursa: Sondaj INS/CE-DG ECFIN

Așteptările agenților economici privind evoluția prețurilor au reprezentat și în primul trimestru al anului 2018 un element favorizant al mediului inflaționist, soldurile opiniilor exprimate în cadrul Sondajului DG ECFIN înregistrând valori pronunțat pozitive – stagnante în industrie și la nivelul consumatorilor, crescătoare în servicii și în construcții; o atenuare a devenit totuși vizibilă pe parcursul perioadei analizate în sectorul comercial, posibilă reacție la încetinirea ritmului de creștere a vânzărilor (Grafic 1.4). Anticipațiile privind inflația ale analiștilor bancari au continuat să se deplaseze pe o traiectorie ascendentă pe orizontul scurt (până la un an), fără a depăși însă limita superioară a intervalului asociat țintei de inflație; în ceea ce privește termenul mediu (doi ani), după o evoluție neuniformă în cadrul trimestrului, rata așteptată a inflației a revenit în luna martie în apropierea nivelului consemnat la sfârșitul anului 2017,

poziționându-se, de asemenea, în interiorul intervalului țintei.



Grafic 1.5. Rata medie anuală a inflației: metodologie națională (IPC) și armonizată



Pe măsura eliminării din baza de calcul a variațiilor anuale afectate de diminuarea cotei TVA și de eliminarea sau reducerea unor impozite și taxe la începutul anului 2017 și încorporarea, în schimb, a celor curente, sensibil mai ridicate, rata medie anuală a inflației IPC s-a accelerat, valoarea de 2,5 la sută atinsă la finele trimestrului I plasându-se cu mai mult de 1 punct procentual peste cea din decembrie 2017 (Grafic 1.5). Din aceleași considerente, rata medie anuală calculată pe baza IAPC a urcat la 1,9 la sută în luna martie, cu 0,8 puncte procentuale peste cea de la sfârșitul anului 2017, diferența de nivel dintre cele două măsuri fiind explicată de schemele distincte de ponderare a celor doi indici<sup>3</sup> – măsura armonizată utilizează coeficienți mai scăzuți pentru componentele grupei „energie”, ale căror prețuri au crescut considerabil în perioada de referință. În aceste condiții, ecartul față de media UE a devenit ușor pozitiv pentru prima dată în ultimii doi ani și

jumătate, inflația europeană menținându-se în jurul valorii consemnate la finele anului 2017 (1,6 la sută).

Rata anuală a inflației IPC din luna martie 2018 s-a situat la nivelul prognozat în ediția din luna februarie 2018 a *Raportului asupra inflației*. Rezultatul reflectă însă o compensare a erorilor înregistrate la nivelul componentelor, respectiv subestimarea inflației de bază CORE2 ajustat și supraestimarea dinamicii combustibililor, în condițiile poziționării temporare a cotațiilor țițeiului Brent pe un palier inferior celui utilizat în prognoza anterioară.

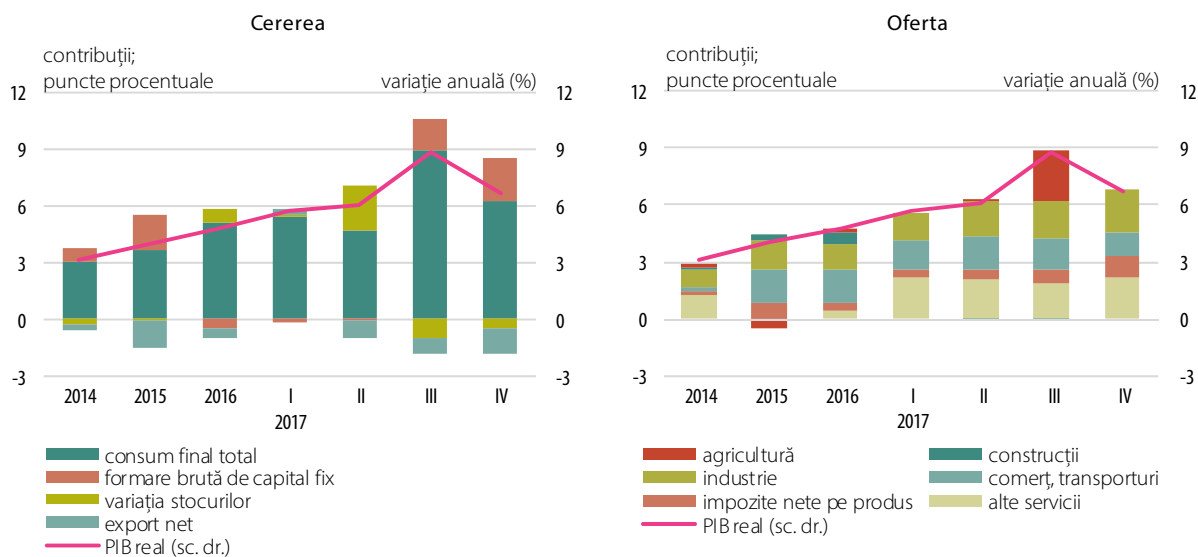
<sup>3</sup> Coeficienții de ponderare utilizați pentru calculul IPC se bazează pe informațiile din Ancheta bugetelor de familie, în timp ce în cazul IAPC, pe lângă acestea, sunt luate în considerare (începând cu anul 2012) și date referitoare la cheltuiala de consum final a gospodăriilor populației din conturile naționale (conform Regulamentului (UE) nr. 1114/2010).

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

2017 a reprezentat pentru economia românească un nou an de creștere accelerată (6,9 la sută, printre cele mai rapide la nivelul UE-28), structura acesteia punând însă sub semnul întrebării sustenabilitatea evoluției. Aportul dominant a continuat să revină cererii de consum, puternic stimulată de măsuri fiscale prociclice orientate către creșterea veniturilor populației și reducerea taxării indirecte. Susținerea acordată de formarea brută de capital fix acestui ritm de creștere a fost relativ modestă, contribuția pozitivă a sectorului privat (generată de amplificarea ciclică a investițiilor rezidențiale și de ușoara intensificare a achizițiilor de echipamente) fiind erodată de restrângerea investițiilor publice. În plus, o parte importantă a absorbției interne este în continuare acoperită prin importuri, subminând influența favorabilă a traiectoriei ascendente pe care s-au plasat exporturile, sub impulsul investițiilor străine directe și al consolidării cererii din partea economiilor europene (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



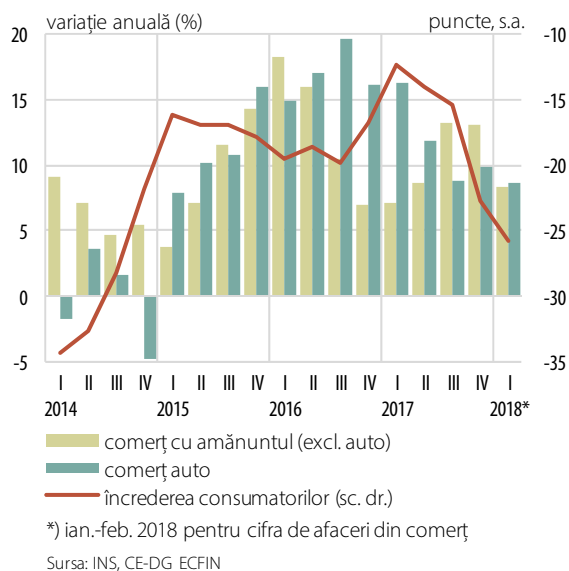
Sursa: INS, calcule BNR

PIB real și-a păstrat ritmul alert de creștere și în trimestrul IV 2017 (6,7 la sută în termeni anuali, inferior totuși avansului din intervalul anterior), evoluția fiind în continuare tributară cererii de consum a populației (9,7 la sută), pe fondul menținerii dinamicii anuale pozitive a veniturilor reale ale populației. Creșterea puterii de cumpărare a fost însoțită de modificări de comportament, precum orientarea către produse de calitate superioară<sup>4</sup>, extinderea cheltuielilor pentru servicii de piață, dar și

<sup>4</sup> Tendința este relevată de cercetările GfK, consumatorii fiind totodată interesați de testarea unor sortimente noi.

intensificarea achizițiilor de bunuri de folosință îndelungată, segment puternic corelat cu poziția ciclică a economiei. În același timp, expansiunea cererii de consum a fost însoțită de continuarea extinderii cotei de piață a lanțurilor de comerț modern, până la 60 la sută în anul 2017.

Grafic 2.2. Activitatea comercială și încrederea populației



Apetitul pentru consum al populației a rămas pronunțat și la începutul anului 2018 (circa 12 la sută, variație anuală în luna ianuarie), în special în ceea ce privește achizițiile de bunuri durabile, remarcându-se în acest sens cererea de autovehicule și cea de produse pentru dotarea locuinței. Luna februarie a fost marcată însă de o atenuare a ritmului anual, tendință care se va menține probabil și în următoarele luni, în condițiile în care dinamica veniturilor reale ale populației este erodată de accelerarea ritmului de creștere a prețurilor, iar încrederea consumatorilor se deteriorează (6 luni consecutive de scădere a indicatorului DG ECFIN relevant, pe fondul incertitudinii cu privire la efectele modificărilor de natură fiscală asupra veniturilor proprii și al preocupărilor cu privire la evoluția serviciului datoriei către bănci) – Grafic 2.2.

În trimestrul IV 2017, execuția bugetului general consolidat a generat un deficit de 17,4 miliarde lei (echivalent cu 2,0 la sută din PIB), semnificativ superior celui din trimestrul anterior (0,5 miliarde lei). Amplificarea soldului negativ<sup>5</sup> a fost rezultanta creșterii substanțiale a cheltuielilor bugetare<sup>6</sup>, determinată atât de majorarea componentei de capital<sup>7</sup>, respectiv a celei cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile<sup>8</sup>, cât și de avansul unor cheltuieli de natură curentă (în special al celor cu bunuri și servicii<sup>9</sup>, de personal<sup>10</sup>, cu asistența socială, precum și al altor cheltuieli de natura transferurilor). În sens opus a acționat creșterea veniturilor bugetare totale<sup>11</sup>, produsă în principal pe fondul majorării sumelor primite de la UE și susținută de plusul de încasări din contribuțiile de asigurări, TVA și impozitul pe profit, respectiv pe salarii și venit<sup>12</sup>.

<sup>5</sup> Reflectând perpetuarea unui *pattern* intraanual puternic asimetric al execuției bugetare, în condițiile în care în ultimul trimestru din 2016 se consemnase un deficit de 14,6 miliarde lei (respectiv 1,9 la sută din PIB), față de un surplus marginal de aproximativ 0,2 miliarde lei în trimestrul anterior; pe ansamblul întregului an 2017, deficitul bugetar a atins un nivel de 24,3 miliarde lei (2,8 la sută din PIB), în creștere față de cel aferent anului anterior (18,3 miliarde lei, respectiv 2,4 la sută din PIB).

<sup>6</sup> Dinamica anuală în termeni reali a acestora s-a majorat la 18,5 la sută, față de 9,8 la sută în trimestrul anterior.

<sup>7</sup> Al cărei ritm anual de creștere în termeni reali a revenit în teritoriul pozitiv.

<sup>8</sup> Impactul acestora asupra variației soldului bugetului general consolidat fiind însă compensat în cea mai mare parte de amplificarea sumelor primite de la UE.

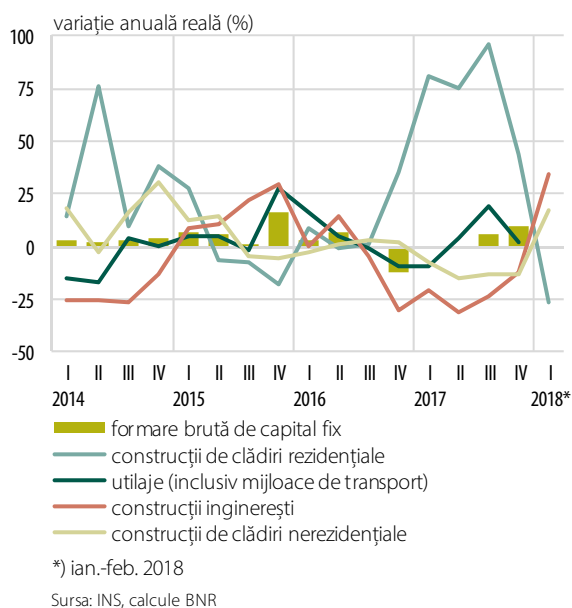
<sup>9</sup> În termeni anuali însă, acestea s-au comprimat.

<sup>10</sup> Însă în condițiile unei ușoare decelerări a dinamicii lor anuale.

<sup>11</sup> Ritmul anual de creștere în termeni reali a acestora s-a majorat la 19,2 la sută (de la 8,6 la sută în trimestrul precedent).

<sup>12</sup> Impactul acestora fiind parțial estompat de reducerea veniturilor nefiscale (în condițiile în care nivelul din trimestrul precedent a reflectat și influența încasărilor din dividende), care însă, în termeni anuali, au continuat să se majoreze semnificativ.

Grafic 2.3. Investiții



Formarea brută de capital fix și-a intensificat rata anuală de creștere în trimestrul IV (până la 10 la sută), pe fondul unor evoluții curente favorabile (intensificare până la 3,5 la sută a dinamicii trimestriale), dar și al manifestării unui efect de bază semnificativ pe segmentul investițiilor publice. Traiectoria ascendentă se va menține probabil și în perioada următoare, sub impulsul înviorării construcțiilor nerezidențiale și a celor ingineresti – în acest din urmă caz pe fondul ameliorării absorbției de fonduri europene, dar și ca urmare a efectelor statistice generate de nivelurile reduse la care s-au plasat acestea pe tot parcursul anului 2017. Încetiniri de ritm sunt anticipate, în schimb, pentru extinderile sau modernizările capacităților de producție, respectiv pentru construcțiile rezidențiale (Grafic 2.3).

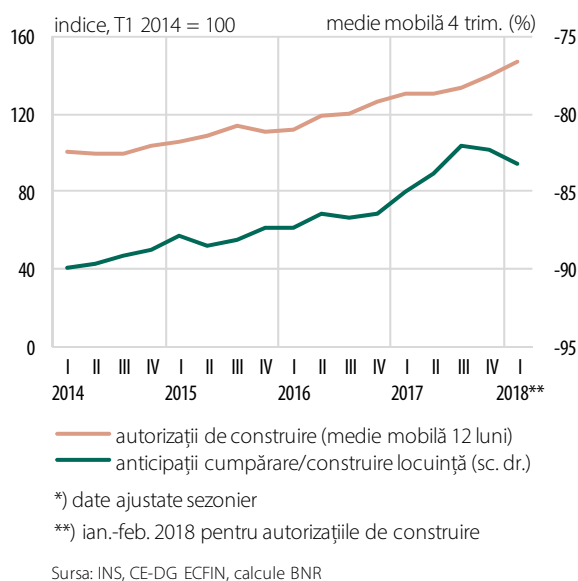
Contextul internațional favorabil care a caracterizat anul 2017 din perspectiva activității investiționale,

dar și faptul că economia locală reprezintă încă o destinație atractivă pentru investițiile străine au impulsionat acumularea de capital fix la nivelul sectorului corporativ. Preocupări mai vizibile s-au conturat în industria auto (atât segmentul de componente – integrat în lanțurile internaționale de valoare adăugată – cât și cel de autovehicule, marcat în anul 2017 de demararea fabricării a două modele noi, dar și de progrese în direcția automatizării) și în industria metalurgică, însă semnalele din piață sugerează evoluții în acest sens și în industria alimentară. Cu toate acestea, în ultimul trimestru al anului 2017 achizițiile de echipamente și-au temperat vizibil ritmul anual

de creștere pe ansamblul economiei (de la 19,1 la sută la 2,3 la sută), iar o intensificare este puțin probabil să se producă în perioada următoare. Printre obstacolele cel mai frecvent invocate de operatorii economici în cadrul unor sondaje recente<sup>13</sup> se numără situația precară a infrastructurii de transport, lipsa personalului cu calificare adecvată, nivelul ridicat al fiscalității, impredictibilitatea mediului fiscal.

Efervescența manifestată de construcțiile rezidențiale, observată începând cu ultimele trei luni din 2016, s-a atenuat către sfârșitul anului 2017, dinamica reală reducându-se în trimestrul IV la jumătate față de media primelor trei trimestre (până la 43,7 la sută, variație anuală). Tendința se va menține probabil și în lunile următoare, pe fondul decelerării ritmului de creștere a veniturilor reale ale populației și al înăsprii condițiilor de finanțare a achizițiilor de locuințe – rata dobânzii la creditele

Grafic 2.4. Perspective privind construcțiile de locuințe\*

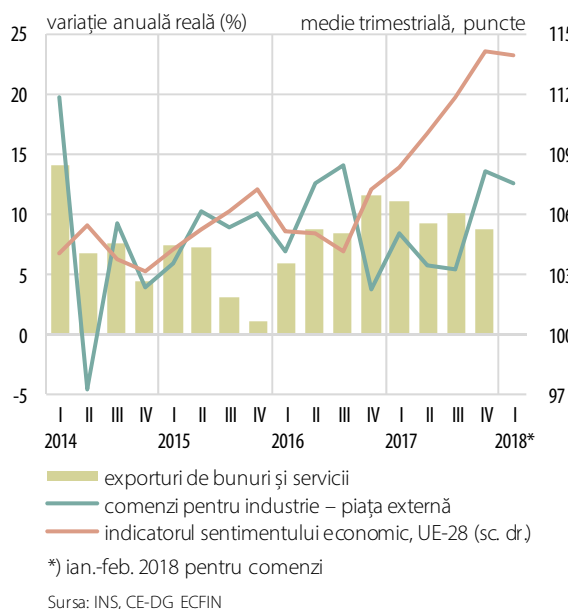


<sup>13</sup> Sondajul BNR privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România (dec. 2017); EIB Investment Survey 2017.

pentru locuințe a rămas pe pantă crescătoare și în trimestrul I 2018, suportul guvernamental prevăzut prin programul „Prima casă” a intrat într-un proces de diminuare graduală (valoarea garanțiilor pentru 2018 este cu un sfert mai scăzută față de anul 2017), iar standardele prevăzute de băncile comerciale este posibil să se înlăsaască în contextul noilor inițiative legislative cu impact asupra activității bancare. Un sentiment similar este reflectat și de Sondajul INS/DG ECFIN, rezultatele din trimestrul IV 2017 și trimestrul I 2018 indicând atenuarea vizibilă a intenției populației de a achiziționa, construi sau renova o locuință în următoarele 12 luni (Grafic 2.4).

În trimestrul IV 2017, activitatea din sectorul construcțiilor nerezidențiale a continuat să consemneze ritmuri anuale puternic negative, poziționându-se la -12,7 la sută la nivelul întregului an. Această traiectorie a fost cel mai probabil generată de evoluțiile observate pe segmentul construcțiilor de spații pentru birouri, anul 2017 marcând o înjumătățire a suprafețelor livrate, după majorarea substanțială din anul precedent (record pentru perioada postcriză). Totodată, temperări de ritm s-au înregistrat la nivelul livrărilor de spații comerciale, odată cu ajustarea cererii din partea operatorilor din București. Pentru anul 2018 se întrevide o creștere moderată a livrărilor de spații pentru birouri, unul dintre factorii inhibitori cel mai des menționați fiind ritmul lent de extindere a businessului în contextul gradului ridicat de tensionare a pieței muncii. Evoluții favorabile sunt preconizate și pe segmentul spațiilor logistice (mai ales în jurul Capitalei), necesare în special pentru acomodarea avansului vânzărilor de bunuri de consum, precum și pe cel al spațiilor comerciale, preponderent în orașele cu populație sub 250 000 de locuitori.

Grafic 2.5. Exporturi de bunuri și servicii



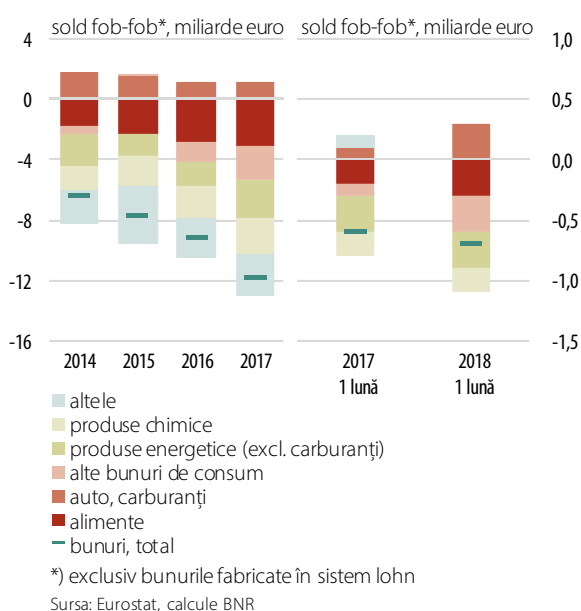
Deși în atenuare de ritm către finalul anului (-1,2 puncte procentuale față de trimestrul III, până la 8,8 la sută), exporturile de bunuri și servicii au avut și în 2017 un parcurs pozitiv, care este așteptat a continua, potrivit prognozelor privind creșterea economică a zonei euro. Totodată, volumul comenzilor externe adresate companiilor industriale autohtone și-a dublat rata anuală de creștere în perioada octombrie 2017 – februarie 2018 comparativ cu media primelor trei trimestre. Cu toate acestea, semnalele recente conturate la nivelul zonei euro (evoluția producției industriale în primele două luni ale anului și indicatorul PMI) denotă posibilitatea unei ușoare temperări a dinamicii livrărilor externe în următoarea perioadă (Grafic 2.5).

Exporturile de bunuri s-au majorat cu 7,1 la sută în ultima parte a anului 2017, aportul dominant revenind în continuare livrărilor efectuate de

companiile producătoare de mijloace de transport, mașini, echipamente, aparatură de măsură și control, echipamente electrice. La nivelul sectorului auto, dinamica reală a cifrei de afaceri pentru piața externă a atins 22 la sută în trimestrul IV, investițiile realizate în ultimii ani contribuind la consolidarea procesului de integrare a producției

de componente în lanțurile internaționale, de natură a asigura o mai bună valorificare a contextului extern favorabil din perioada recentă; totodată, avansul cererii de autovehicule pe plan european a antrenat și creșterea livrărilor de mașini de fabricație autohtonă, iar interesul suscitată de cele două modele noi lansate în fabricație în ultima parte a anului 2017 sugerează menținerea evoluției pozitive și în perioada următoare. O contribuție suplimentară la creșterea exporturilor a revenit materiilor prime agricole, pe fondul unei producții vegetale remarcabile (plante oleaginoase, porumb, orz).

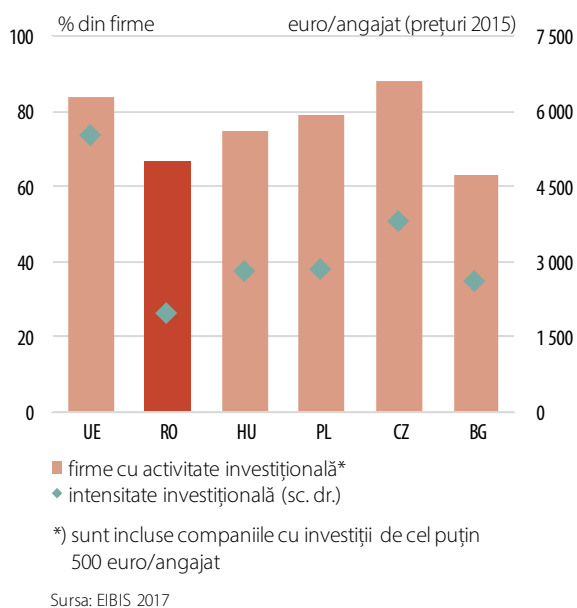
Grafic 2.6. Balanța bunurilor



Creșterea rapidă a absorbției interne și a exporturilor a condus la menținerea unei dinamici anuale robuste a importurilor de bunuri și servicii în trimestrul IV (+11,9 la sută). Un ritm alert a fost din nou înregistrat de bunurile de consum (circa 10 la sută), dar achiziții în creștere s-au consemnat și în cazul bunurilor intermediare și de capital, în corelație cu integrarea anumitor segmente industriale în lanțurile de valoare adăugată (cum este cazul componentelor auto) și cu investițiile din sectorul privat (mașini, echipamente, construcții metalice, produse metalurgice).

În aceste condiții, la nivelul anului 2017 importurile de bunuri și-au majorat avansul de ritm față de exporturi, conducând la deteriorarea cu 2,6 miliarde euro a soldului balanței bunurilor în raport cu anul precedent (Grafic 2.6). Efectul nefavorabil al acestei evoluții din perspectiva echilibrului extern a fost suplimentat de scăderea în intensitate a contraponderii la deficitul bunurilor oferite de încasările nete din servicii internaționale (circa 67 la sută față de peste 83 la sută în 2015-2016), afectate, în bună măsură, de preferința în creștere a populației pentru servicii externe de turism și transport.

Grafic 2.7. Activitatea investițională



### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii la nivelul economiei s-a redresat în a doua parte a anului 2017, recuperând pierderea de dinamică<sup>14</sup> vizibilă în primele două trimestre și revenind pe ansamblul intervalului la ritmul robust de creștere al ultimilor doi ani. Poziționarea ciclică a continuat să joace un rol favorabil (Casetă 1), în timp ce progresele de ordin structural au fost relativ modeste, în special din perspectiva investițiilor realizate în economie. De altfel, cel mai recent Sondaj EIBIS<sup>15</sup> plasează România

<sup>14</sup> Antrenată de un recul temporar în agricultură.

<sup>15</sup> EIB Investment Survey 2017.

pe ultimul loc în rândul statelor membre în ceea ce privește intensitatea investițională (euro investiți pe angajat), iar circa 80 la sută din firmele din România se situează în cvintila inferioară a distribuției companiilor din UE după nivelul productivității (Grafic 2.7). Mai mult, aceiași studii sugerează o temperare suplimentară a activității investiționale pentru perioada următoare, printre cele mai importante obstacole semnalate de companii numărându-se inadecvarea infrastructurii de transport, mediul macroeconomic incert, dificultățile în găsirea personalului calificat sau creșterea costurilor cu energia.

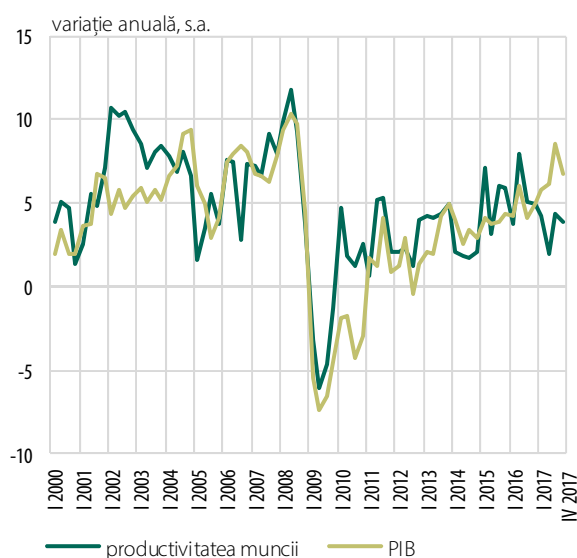
Industria și comerțul au constituit sectoarele cu cel mai consistent aport la câștigurile de productivitate din ultimul trimestru al anului 2017. În cel de-al doilea caz, deși poziționarea ciclică favorabilă a economiei continuă să aibă un impact semnificativ, orientarea către eficientizarea operațiunilor este reflectată de intrarea în teritoriul marginal negativ a ritmului de creștere a populației ocupate în domeniu – o premieră a ultimilor cinci ani –, simultan cu o dinamică încă robustă a valorii adăugate brute corespunzătoare sectorului; un rol important în această tendință a venit comerțului *online*, care a consemnat o creștere valorică de aproape 40 la sută în 2017<sup>16</sup>, o perspectivă favorabilă conturându-se și pentru 2018.

### Caseta 1. Productivitatea muncii și ciclul economic în România

În viziunea general acceptată, productivitatea muncii are un caracter prociclic, aceasta majorându-se în perioadele de expansiune și comprimându-se în cele de recesiune (Biddle, 2014). Principala explicație oferită de literatura de specialitate rezidă în prevalența în rândul agenților economici a unui comportament de tipul *factor hoarding* la manifestarea unui șoc de cerere. Acesta presupune apelarea în mai mare măsură la marja intensivă (deci la gradul de utilizare a factorilor de

producție) în scopul adaptării la noile condiții de cerere (favorabile sau restrictive) decât la cea extensivă, care presupune ajustarea factorilor prin crearea/distrugerea de locuri de muncă, respectiv sporirea/diminuarea capitalului – strategii considerate mai costisitoare. Prociclicitatea productivității implică deci subutilizarea factorilor de producție în recesiune și suprautilizarea acestora în expansiune. Totuși, în unele state precum SUA (Fernald, 2015) sau Spania (Jalon, 2017) există semnale de atenuare (și chiar inversare) a comportamentului prociclic al productivității, agenții economici preferând ajustarea cantității factorului muncă, odată cu flexibilizarea graduală a piețelor muncii, în condițiile în care factorul capital este mai dificil de ajustat pe termen scurt; aplicarea unei astfel de strategii se reflectă și în evoluția mai stabilă a gradului de utilizare a factorilor.

Grafic A. PIB și productivitatea muncii



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>16</sup> Conform datelor Asociației Române a Magazinilor Online.



După cum se poate observa în Graficul A, între dinamica productivității muncii în România și cea a PIB există o corelație ridicată, în ultima perioadă conturându-se, totuși, tendințe ușor divergente. În acest context, ne propunem să evaluăm comportamentul ciclic al productivității muncii în economia autohtonă, dacă există indicii de modificare a acestuia și care ar fi potențialii factori determinanți ai acestei evoluții.

Urmând modelul lui Gali și van Rens (2014), evaluarea proprietăților ciclice ale productivității muncii în România a fost realizată pornind de la corelații în dinamică pe intervale mai lungi de timp între componenta ciclică a productivității muncii (calculată ca raport între VAB și numărul de ore lucrate de persoanele ocupate) și cea a PIB (măsură de *output*), respectiv a orelor lucrate (măsură de *input*). Având în vedere dimensiunea redusă a eșantionului de date disponibile (T1 1999 – T4 2017), fereastra de calcul a corelațiilor a fost setată la numai patru ani. Pentru izolarea componentei ciclice a fiecărui indicator au fost utilizate două tehnici de filtrare: filtrul *band-pass* Christiano-Fitzgerald cu cicluri între 6 și 32 de trimestre, respectiv filtrul Hodrick-

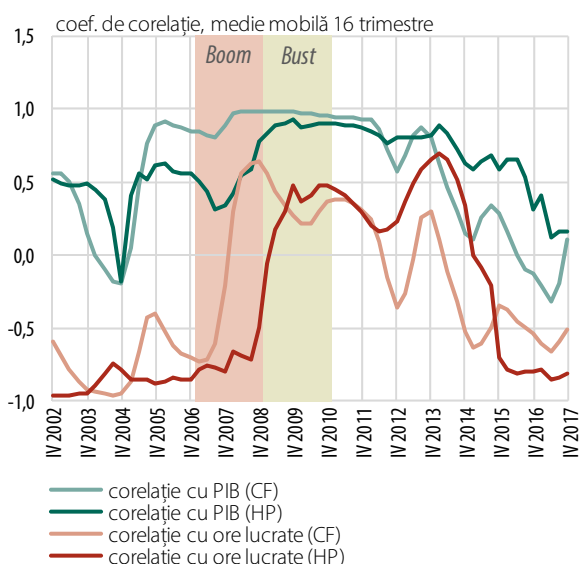
Prescott cu parametrul  $\lambda=1\ 600$ . Seriile de date referitoare la valoarea adăugată brută și produsul intern brut au fost extrase din statisticile de conturi naționale, iar datele referitoare la persoanele ocupate și numărul de ore lucrate efectiv de acestea din Ancheta asupra forței de muncă.

Cele mai relevante faze ale ciclului economic pentru evaluarea modului de ajustare a firmelor la șocuri de cerere, din perspectiva productivității muncii, sunt fazele de amplitudine maximă din *boom* și recesiune. Din perspectiva factorului muncă, firmele fie vor începe să angajeze masiv, acordând mai puțină atenție nivelului de pregătire și deteriorând astfel productivitatea medie pe angajat, respectiv să concedieze cu ușurință personalul excedentar, generând câștiguri de productivitate pe angajat (comportament anticiclic), fie vor menține relativ stabile schemele de personal de-a lungul întregului ciclu și vor prefera să modifice gradul de utilizare a acestora (comportament prociclic). Astfel, distincția dintre cele două tipuri de comportament se va realiza cu mai multă ușurință în fazele acute ale ciclului economic.

Setul de date disponibil pentru România surprinde un singur ciclu economic complet, rezultatele obținute confirmând natura prociclică a productivității muncii în perioada de vârf a creșterii economice (2007-2008), respectiv în timpul

recesiunii pronunțate care a urmat (2009-2010) (Grafic B). Ritmul mai redus de restrângere observat în cazul factorului muncă în criză, comparativ cu activitatea economică (Tabel A), sugerează prevalența fenomenului de tip *labour hoarding*, care a determinat accentuarea caracterului prociclic al productivității muncii.

Grafic B. Corelații ciclice



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

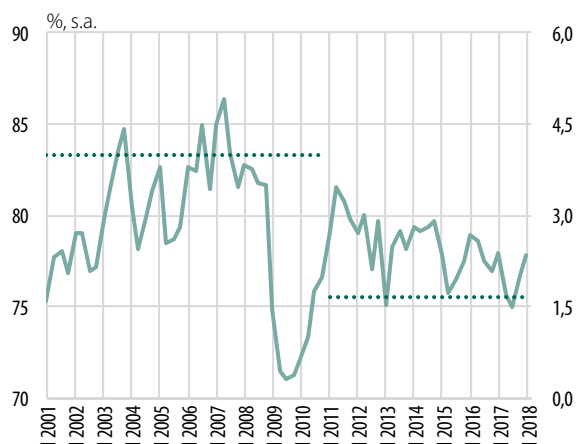
Tabel A. Modificarea comportamentului ciclic al productivității muncii

	Corelație cu output			Corelație cu input		
	T1 1999 – T4 2010	T1 2011 – T4 2017	dif.	T1 1999 – T4 2010	T1 2011 – T4 2017	dif.
CF	0,86	0,25	-0,61	-0,07	-0,39	-0,32
HP	0,84	0,62	-0,22	0,14	0,02	-0,12

Sursa: INS, calcule și estimări BNR



Grafic C. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie: atenuare a volatilității



Notă: Abaterea standard pentru perioada 2001-2010, respectiv 2011-2018 este reprezentată pe scala din dreapta cu linie punctată.

Sursa: CE-DG ECFIN, calcule BNR

Evaluarea unei eventuale modificări a gradului de prociclicitate a productivității muncii poate fi realizată abia în momentul încheierii actualului ciclu economic, aflat în prezent în faza de expansiune, deci după atingerea punctului maxim de extindere și încheierea recesiunii. Totuși, scăderea corelației între cele două variabile începând cu anul 2014 și mai ales diminuarea substanțială a variabilității gradului de utilizare a factorilor de producție în industrie din perioada postcriză (Grafic C), tendință cu caracter generalizat în rândul marilor grupe de bunuri industriale, sugerează temperarea caracterului prociclic al productivității muncii în România. Unul dintre principalii factori care ar putea explica această schimbare de tendință este reprezentat de flexibilizarea pieței muncii, antrenată probabil de modificările aduse de noul Cod al Muncii și de Legea dialogului social adoptate în anul 2011, prin măsuri

de tipul creșterii perioadei de probă, extinderii duratei aferente contractelor de muncă pe perioadă determinată, posibilității de reducere a programului de lucru, eliminării contractului colectiv de muncă la nivel național etc. De altfel, un studiu recent (Deloitte Legal, 2018) plasează în prezent România printre țările cu cele mai scăzute costuri ale concedierii din Europa. Tendința de diminuare a prociclicității productivității la nivel agregat a fost probabil favorizată și de creșterea ponderii sectorului terțiar, unde gradul de utilizare a factorilor de producție este, în general, mai stabil, fiind preferată marja extensivă de ajustare. În perspectivă, creșterea importanței unor cheltuieli cu investiții intangibile, cum ar fi cele de cercetare-dezvoltare, realizate de regulă în perioadele de expansiune, ar putea la rândul lor să diminueze caracterul prociclic al productivității, reprezentând costuri cu efect nul sau negativ asupra productivității la momentul efectuării lor, care însă aduc beneficii în acest plan pe termen mai lung.

Cu toate că setul redus de observații disponibile nu permite formularea unei concluzii certe, perioada recentă pare să consemneze o atenuare a prociclicității productivității muncii în România. În măsura în care tendința se confirmă, este de așteptat ca următoarea recesiune să fie însoțită de contracții mai puțin severe în planul productivității muncii, concomitent cu ajustarea activității agenților de-a lungul marjei extensive.

### Referințe

Basu, S. și Fernald, J. – „Why Is Productivity Procyclical? Why Do We Care?”, NBER Working Paper Nr. 7940, 2000

Biddle, J. – „Retrospectives: The Cyclical Behavior of Labor Productivity and the Emergence of the Labor Hoarding Concept”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, Nr. 2, 2014

BIS – „Productivity and the Economic Cycle”, BIS Economic Paper Nr. 12, 2011

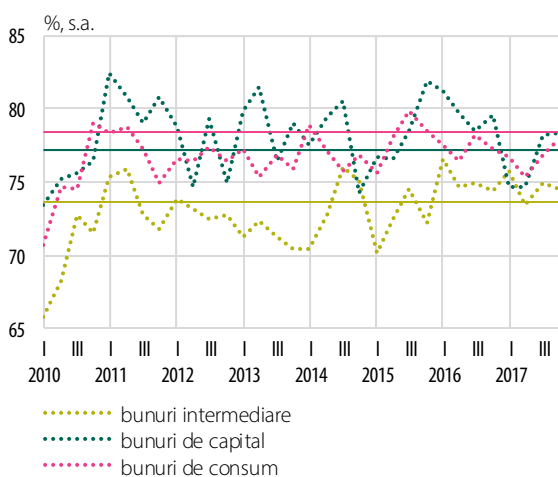
Deloitte Legal – *International Dismissal Survey*, 4th edition, 2018

Fernald, J.G. și Wang, J.C. – „Why Has the Cyclicality of Productivity Changed? What Does It Mean?”, *Federal Reserve Bank of Boston Research Paper Series Current Policy Perspectives Paper* Nr. 15-6, 2015

Galí, J. și van Rens, T. – „The Vanishing Procyclicalitay of Labor Productivity”, *CEPR Discussion Papers* Nr. 9853, 2014

Jalón, B., Sosvilla-Rivero, S. și Herce, J.A. – „Countercyclical Labor Productivity: The Spanish Anomaly”, *IREA Working Papers* 201712, University of Barcelona, Research Institute of Applied Economics, 2017

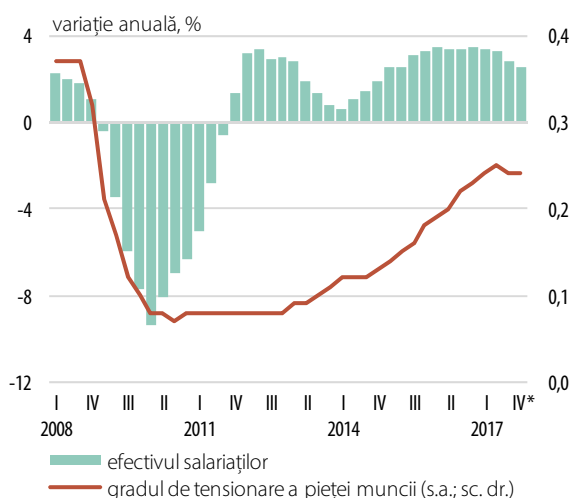
**Grafic 2.8. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie**



Notă: Linia continuă reprezintă media pe termen lung care acoperă intervalul 2005-2017.

Sursa: CE-DG ECFIN

**Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie și gradul de tensionare a pieței muncii**



\*) oct. 2017 – ian. 2018 în cazul efectivului de salariați

Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

Pe segmentul industrial, evoluția pozitivă s-a produs pe fondul unei dinamici alerte a cererii, provenind atât din piața internă, cât și din cea externă, dar și al unor investiții în extinderea și eficientizarea unor sectoare-cheie. În primul caz, creșterea economică susținută a zonei euro și robustețea consumului intern au generat avansuri anuale însemnate ale volumului comenzilor noi pentru industria prelucrătoare pe fiecare dintre cele două piețe. Evoluția s-a tradus într-o creștere a gradului de utilizare a capacităților de producție în industria bunurilor de capital și cea a bunurilor de uz curent (Grafic 2.8). Din punct de vedere al factorilor de natură structurală, imaginea este mixtă. Pe de o parte, semnale privind intensificarea activității investiționale sunt tot mai frecvente în subsectoare precum industria auto (finalizarea unor proiecte de automatizare), industria metalurgică (proiecte de modernizare și eficientizare) și chiar în industria alimentară (unde pare să se profileze o revigorare a activității, sprijinită de extinderi și noi deschideri de capacități de producție). Aceste tendințe sunt confirmate și de Sondajul BEI, industria manufacturieră situându-se pe primul loc în topul sectoarelor cu activitate investițională, trei sferturi dintre companiile din acest domeniu derulând astfel de operațiuni în 2017 (față de numai 59 la sută în anul 2016). Pe de altă parte, trenarea investițiilor publice, precum și persistența unor deficiențe structurale pe piața muncii impun o perspectivă rezervată în ceea ce privește noi câștiguri de productivitate pe parcursul anului 2018.

#### Evoluții pe piața muncii<sup>17</sup>

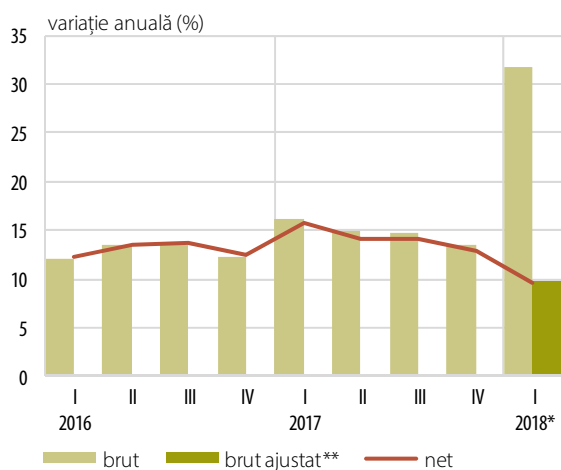
Avansul efectivului salariaților din economie a continuat să se tempereze în perioada octombrie 2017 – ianuarie 2018, dinamica anuală plasându-se la 2,5 la sută (Grafic 2.9). Traectoria a fost imprimată

<sup>17</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

în principal de mediul privat, atenuări fiind vizibile la nivelul serviciilor de piață (mai pronunțate în serviciile administrative și de suport, în transporturi) și al unor ramuri industriale, afectate în mai mare măsură de majorarea costurilor salariale – confecții, pielărie, prelucrarea lemnului și fabricarea mobilei (ultimele două resimțind și repercusiunile creșterii substanțiale a prețului lemnului). Totuși, numărul de salariați a continuat să avanseze într-un ritm susținut, superior mediei, în ramurile conexe industriei auto, activitatea acestora receptând influența pozitivă a evoluției favorabile a economiei globale, potențată de integrarea companiilor care operează pe piața autohtonă în lanțurile globale de valoare adăugată.

Tendința de încetinire vizibilă la nivel agregat se va menține probabil și în perioada următoare, rata locurilor de muncă vacante continuând să urmeze traiectoria gradual descendentă observată de la începutul anului 2017, în condițiile în care constrângerile impuse de oferta limitată de forță de muncă<sup>18</sup> reprezintă un important factor inhibitor în dezvoltarea producției și a investițiilor și stimulează apelul la soluții automatizate. Pe acest fond s-a conturat o tendință de aplatizare a gradului de tensionare a condițiilor pe piața muncii, însă persistența problemelor structurale face ca presiunea exercitată în procesul de stabilire a salariilor să rămână relevantă, deficitul acut de forță de muncă înalt calificată și continuarea emigrației acționând nu doar în sensul descurajării recrutărilor, ci accentuează competiția pentru personalul existent.

Grafic 2.10. Câștigul salarial nominal la nivelul economiei



\*) ian.-feb. 2018

\*\*\*) exclusiv efectul transferului contribuțiilor sociale

Sursa: INS, estimări BNR

Perspectiva mai puțin optimistă este întărită de rezultatele celui mai recent studiu Manpower, care indică pentru trimestrul II 2018 plasarea așteptărilor privind angajările la cel mai scăzut nivel din ultimii doi ani (anticipații modeste în comerț și servicii de transport, sentiment favorabil, dar în temperare, în industria prelucrătoare și în construcții). O tendință similară conturează și Sondajul DG ECFIN, care semnalează diminuarea cvasigeneralizată a așteptărilor privind recrutările.

Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut s-a restrâns ușor în ultimul trimestru al anului 2017, până la 13,5 la sută (-1,3 puncte procentuale), exclusiv ca urmare a manifestării unui efect de bază în sectorul bugetar. Anul 2018 a adus însă o accelerare substanțială de ritm (+18,3 puncte procentuale, până la 31,8 la sută în perioada ianuarie-februarie), reflectând cu precădere transferul contribuțiilor

sociale datorate de angajatori în sarcina angajaților, dar și creșterea salariului minim brut pe economie la 1 900 de lei (cu 11 la sută mai mult decât variația implicată de modificarea legislativă menționată) și majorări acordate atât în sectorul bugetar (în medie, cu circa 5 la sută), cât și în cel privat. Totuși, la nivelul câștigului salarial mediu net a avut loc o temperare a dinamicii anuale, cu 3,2 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2017, până la 9,6 la sută (Grafic 2.10). Evoluția s-a datorat atât încetinirii

<sup>18</sup> Atât rata șomajului BIM, cât și cea a șomajului înregistrat s-au plasat în luna februarie 2018 la minimele perioade de după anul 2000: 4,6 la sută și, respectiv, 3,8 la sută.

consemnate în anumite servicii de piață (comerț, servicii administrative și de suport, în linie cu semnalele de restrângere a activității) și în industria extractivă (cel mai probabil pe seama procesului de reorganizare în vederea eficientizării activității), cât și efectului statistic înregistrat la nivelul sectorului bugetar, asociat creșterilor salariale mai ample de la începutul anului 2017.

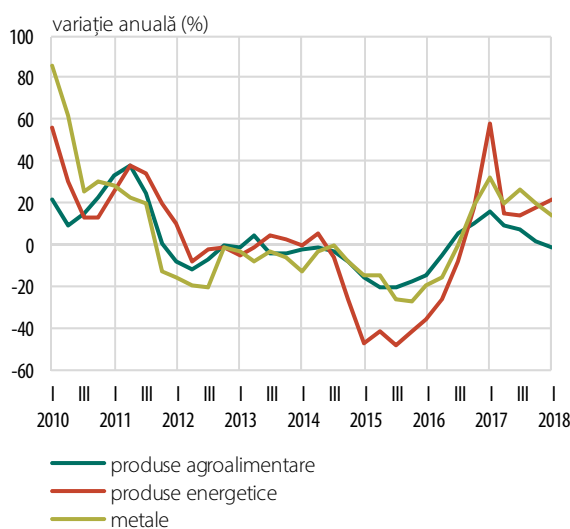
## 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

Cotațiile internaționale ale produselor energetice și metalelor au continuat să înregistreze dinamici anuale cu două cifre la finele anului 2017 și în prima parte a anului 2018, traiectoria crescătoare regăsindu-se și la nivelul prețurilor de import și al celor ale producției industriale pentru piața internă. În ceea ce privește bunurile de consum, ritmul deja alert al prețurilor de producție s-a majorat ușor, excesul de cerere din economie rămânând și în această perioadă principalul factor favorizant pentru mișcările ascendente ale prețurilor.

### 2.1. Prețurile de import

În contextul revigorării activității industriale la nivel global, dar și al unor ajustări ale ofertei, cotațiile materiilor prime energetice și cele ale metalelor au înregistrat dinamici anuale cu două cifre și în trimestrul I 2018 (Grafic 2.11).

Grafic 2.11. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Prețul petrolului Brent a avut un parcurs volatil în primele luni ale anului curent, traiectoria ascendentă pe care s-a plasat încă de la jumătatea anului 2017 fiind întreruptă temporar în februarie 2018, pe fondul turbulențelor manifestate pe piețele financiare și al apariției informațiilor cu privire la majorarea producției SUA. Ulterior acestui episod, cotația s-a re poziționat pe un trend crescător (spre finele trimestrului testând din nou pragul de 70 de dolari SUA/baril atins în luna ianuarie 2018), fiind susținut de cererea robustă la nivel mondial și de extinderea înțelegerii dintre OPEC și unii producători din afara organizației de a plafona nivelul producției. Astfel, pe ansamblul trimestrului I cotația a înregistrat o rată anuală ușor superioară intervalului anterior (24 la sută), continuarea acestei tendințe în perioada următoare depinzând în bună măsură de evoluția producției din SUA. Prețul gazelor naturale a avansat la rândul său în termeni anuali, păstrându-și ritmul alert de creștere (aproximativ 26 la sută în trimestrul I 2018).

Evoluția favorabilă a industriei prelucrătoare în China și în majoritatea economiilor avansate a menținut prețul metalelor pe un trend ascendent, însă în primul trimestru din anul 2018 indicele agregat și-a temperat dinamica anuală până la circa 14 la sută (față de 20 la sută în trimestrul IV 2017), în principal pe fondul incertitudinilor induse de măsurile protecționiste anunțate de SUA. Astfel, principalele metale industriale (aluminiu, cupru, zinc, nichel) au înregistrat rate anuale mai moderate comparativ cu trimestrul precedent, în timp ce cotația minereului de fier a continuat să scadă în termeni anuali, în contextul în care piața rămâne dominată de supraofertă, ca urmare a reducerii capacităților de producție a oțelului.

Materiile prime agroalimentare au înregistrat, în general, scăderi ale prețurilor, variația anuală a indicelui agregat FAO avansând treptat în teritoriul negativ începând cu luna decembrie, până la -1,8 la sută în trimestrul I 2018. Tendința a fost imprimată de segmentul produselor lactate, care, după creșteri anuale substanțiale ale prețurilor (peste 30 la sută în semestrul I 2017), a decelerat până la valori negative, pe măsură ce ecartul dintre cerere și ofertă s-a estompat la nivel internațional; o reducere a excesului de cerere a fost vizibilă și pe piața produselor din carne, regăsită într-o temperare a dinamicii anuale a prețurilor. În ceea ce privește sectorul vegetal, în cazul cerealelor și al semințelor de floarea-soarelui s-au observat în perioada curentă mișcări ascendente ale cotațiilor, dar de amplitudine redusă, în timp ce prețurile uleiurilor alimentare și zahărului s-au menținut pe o traiectorie descendentă, pe fondul unui an agricol fast și al nivelului ridicat al stocurilor globale.

Rata anuală de creștere a valorii unitare a importurilor a accelerat în trimestrul IV 2017, până la 3,1 la sută (+1,4 puncte procentuale față de trimestrul anterior). Efectul creșterii prețurilor externe asupra inflației importate a fost însă parțial contrabalansat de tendința de apreciere a leului față de dolarul SUA, evoluția monedei naționale în raport cu euro fiind mai degrabă stabilă. Cele mai importante contribuții la evoluția indicelui agregat le-au avut produsele minerale, al căror IVU a urcat la 119,1 la sută, produsele chimice (103,3 la sută), dar și metalele comune și masele plastice, care, deși s-au temperat ușor, au continuat să înregistreze ritmuri anuale consistente (105,5 la sută și, respectiv, 104,1 la sută).

În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, pe segmentul alimentar s-au observat, în general, valori subunitare ale IVU, excepție făcând produsele din carne (în atenuare, totuși, față de prima jumătate a anului) și unele sortimente de legume și fructe (care prin natura lor sunt mai sensibile la condițiile meteo și, prin urmare, mai volatile). În schimb, majoritatea produselor nealimentare au înregistrat accelerări ale ritmului anual de creștere a valorii unitare a importurilor.

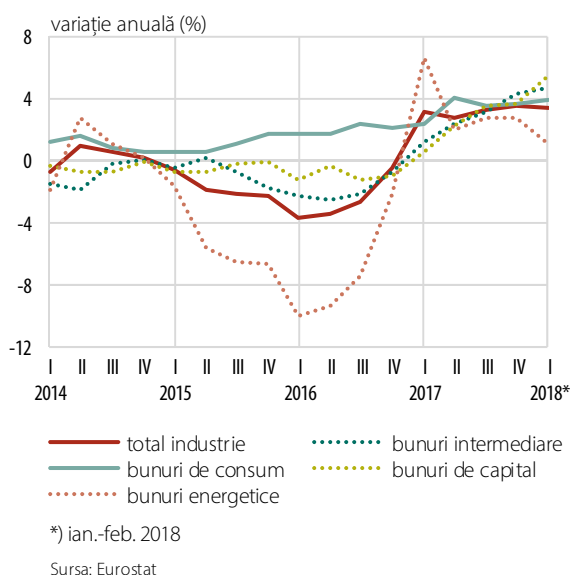
## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul ianuarie-februarie 2018, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a menținut ridicată, la un nivel relativ similar celui înregistrat în trimestrul IV 2017 (3,4 la sută), în structură remarcându-se evoluții mixte (Grafic 2.12). Astfel, variația anuală a prețurilor de producție din sectorul energetic a decelerat până la 1,0 la sută (-1,7 puncte procentuale), la impactul exercitat de

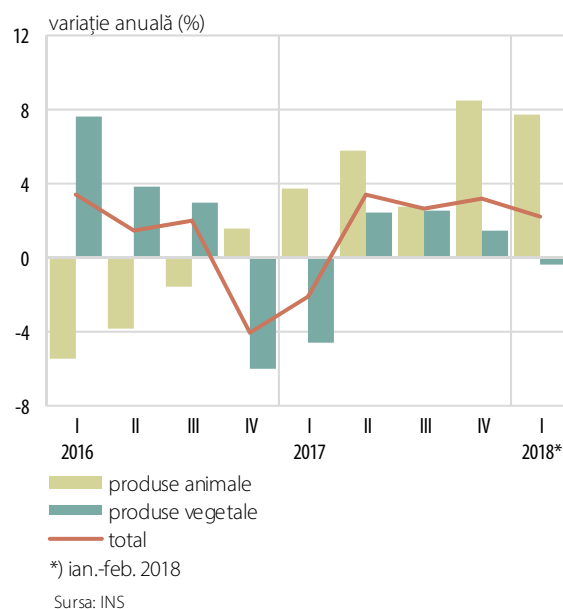
corecția descendentă suferită de cotația petrolului Brent și aprecierea leului față de dolarul SUA, adăugându-se scăderea prețurilor energiei electrice pe piața en gros internă<sup>19</sup>.

În cazul celorlalte grupe de bunuri, dinamica anuală a prețurilor și-a menținut parcursul ascendent. Majorările semnificative ale cotațiilor internaționale ale metalelor și produselor energetice, vizibile pe parcursul anului 2017, au fost preluate gradual de prețurile de producție ale bunurilor intermediare și de capital, ale căror ritmuri anuale s-au poziționat pe un trend ascendent, urcând în primele două luni ale anului 2018 la 4,7 la sută și, respectiv, 5,5 la sută. În ultimul caz, o influență suplimentară a exercitat deprecierea monedei naționale în raport cu euro, prețurile acestor bunuri fiind, în multe cazuri, exprimate în euro.

Grafic 2.12. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Grafic 2.13. Prețurile producției agricole



O accelerare a ratei anuale de creștere a prețurilor, până la 3,9 la sută (+0,3 puncte procentuale), a fost vizibilă și în cazul bunurilor de consum (în principal de uz curent), un rol important continuând să aibă excesul de cerere din economie și presiunile acumulate la nivelul costurilor de producție (salarii, transport, utilități).

Totodată, variația anuală a prețurilor producției agricole pe piața internă s-a temperat până la 2,2 la sută în perioada ianuarie-februarie 2018 (-1 punct procentual față de trimestrul IV 2017; Grafic 2.13). Pe segmentul vegetal, dinamica anuală a prețurilor a intrat în teritoriul negativ (-0,4 la sută), însă la nivelul principalelor sortimente traiectoriile au fost divergente: accelerare în cazul grâului (creșterile sunt de așteptat să fie însă limitate, în condițiile în care stocurile globale se situează la niveluri confortabile), atenuare a scăderii anuale a prețului semințelor de floarea-soarelui și adâncire în teritoriul negativ a variației anuale a prețului porumbului. În corelație cu tendința observată pe plan european, ritmul anual de creștere a prețurilor produselor

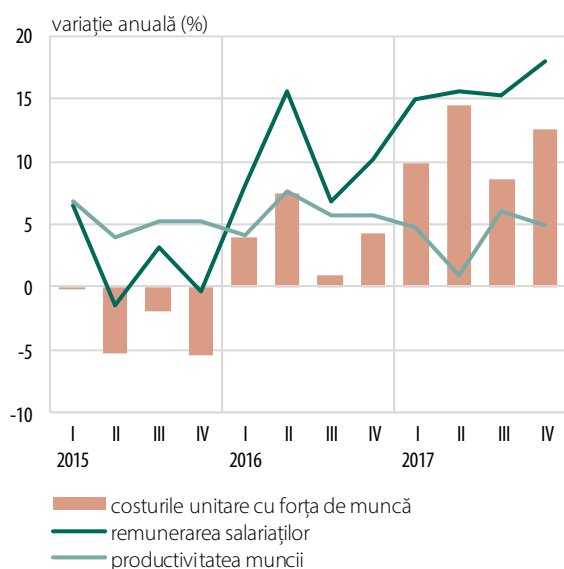
<sup>19</sup> Evoluția este puternic corelată cu majorarea ponderii energiei electrice produse din surse regenerabile.

de origine animală s-a temperat, contribuțiile dominante revenind produselor din carne de porc, laptelui și ouălor.

### Costurile unitare cu forța de muncă

În trimestrul IV 2017, rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a menținut înaltă (12,5 la sută, cu 4 puncte procentuale peste nivelul consemnat în intervalul precedent), în bună măsură ca rezultat al intensificării ritmului anual de creștere a remunerării salariale (Grafic 2.14). Plasarea la o valoare

Grafic 2.14. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: Eurostat, INS

consistentă pe parcursul anului 2017 a dinamicii ULC (11 la sută), alături de presiunea exercitată de celelalte costuri ale companiilor, în principal energetice, și-a făcut simțită influența asupra dinamicii prețurilor de consum, cu precădere în a doua jumătate a anului 2017 și începutul anului 2018.

În cazul industriei, pe fondul câștigurilor de productivitate consemnate în intervalul octombrie 2017 – februarie 2018<sup>20</sup>, ritmul anual al costurilor salariale unitare s-a temperat comparativ cu trimestrul III (-0,7 puncte procentuale, până la 4,2 la sută). Mișcarea descendentă a fost antrenată exclusiv de sectorul prelucrător, al cărui decalaj între dinamica productivității și cea a salariilor s-a corectat cu 3,4 puncte procentuale, până la 3,2 la sută. Evoluția a fost aproape generalizată, o excepție notabilă fiind industria metalurgică, afectată de reduceri temporare ale producției ca urmare a derulării unor programe de

investiții; ramurile producătoare de bunuri de consum au manifestat aceeași tendință de încetinire, însă ratele anuale de creștere rămân (net) superioare mediei, cu efect advers atât din perspectiva presiunilor inflaționiste, cât și din cea a competitivității (deopotrivă interne și externe).

<sup>20</sup> Începând cu luna ianuarie 2018 (până în decembrie 2018), variațiile anuale ale salariului brut sunt ajustate pentru efectul modificării așezării și a nivelului agregat al contribuțiilor sociale (de la 16,5 la sută în sarcina angajatului și 22,75 la sută în sarcina angajatorului la 35 la sută în sarcina angajatului și 2,75 la sută în sarcina angajatorului), produse concomitent cu reducerea impozitului pe venit de la 16 la 10 la sută, astfel încât valorile obținute să reflecte evoluțiile la nivelul costurilor unitare cu forța de muncă.

# 3. Politica monetară și evoluții financiare

## 1. Politica monetară

BNR a continuat ajustarea conduitei politicii monetare în luna februarie 2018, majorând rata dobânzii de politică monetară cu încă 0,25 puncte procentuale, pentru ca în aprilie să o mențină neschimbată la 2,25 la sută. Totodată, în acest interval 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 readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de timp mai îndepărtat.

În ședința din luna februarie Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 2,25 la sută, de la 2,0 la sută, în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să crească la finele anului 2017 până la 3,32 la sută în decembrie<sup>21</sup> – nivel situat în interiorul intervalului de variație al țintei, dar semnificativ peste punctul său central și peste valoarea anticipată – iar potrivit noii prognoze pe termen mediu, aceasta era așteptată să-și accentueze ascensiunea și să se mențină în primele trimestre din anul curent mult deasupra intervalului țintei, implicit peste valorile prognozate anterior, pentru ca în 2019 să se cantoneze, după o corecție descendentă, în jumătatea lui superioară<sup>22</sup>. Ampla fluctuație a ratei anuale prognozate a inflației era atribuibilă exclusiv acțiunii tranzitorii a factorilor pe partea ofertei, mai puternic inflaționistă pe termen scurt decât în prognoza anterioară, dar și generatoare de efecte de bază dezinflaționiste mai consistente începând cu trimestrul IV 2018<sup>23</sup>.

Presiuni inflaționiste relativ mai intense se anticipau a decurge în 2018 și din poziția ciclică a economiei, precum și din trendul pronunțat ascendent al anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, iar, în 2019, din evoluția prețurilor importurilor<sup>24</sup>, rata anuală a inflației CORE2 ajustat fiind așteptată să crească astfel relativ mai alert pe

<sup>21</sup> De la 3,23 la sută în noiembrie 2017.

<sup>22</sup> Prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din februarie 2018 anticipa creșterea ratei anuale prognozate a inflației spre valori de 5 la sută la mijlocul anului 2018, urmată de coborârea ei la 3,5 la sută în decembrie 2018 (3,2 la sută în proiecția anterioară) și de reducerea foarte ușoară a acesteia pe parcursul următoarelor patru trimestre, până la 3,1 la sută, nivel similar celui prognozat anterior.

<sup>23</sup> Cele mai importante influențe erau așteptate să provină din creșterile consemnate spre finele anului 2017 și începutul lui 2018 de prețurile energiei electrice, gazelor naturale și energiei termice, precum și din ascensiunea prețului combustibililor, în condițiile unor cotații mai ridicate ale petrolului și ale reintroducerii supraaccizei la carburanți; influențe similare derivau din dinamica mai alertă a prețurilor LFO, precum și din majorările aplicate prețului produselor din tutun, toate acestea suprapunându-se în primele luni din 2018 efectelor de bază inflaționiste asociate precedentelor reduceri și eliminări de impozite indirecte și scăderi de prețuri administrate.

<sup>24</sup> Presiuni mai puțin intense decât cele prognozate anterior erau anticipate să exercite pe întregul orizont al proiecției costurile salariale.



orizontul scurt de timp și să se mențină în 2019 în jurul valorii de 3,7 la sută. Totodată, exista riscul ca pe acest fond amplul puseu inflaționist anticipat a fi provocat de șocurile pe partea ofertei în prima parte a anului 2018 să genereze efecte secundare prin deteriorarea așteptărilor inflaționiste pe termen mediu. Perspectiva creșterii relativ mai pronunțate a excedentului de cerere agregată pe orizontul apropiat de timp avea ca premise accelerarea semnificativ peste așteptări a creșterii economice în trimestrul III 2017<sup>25</sup>, până la 8,8 la sută (maximul perioadei postcriză), și revizuirea în sens ascendent a dinamicii ei prognozate pentru trimestrele IV 2017 și I 2018, anticipată a intra însă în acest interval pe un trend de decelerare. *Gap*-ul pozitiv al PIB era așteptat să-și inverseze traiectoria doar spre finele anului 2018, în condițiile în care ritmul descendent al creșterii economice era anticipat să rămână peste potențial în anul curent și să coboare sub acesta în 2019<sup>26</sup>.

Perspectiva avea ca ipoteze prelungirea caracterului expansionist al politicii fiscale și de venituri în 2018<sup>27</sup>, urmată de revenirea acestora la o atitudine contraciclică în 2019, temperarea creșterii venitului disponibil real al populației, inclusiv ca efect al accelerării inflației, atenuarea treptată a caracterului acomodativ al condițiilor monetare, anticipate a deveni cvasineutre în 2019, dar și o mai bună absorbție a fondurilor europene, precum și o creștere economică mai rapidă în zona euro/UE și pe plan global.

Potrivit datelor statistice apărute ulterior, rata anuală a inflației a consemnat la începutul anului 2018, conform previziunilor, o amplă corecție ascendentă, crescând la 4,32 la sută în ianuarie și la 4,72 la sută în februarie – semnificativ peste limita de sus a intervalului de variație al țintei, dar ușor sub nivelul prognozat –, sub impactul factorilor pe partea ofertei<sup>28</sup>, dar și al acumulării progresive de presiuni pe partea cererii și pe cea a costurilor, conjugate cu influențele cursului de schimb al leului, receptate prioritar de segmentul prețurilor serviciilor<sup>29</sup>. S-au confirmat și așteptările de decelerare a creșterii economice în trimestrul IV, după patru trimestre succesive de intensificare a ritmului său, care a rămas totuși robust (6,9 la sută), făcând probabilă o prelungire a trendului ascendent al excedentului de cerere agregată, dar în condițiile unei atenuări relativ mai pronunțate a acestuia. Avansul PIB a continuat să fie susținut prioritar de consumul gospodăriilor populației, secundat de formarea brută de capital

<sup>25</sup> Precum și structura determinanților ei, pe partea cererii și ai ofertei.

<sup>26</sup> Inclusiv în condițiile anticipației majorării a ritmului creșterii PIB potențial în 2019.

<sup>27</sup> În contextul implementării noului pachet de măsuri fiscale, salariale și de alte venituri prevăzut pentru acest an, care includea în principal: scăderea cotei de impozit pe venit de la 16 la sută la 10 la sută; creșterea cu circa 60 la sută a deducerilor personale pentru contribuabilii cu salarii mici; reducerea cotei totale a contribuțiilor sociale obligatorii de la 39,25 la sută la 37,25 la sută și trecerea acestora în sarcina angajatului, cu excepția unei contribuții de 2,25 la sută (contribuție asiguratorie pentru muncă, datorată de angajator); înlocuirea impozitului pe profit cu un impozit pe venituri de 1 la sută pentru întreprinderile cu venituri între 0,5 și 1 milion de euro; creșterea salariului minim brut pe țară de la 1 450 la 1 550 (respectiv 1 900 de lei salariu brut inclusiv contribuțiile trecute în sarcina angajatului) de la 1 ianuarie 2018; creșterea pensiei minime garantate de la 520 la 640 de lei de la 1 iulie 2018; creșterea punctului de pensie de la 1 000 de lei la 1 100 de lei de la 1 iulie 2018. Totodată, Legea privind salarizarea unitară prevedea majorarea cu 25 la sută a salariilor brute ale angajaților din sectorul bugetar în ianuarie 2018, urmată de creșterea, în martie, cu 20 la sută a salariilor brute ale personalului din învățământ, precum și de majorări etapizate ale salariilor până în anul 2022 pentru fiecare categorie de salariați, cu excepția medicilor și a asistenților medicali, în cazul cărora creșterea urma să se realizeze integral în martie 2018. Pachetul mai includea și măsuri precum: reducerea procentului de plată către Pilonul II de pensii de la 5,1 la 3,75 la sută și amânarea introducerii venitului minim de incluziune (pentru 1 aprilie 2019).

<sup>28</sup> Principalele contribuții au provenit din efectele de bază asociate reducerilor/eliminărilor de impozite indirecte și taxe nefiscale operate în perioada similară a anului anterior, din majorările recente ale tarifelor energiei electrice și gazelor naturale, precum și din creșterea prețului combustibililor, în contextul mării cotațiilor petrolului.

<sup>29</sup> Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat la 2,8 la sută în ianuarie, de la 2,4 la sută în decembrie 2017, și la 2,9 la sută în februarie.

fix; contribuția exportului net a rămas însă negativă și chiar s-a amplificat, dată fiind încetinirea mai pregnantă a dinamicii exporturilor în raport cu cea a importurilor, de natură să deterioreze în continuare balanța comercială. Gradul de încordare a pieței muncii a tins să se plafoneze, dar la un nivel ridicat, iar ritmul anual de creștere a salariului mediu brut nominal s-a menținut pe palierul de două cifre în trimestrul IV 2017, temperându-se probabil ușor în ianuarie 2018<sup>30</sup>; o decelerare mai pronunțată de dinamică a consemnat în ultimele luni câștigul salarial mediu net real, în special ca efect al creșterii ratei anuale a inflației.

Condițiile monetare au continuat să își atenueze caracterul acomodativ în trimestrul I; principala cotație a pieței monetare interbancare a crescut ușor, iar cursul de schimb a tins să se stabilizeze în a doua parte a intervalului, pe fondul unor influențe externe coroborate cu diferențialul crescut al ratei dobânzii față de cele prevalente în plan european și regional. Ecartul dintre rata medie a dobânzii la creditele noi și cea aferentă depozitelor noi la termen s-a mărit totuși ușor în ianuarie și februarie, inclusiv în condițiile unei transferări mai lente asupra celor din urmă a majorării ratei dobânzii de politică monetară, probabil și pe fondul unei creșteri tranzitorii semnificative a excedentului de lichiditate de pe piața monetară, implicând un apel mai intens al instituțiilor de credit la facilitatea de depozit a BNR.

Avansul în termeni anuali al creditului acordat sectorului privat a stagnat în primele două luni ale anului (o rată medie de 6,5 la sută, identică celei din trimestrul IV 2017)<sup>31</sup>, efectul intensificării creșterii împrumuturilor noi în lei acordate populației, atât pentru locuințe, cât și pentru consum și alte scopuri, fiind contrabalansat de pierderea de ritm a celor acordate societăților nefinanciare<sup>32</sup>. Componenta în lei și-a menținut și ea neschimbată dinamica anuală medie, în timp ce componenta în valută și-a accentuat contractia, astfel încât ponderea în total a creditului în lei a urcat la 62,9 la sută. Lichiditatea din economie și-a accelerat însă creșterea anuală (12,9 la sută, față de 12,5 la sută)<sup>33</sup>, sub influența relativei amplificări a plăților din fonduri europene (inclusiv către agricultori) și a creșterii dinamicii anuale a cheltuielilor bugetare cu bunuri și servicii, respectiv cu subvenții.

Proiecția pe termen scurt actualizată în acest context a reconfirmat perspectiva creșterii marginale și apoi a plafonării ratei anuale a inflației pe parcursul a câteva luni deasupra intervalului țintei, în linie cu prognoza pe termen mediu din luna februarie, care anticipa revenirea acesteia spre finele anului 2018 la limita de sus a intervalului. S-a reconfirmat de asemenea perspectiva continuării decelerării creșterii economice în semestrul I 2018, dar în condițiile unei reintensificări a dinamicii ei trimestriale în trimestrul I<sup>34</sup> și ale unei diminuări marginale a acesteia în intervalul următor, implicând o probabilă creștere ușoară a *gap*-ului pozitiv al PIB. Alte surse de riscuri în

<sup>30</sup> Conform datelor ajustate cu efectul transferării în sarcina angajaților a contribuțiilor sociale datorate de angajatori.

<sup>31</sup> Exprimată în termeni reali, aceasta s-a redus de la 3,3 la 1,9 la sută.

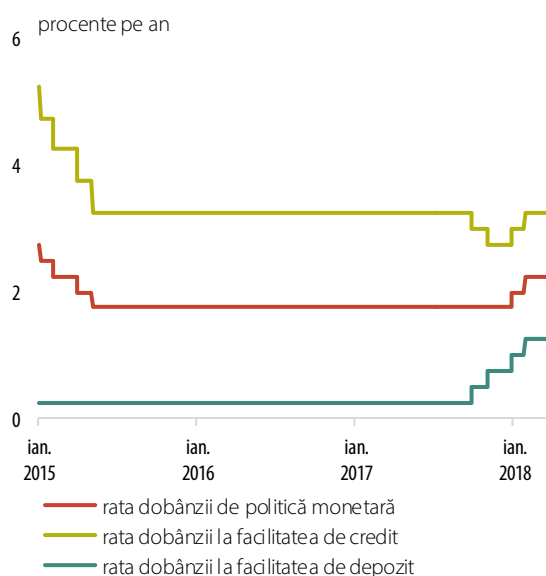
<sup>32</sup> Probabil și în contextul majorării sumelor încasate de la buget și/sau a celor primite în contul fondurilor europene.

<sup>33</sup> În termeni reali, dinamica anuală medie a M3 a fost totuși inferioară mediei trimestrului IV 2017.

<sup>34</sup> Potrivit indicatorilor cu frecvență ridicată, în trimestrul I motorul creșterii economice, dar și determinantul major al încetirii acesteia, se anticipa a fi consumul privat; aporturi pozitive erau așteptate și din partea formării brute de capital fix și posibil a consumului guvernamental, în timp ce pentru exportul net era probabilă menținerea sau chiar mărirea contribuției negative la creșterea PIB.

dublu sens la adresa perspectivei pe termen mediu a inflației le constituiau, pe de o parte, conduita politicii fiscale, condițiile de pe piața muncii și dinamica expansiunii economice în zona euro și pe plan global și, pe de altă parte, incertitudinile legate de realizarea investițiilor publice și atragerea de fonduri europene, precum și noile inițiative legislative vizând sectorul bancar; acestora li se alăturau persistența inflației joase în zona euro și conduita probabilă a politicilor monetare ale BCE și ale băncilor centrale din regiune, precum și posibila escaladare a protecționismului comercial.

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 4 aprilie 2018, Consiliul de administrație al BNR a menținut nemodificate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,25 la sută –, precum și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare (la 1,25, respectiv 3,25 la sută; Grafic 3.1).

În același timp însă, pentru a consolida influența și relevanța ratei dobânzii de politică monetară și rolul său de semnal, implicit transmisia impulsurilor modificării acesteia, banca centrală a întărit controlul asupra lichidității din sistemul bancar, organizând începând cu jumătatea lunii aprilie, pentru prima

oară după 7 ani, operațiuni 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 BNR a absorbit integral sumele oferite de instituțiile de credit.

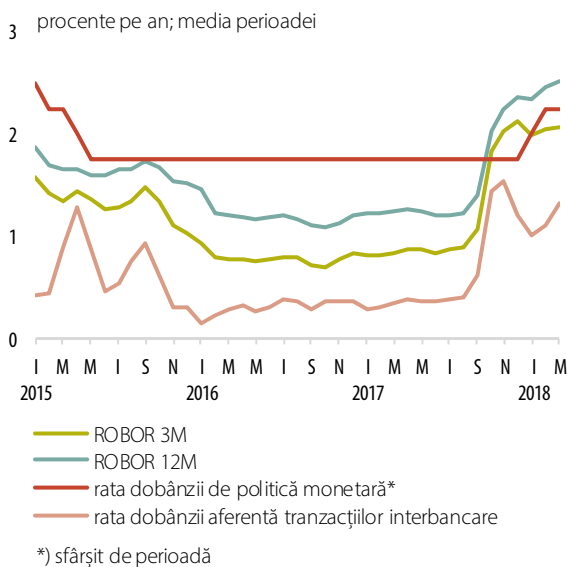
## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul I 2018, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au continuat să crească, dar mai lent, iar cursul de schimb leu/euro și-a prelungit trendul general ascendent până spre mijlocul intervalului, pentru ca ulterior să consemneze o relativă stabilizare. Creditul acordat sectorului privat și-a menținut avansul în termeni anuali în perioada ianuarie-februarie 2018, iar creșterea lichidității din economie a continuat să se accelereze, în contextul relativei amplificări a plăților destinate beneficiarilor de fonduri europene, precum și al accelerării creșterii unor categorii de cheltuieli bugetare.

## 2.1. Ratele dobânzilor

După ajustarea descendentă semnificativă consemnată în decembrie 2017, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut de-a lungul trimestrului I în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, al cărei nivel, alături

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



de cel al ratei dobânzii la facilitatea de creditare, a fost majorat de banca centrală în pas cu rata dobânzii de politică monetară; media sa trimestrială (1,13 la sută) a fost totuși inferioară cu 0,27 puncte procentuale celei din precedentele trei luni.

Evoluția a survenit în condițiile în care amplul excedent net de lichiditate reinstalat pe piața monetară spre finele trimestrului precedent a continuat să se majoreze sub impactul injecțiilor substanțiale de rezerve ale Trezoreriei<sup>35</sup>, iar absorbirea acestuia s-a realizat de către banca centrală exclusiv prin intermediul facilității de depozit.

Cotațiile zilnice pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară (ROBOR 3M-12M) și-au stopat tendința descendentă<sup>36</sup> după decizia de majorare a ratei dobânzii de politică monetară adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din ianuarie, pentru ca ulterior celei din luna februarie să consemneze ușoare ajustări crescătoare (Grafic 3.2). Ele au tins apoi să se stabilizeze la valori inferioare cu circa 0,20 puncte procentuale noului nivel al ratei dobânzii de politică monetară în cazul maturității de 3 luni, respectiv superioare acestuia cu până la aproximativ 0,20 puncte procentuale în cazul termenelor de 6-12 luni. Media din luna martie a ratei ROBOR 3M s-a redus totuși ușor față de cea din ultima lună a trimestrului IV 2017, la 2,06 la sută, în timp ce mediile aferente termenelor de 6 luni și 12 luni au urcat cu 0,08, respectiv 0,16 puncte procentuale, până la 2,39 la sută, respectiv 2,52 la sută.

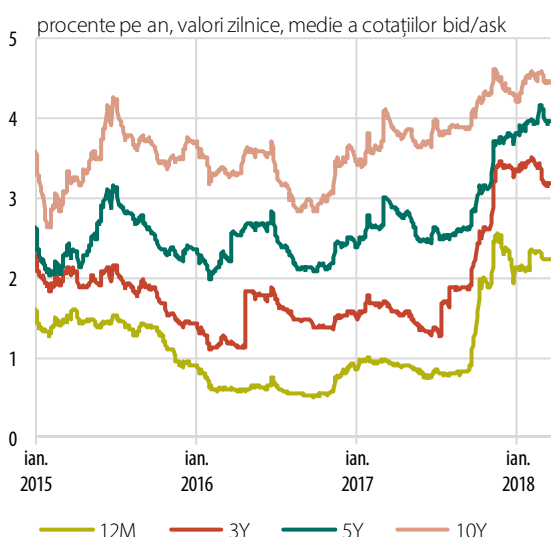
Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au receptat la rândul lor influențele exercitate de situația curentă/așteptată a condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară și de anticipațiile instituțiilor

de credit privind continuarea ajustării conduitei politicii monetare, cărora li s-au adăugat cele provenind din mediul extern, caracterizat în acest interval de

<sup>35</sup> Asociate relaxării execuției bugetare în primele luni ale anului comparativ cu perioada similară a anului precedent, precum și rambursării unei serii de obligațiuni de stat scadente în luna ianuarie, în valoare de 8 miliarde lei.

<sup>36</sup> Amorsată la finele trimestrului anterior.

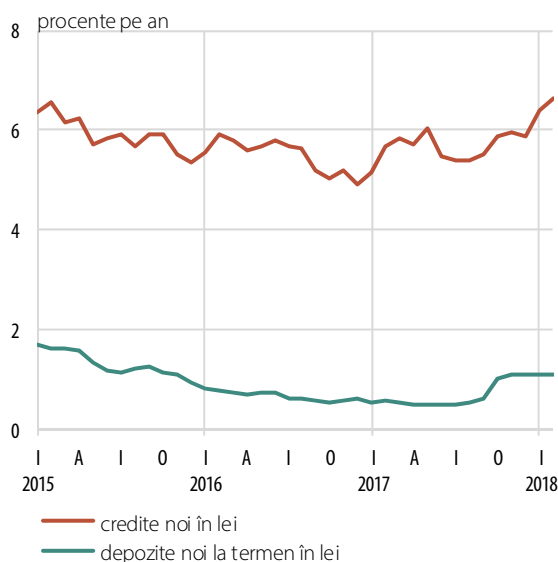
Grafic 3.3. Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat



comportamente mixte ale randamentelor titlurilor de stat pe termen lung, atât în economiile dezvoltate, cât și în plan regional (Grafic 3.3). Pe acest fond, randamentele titlurilor de stat pe termen scurt (6-12 luni) au consemnat variații minore pe ansamblul trimestrului, accentuarea scăderii acestora din debutul lunii ianuarie fiind succedată de ajustări crescătoare produse imediat după majorările ratei dobânzii de politică monetară, iar apoi de o tendință lent descendentă în ultima parte a intervalului. În cazul obligațiunilor pe maturități mai lungi (5-10 ani), randamentele au tins să urce în ianuarie și în cea mai mare parte a lunii februarie – mișcarea fiind mai pronunțată pe segmentul de 10 ani, a cărui evoluție s-a corelat cu cea a titlurilor similare din economiile dezvoltate și din regiune –, pentru ca apoi să scadă ușor<sup>37</sup>, inclusiv pe fondul probabilei reconsiderări de către investitorii financiari a atractivității acestor plasamente în contextul recentelor decizii de politică monetară. În consecință, valorile medii din luna martie ale cotațiilor de referință de pe piața secundară<sup>38</sup> s-au redus ușor față de cele din ultima lună a trimestrului anterior pe scadențele de 6 luni și 12 luni (la 1,97 la sută, respectiv 2,26 la sută), majorându-se însă în cazul maturităților de 5 și 10 ani (până la 4,03 la sută, respectiv 4,50 la sută). Curba randamentelor și-a conservat în bună măsură panta mai atenuată, după relativa aplatizare consemnată în trimestrul anterior.

Pe segmentul primar al pieței<sup>39</sup>, randamentele solicitate în cadrul ultimelor licitații efectuate în martie au continuat să se majoreze în raport cu cele de la finele trimestrului IV 2017, majorările fiind relativ minore în cazul scadențelor scurte și lungi și mai pronunțate în cazul maturităților reziduale de 5 și 7 ani (până la aproximativ

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



0,3 puncte procentuale). Resuscitarea interesului investitorilor pentru unele maturități a fost ilustrată și de evoluția raportului mediu cerere/ofertă, care, după scăderea din ianuarie, a sporit treptat, revenind în martie la nivelul de la finele lunii decembrie 2017. Aceasta s-a corelat și cu creșterea progresivă a raportului dintre volumul acceptat și cel anunțat de MFP în cadrul licitațiilor de titluri – până la 0,95 în martie<sup>40</sup>, de la 0,48 în decembrie –, precum și cu scăderea scadenței medii a titlurilor emise la 4,8 ani, de la 5,4 ani în trimestrul IV 2017.

Pe ansamblul perioadei decembrie 2017 – februarie 2018, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancari s-a majorat cu 0,68 puncte procentuale, până la 6,62 la sută, în condițiile probabilei preluări – cu o anumită întârziere specifică transmisiei – a ajustării din lunile anterioare a cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare,

<sup>37</sup> Cotațiile pe maturitatea de 5 ani au înregistrat un salt de circa 0,2 puncte procentuale la începutul lunii martie, care s-a corectat însă ulterior.

<sup>38</sup> Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

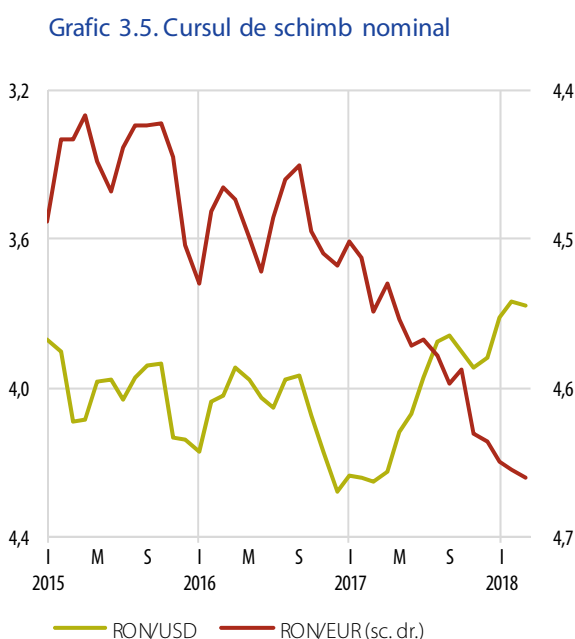
<sup>39</sup> În data de 1 februarie, MFP a emis pe piața externă două serii noi de obligațiuni cu maturități de 12 ani, respectiv 20 de ani, în valoare de 750 milioane euro, respectiv 1 250 milioane euro; totodată, în data de 14 februarie, MFP a emis pe piața internă obligațiuni în valoare de 251,6 milioane euro prin intermediul redeschiderii unei serii scadente în 2021.

<sup>40</sup> MFP a respins parțial/integral ofertele prezentate în cadrul a câte trei licitații în ianuarie și februarie, respectiv două în martie.

precum și ale unor modificări, posibil conjuncturale, produse în structura împrumuturilor noi (Grafic 3.4). Pe acest fond, costul mediu cu dobânda aferent creditelor noi ale populației a crescut cu 0,80 puncte procentuale (până la 7,84 la sută), ratele dobânzilor la împrumuturile pentru consum, respectiv locuințe, consemnând un avans relativ similar (de 0,48, respectiv 0,41 puncte procentuale). La rândul său, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a urcat cu 0,33 puncte procentuale (până la 5,02 la sută), pe seama ambelor categorii de împrumuturi (sub și peste echivalentul a 1 milion de euro). Rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale clienților nebancari s-a menținut însă neschimbată (1,11 la sută), ea continuând să recepteze relativ mai lent pe segmentul populației efectele majorării ratei dobânzii de politică monetară (+0,20 puncte procentuale, până la 0,97 la sută) și consemnând o scădere pe cel al societăților nefinanciare, mai sensibil la modificările cotațiilor pe termene mai scurte ale pieței monetare interbancare (-0,10 puncte procentuale, până la 1,17 la sută).

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a prelungit în prima parte a trimestrului I trendul general ascendent, amplificându-și totodată fluctuațiile, pentru ca ulterior majorării ratei



dobânzii de politică monetară din luna februarie și pe fondul reinstaurării unui relativ calm pe piața financiară internațională, să consemneze o relativă stabilizare (Grafic 3.5).

Cursul de schimb leu/euro a continuat să manifeste o tendință ascendentă în luna ianuarie, în contextul prelungirii traiectoriei nefavorabile a soldului balanței comerciale și a celui de cont curent<sup>41</sup> în conjuncție cu atitudinea pronunțat prociclică a politicii fiscale și a celei de venituri, precum și al așteptărilor de depreciere a monedei naționale. Mișcarea lui a devenit însă mai fluctuantă, el înregistrând o scădere episodică spre mijlocul intervalului, urmată de o ascensiune la noi maxime istorice – pe fondul unei retenționări temporare a mediului politic intern<sup>42</sup> – și apoi de o parțială corecție descendentă. Evoluția de ansamblu a contrastat cu mișcarea ratelor de schimb ale principalelor monede din regiune, care au receptat în acest interval efectele favorabile exercitate asupra

sentimentului pieței financiare internaționale de consolidarea avansului economic în SUA, în zona euro și la nivel mondial<sup>43</sup>.

<sup>41</sup> În ianuarie, deficitul balanței comerciale s-a amplificat cu 30 la sută față de perioada similară a anului anterior, iar soldul contului curent, deși a fost, în mod tipic pentru ultimii 5 ani, excedentar în această lună, s-a redus cu 16 la sută față de cel din ianuarie 2017.

<sup>42</sup> Prim-ministrul a demisionat în 15 ianuarie, în 17 ianuarie a fost desemnat noul premier, iar noul guvern a primit votul de investitură pe 29 ianuarie.

<sup>43</sup> Semnalată atât de datele publicate în acest interval, cât și de estimările revizuite ale FMI/Băncii Mondiale pentru 2018/2019.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	2 luni 2017			2 luni 2018		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	1 026	729	296	3 066	2 469	598
Investiții directe	212	1 028	-816	4	760	-756
Investiții de portofoliu	142	-327	469	-24	1 711	-1 734
Derivate financiare	x	x	-11	x	x	43
Alte investiții	470	27	443	1 314	-2	1 316
– numerar și depozite	205	-310	515	840	-23	864
– împrumuturi	35	24	10	-19	-120	100
– altele	230	313	-82	493	141	352
Active de rezervă ale BNR (net)	210	0	210	1 730	0	1 730

\*) „+” creștere/„-”scădere

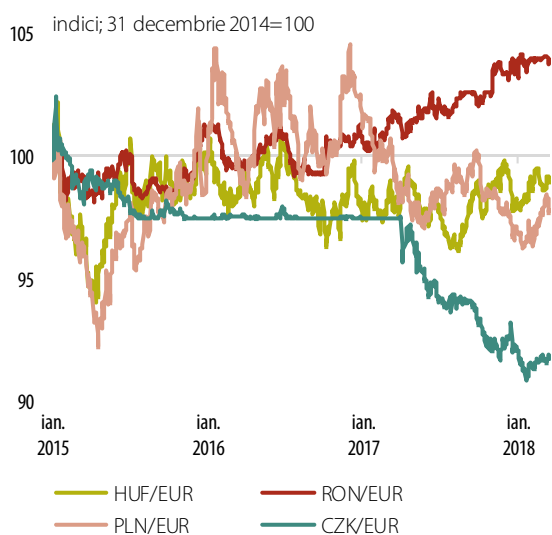
Rata de schimb leu/euro a continuat să scadă în primele zile ale lunii februarie, pentru ca după o nouă ajustare ascendentă moderată să tindă să rămână relativ stabilă până la finele trimestrului pe un palier ușor inferior maximelor atinse în ianuarie. Tendința a reflectat în principal sporirea atractivității plasamentelor în monedă națională, ca efect al majorărilor consecutive ale ratei dobânzii de politică monetară efectuate de BNR, și probabil o relativă ameliorare a dinamicii fluxurilor comerciale și/sau financiare cu exteriorul în luna martie. Într-o asemenea conjunctură, ascensiunea ratei de schimb leu/euro din prima decadă a lunii februarie a survenit pe fondul puseului de volatilitate produs pe piețele financiare internaționale – după o perioadă prelungită de acalmie –, în contextul sporirii aversiunii față de risc a investitorilor odată cu revizuirea ascendentă a așteptărilor acestora privind evoluția inflației în SUA, implicit ritmul întăririi politicii monetare a Fed<sup>44</sup>.

O evoluție similară a caracterizat în acel moment și cursurile de schimb ale monedelor din regiune, al căror mers ascendent s-a prelungit însă până la finele trimestrului, date

fiind: (i) persistența valorilor relativ ridicate ale volatilității pe piața financiară internațională în contextul incertitudinilor generate de măsurile protecționiste adoptate de SUA; (ii) consolidarea așteptărilor privind continuarea creșterii graduale a ratei dobânzii de către Fed<sup>45</sup> și (iii) menținerea inflației relativ joase în aceste economii, cu implicații asupra conduitei politicii monetare a băncilor centrale din regiune.

Rulajul pieței valutare interbancare a continuat să crească în raport cu trimestrul precedent, concomitent cu majorarea deficitului total al pieței, în condițiile amplificării cererii nete de devize a rezidenților până la maximum ultimilor doi ani și ale măririi ușoare a celei aparținând nerezidenților (Tabel 3.1).

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



Sursa: BCE, BNR

<sup>44</sup> Reacția pieței financiare a survenit ca urmare a evoluției peste așteptări a unor indicatori ai pieței muncii din SUA (îndeosebi câștigurile salariale) relevate de datele publicate pe 2 februarie, de natură să alimenteze anticipațiile inflaționiste, inclusiv în contextul prefigurării relaxării a conduitei politicii fiscale.

<sup>45</sup> În condițiile în care atât minuta ședinței FOMC din ianuarie, publicată pe 21 februarie, cât și declarațiile președintelui Powell cu ocazia audierii bianuale din Congres au fost percepute de investitori ca semnalând ameliorarea perspectivei creșterii economice pe termen scurt.



Pe ansamblul trimestrului I, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,5 la sută în termeni nominali<sup>46</sup> și s-a apreciat cu 0,8 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 3,7 la sută în termeni nominali și cu 5,1 la sută în termeni reali, în condițiile în care cursul de schimb euro/dolar și-a accelerat ascensiunea în prima parte a trimestrului, atingând maximele ultimilor aproximativ trei ani, și a tins apoi să

oscileze în jurul acestora<sup>47</sup>. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a majorat deprecierea nominală față de euro, dar, mai ales, aprecierea față de dolarul SUA (Grafic 3.6).

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2017				2018	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	10,4	10,2	11,3	12,5	12,6	13,1
M1	21,4	20,8	21,6	19,0	17,3	17,6
Numerar în circulație	17,4	17,2	17,3	16,4	14,0	13,6
Depozite overnight	23,2	22,4	23,7	20,2	18,8	19,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-1,7	-2,0	-1,5	3,9	6,4	7,1

### 2.3. Moneda și creditul

#### Moneda

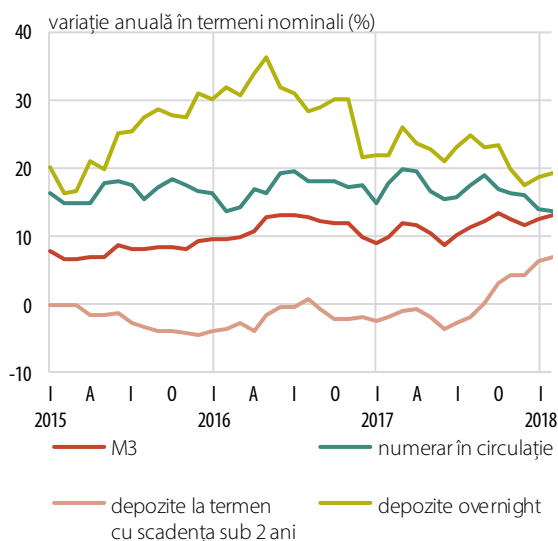
În perioada ianuarie-februarie 2018, dinamica anuală a masei monetare (M3) a continuat să se majoreze (12,9 la sută în medie, față de 12,5 la sută în

trimestrul IV 2017; Tabel 3.2)<sup>48</sup>, în contextul relativei amplificări a plăților destinate beneficiarilor de fonduri europene, inclusiv pentru agricultură, precum și al accelerării creșterii anuale a cheltuielilor bugetare cu bunuri și servicii, respectiv cu subvenții<sup>49</sup>.

Din perspectiva componentelor M3, avansul său a fost susținut și în acest interval de accelerarea creșterii anuale a depozitelor la termen sub doi ani, care a atins cel mai ridicat nivel din decembrie 2012. Evoluția a fost imprimată de plasamentele societăților nefinanciare, care, în contextul nivelului relativ crescut al ratelor dobânzilor aplicate, au fost impulsionate de realocarea parțială a depozitelor ON ale sectorului. Pe acest fond, precum și ca urmare a scăderii dinamicii numerarului în circulație, creșterea masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să se tempereze, iar ponderea sa în masa monetară a scăzut ușor, menținându-se totuși pe un palier înalt

din perspectivă istorică – 59,7 la sută, în februarie (Grafic 3.7).

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



<sup>46</sup> În același interval, zlotul s-a depreciat cu 0,1 la sută, în timp ce forintul și coroana cehă s-au apreciat cu 0,3 la sută, respectiv 0,9 la sută.

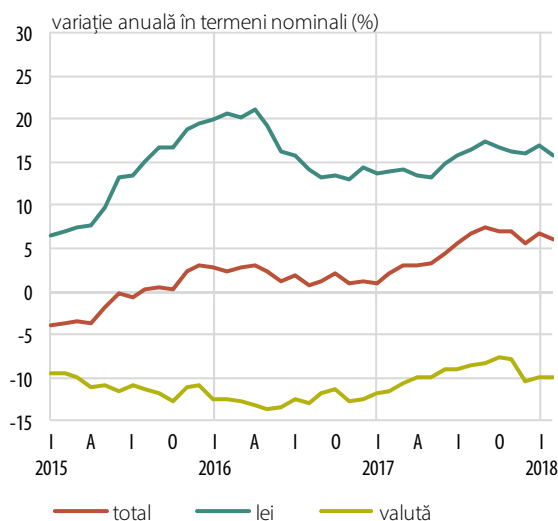
<sup>47</sup> La rândul său, prețul în dolari SUA al unciei de aur a continuat să crească abrupt în ianuarie și a tins să oscileze ulterior, majorându-se pe ansamblul trimestrului.

<sup>48</sup> În termeni reali, dinamica anuală medie a M3 a scăzut totuși față de trimestrul IV 2017, sub influența majorării ratei anuale a inflației.

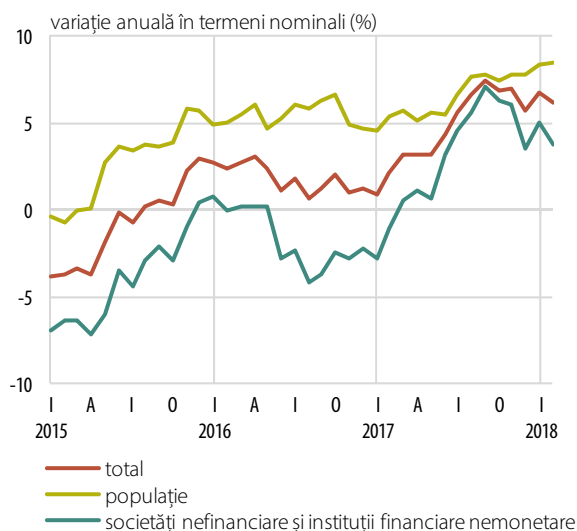
<sup>49</sup> În principal pe seama plăților pentru sprijinirea producătorilor agricoli și a subvențiilor destinate transportului feroviar de călători și transportului cu metroul (conform Notei MFP privind execuția bugetului consolidat).



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



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



a continuat să se majoreze, atingând în luna februarie 62,9 la sută, un nou record post-1996.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, evoluția dinamicii masei monetare a reflectat plusul de ritm consemnat atât de depozitele societăților nefinanciare – alimentate în acest interval de sporirea plăților pentru agricultură<sup>50</sup> și de ampla majorare a cheltuielilor bugetare cu bunuri și servicii –, cât și de cele aparținând populației<sup>51</sup>. Evoluția celor din urmă, coroborată cu temperarea creșterii veniturilor acestui segment<sup>52</sup>, precum și a achizițiilor de mărfuri nealimentare și, în mai mică măsură, a celor auto-moto, ar putea semnala un debut al modificării *pattern*-ului consumului privat; ponderea depozitelor la termen în plasamentele totale ale acestui segment a continuat, totuși, să se reducă în primele două luni ale anului 2018.

La nivelul contrapartidelor masei monetare, efecte expansioniste importante au exercitat, pe ansamblul perioadei analizate, accentuarea declinului variației anuale a depozitelor guvernamentale și diminuarea ratei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung ale instituțiilor de credit.

### Creditul acordat sectorului privat

În perioada ianuarie-februarie 2018, creditul acordat sectorului privat și-a menținut neschimbată dinamica anuală în raport cu cea consemnată în trimestrul IV 2017 (6,5 la sută în termeni nominali)<sup>53</sup> – (Grafic 3.8), în condițiile în care creditele noi au avut un aport consistent și în ușoară creștere (datorită sectorului populației), în timp ce externalizările de credite din bilanțul instituțiilor de credit<sup>54</sup> au indus o atenuare de ritm. Din perspectiva structurii pe monede, avansul creditului acordat sectorului privat a fost în continuare imprimat de componenta în lei (16,3 la sută variație anuală medie), cea în valută accentuându-și contracția. În acest context, ponderea în total a creditului în monedă națională

<sup>50</sup> Conform comunicatelor de presă APIA, în ianuarie și februarie s-au efectuat plăți în cadrul Campaniei 2017, precum și în contul schemelor de plată aferente măsurilor de piață, și s-au acordat ajutoare de stat pentru reducerea accizei la motorina utilizată în agricultură. Conform datelor AFIR, în lunile ianuarie și februarie plățile efectuate în contul agricultorilor s-au majorat în termeni anuali.

<sup>51</sup> În termeni reali, ambele componente au înregistrat însă pierderi de ritm.

<sup>52</sup> Consemnată la nivelul veniturilor salariale, al remiterilor din străinătate și al veniturilor de natura prestațiilor sociale.

<sup>53</sup> În termeni reali, aceasta a scăzut însă la 1,9 la sută, de la 3,3 la sută în ultimele trei luni ale anului 2017.

<sup>54</sup> Inclusiv ca urmare a eliminării în luna decembrie 2017 din bilanțul monetar agregat a două instituții de credit a căror activitate a încetat.

La nivelul sectoarelor instituționale, evoluțiile au fost opuse ca sens (Grafic 3.9). Creditul acordat populației și-a accelerat creșterea<sup>55</sup>, în condițiile în care: (i) variația creditului în lei s-a stabilizat la un nivel înalt al perioadei post-2008, beneficiind de sporul de ritm al împrumuturilor noi pentru consum și de dinamica în continuare robustă a creditelor noi pentru locuințe, aflată totuși în relativă temperare, inclusiv pe fondul sincopei în derularea programului „Prima casă”<sup>56</sup>, iar (ii) componenta în valută și-a menținut aproape neschimbat declinul în termeni anuali.

În schimb, dinamica creditului acordat societăților nefinanciare și-a prelungit traiectoria descendentă, reflectând continuarea restrângerii în termeni anuali a fluxului de împrumuturi (consemnată, cel mai probabil, în toate domeniile principale de activitate<sup>57</sup>), precum și efectele exercitate de scoaterea unor credite din bilanțul agregat al instituțiilor de credit. Creșterea componentei în lei a decelerat, rămânând totuși înaltă, pe seama evoluției împrumuturilor pe termen lung, iar variația creditului în valută s-a menținut pe un palier puternic negativ.

---

<sup>55</sup> În termeni reali, acesta a fost totuși în scădere.

<sup>56</sup> Conform comunicatului de presă al FGCIMM, distribuția noului plafon de garantare a creditelor din programul „Prima casă” a avut loc în cursul lunii februarie.

<sup>57</sup> Pe baza datelor CRC.

## 4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 3,6 la sută la sfârșitul anului 2018, valoare situată peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei, și 3,0 la sută atât la finele anului 2019, cât și la orizontul prognozei, trimestrul I 2020. După saltul semnificativ din primul trimestru, aceasta este preconizată a oscila în jurul valorii de 5 la sută până la finele trimestrului III al anului curent. Această evoluție este imprimată de dispărerea efectelor statistice de runda întâi asociate modificărilor operate în regimul impozitării indirecte și eliminării unor taxe nefiscale la începutul anului 2017, precum și de cea a impactului recentelor creșteri ale prețurilor administrate și ale combustibililor, la care se adaugă continuarea acumulării de presiuni inflaționiste reflectate de indicele CORE2 ajustat. Începând cu ultimul trimestru al anului 2018, pe fondul diminuării graduale a caracterului acomodativ al condițiilor monetare reale în sens larg – ca urmare a deciziilor adoptate de autoritatea monetară – rata anuală a inflației IPC este anticipată să se reducă, beneficiind în mod substanțial și de manifestarea unor efecte de bază favorabile, atribuibile influenței șocurilor de ofertă din ultima parte a anului trecut și prima parte a celui curent. Rata anuală a inflației de bază este prognozată a-și continua tendința de creștere consemnată în perioadele recente, însă într-un ritm mai puțin alert în contextul anticipării unei atenuări a acțiunii unora dintre factorii săi fundamentali. Indicatorul este previzionat a se plasa la nivelurile de 3,2 la finele anului 2018 și 3,4 la sută la sfârșitul anului 2019. 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, sursele de risc 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, este anticipată a evolua pe o traiectorie în ușoară decelerare, după dinamica semnificativă din anul precedent, însă este prevăzută a se menține la niveluri de peste 2 la sută (Tabel 4.1). Printre cei mai importanți factori care susțin în continuare consolidarea activității economice a partenerilor comerciali ai României din zona euro se numără mixul dintre politica monetară (aceasta fiind în continuare acomodativă) și, respectiv, cea fiscală (apreciată a avea un caracter neutru), îmbunătățirea condițiilor de pe piața forței de muncă, însă într-un ritm mai puțin alert, precum și creșterea economiei globale, care este previzionată a susține exporturile, în pofida unei aprecieri a monedei europene. *Gap*-ul pozitiv al PIB UE efectiv este anticipat a înregistra valori superioare celor din runda anterioară, pe fondul avansului peste așteptări al creșterii economice din

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2018	2019
Creșterea economică în UE efectiv (%)	2,5	2,2
Inflația anuală din zona euro (%)	1,5	1,6
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,2	1,6
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,4	2,1
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,3	-0,1
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,23	1,25
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	69,1	64,4

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

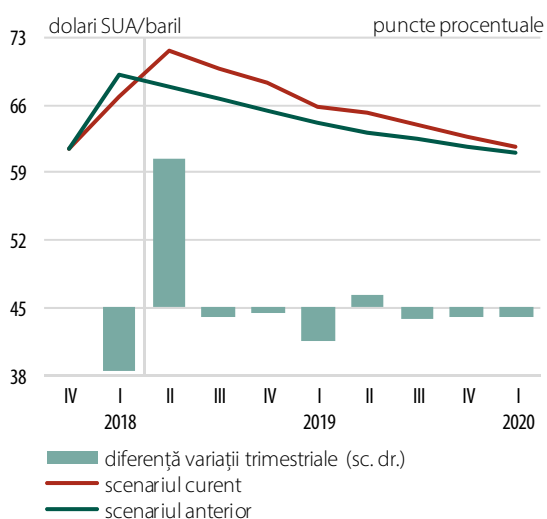
perioadele recente, reflectând astfel o maturizare a avansului ciclic al activității economice a partenerilor externi, cu impact stimulat, de ordin indirect, la adresa economiei românești.

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este previzionată a se situa pe o traiectorie în creștere, pe termen scurt fiind influențată în principal de evoluția ascendentă a cotațiilor petrolului, cu impact asupra prețului produselor energetice, în timp ce pe termen mediu creșterea costurilor salariale, induse de evoluțiile de pe piața forței de muncă, va constitui principalul factor determinant. În acest context, aceasta este prognozată a se plasa la nivelul de 1,5 la sută în 2018, în

timp ce măsura similară care exclude produsele energetice este previzionată a se situa la 1,2 la sută. Pentru anul 2019 cei doi indicatori sunt preconizați a înregistra niveluri relativ similare (1,6 la sută). Comparativ cu *Raportul* anterior, rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice a fost revizuită în sens descendent pe fondul evoluției componenteii servicii. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată a se poziționa peste valorile anticipate pentru zona euro și, respectiv, superioare nivelului reper de 2 la sută.

Pe fondul caracterului acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a se menține la valori negative pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză.

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



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

Moneda europeană își va continua tendința de apreciere în raport cu dolarul SUA în prima parte a intervalului de prognoză, însă într-un ritm inferior celui înregistrat de la publicarea *Raportului* anterior, ulterior aceasta urmând a se stabiliza în jurul valorii de 1,25 USD/EUR.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent, fundamentat pe baza cotațiilor futures, anticipează o traiectorie în scădere pe intervalul de prognoză, atingând un nivel de 61,7 USD/baril la finele acestuia (Grafic 4.1). Dinamica anticipată a prețului petrolului este în continuare marcată de incertitudini, atât în contextul unor factori de natura ofertei (care vizează cu precădere prelungirea în luna noiembrie 2017 a acordului de plafonare privind producția între țările membre OPEC și alte țări exportatoare de petrol non-OPEC, dar și o intensificare a tensiunilor

geopolitice), cât și ai cererii (incertitudini privind magnitudinea creșterii economice de la nivel mondial).

## 1.2. Perspectivele inflației

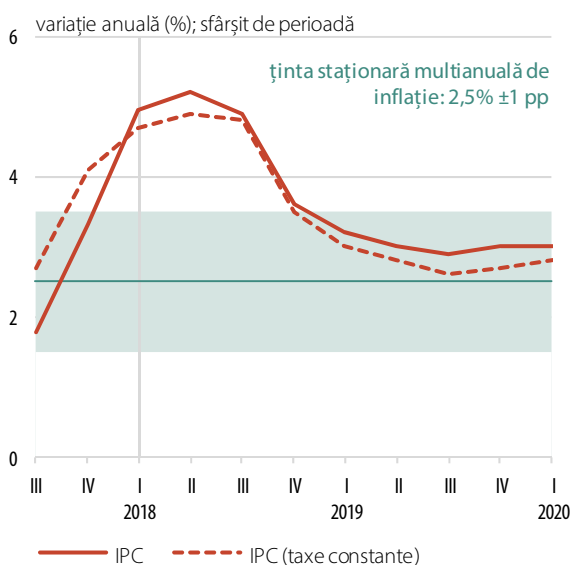
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va atinge 3,6 la sută și 3,0 la sută la finalul anilor 2018 și, respectiv, 2019, valori situate peste limita superioară și, respectiv, în interiorul intervalului de variație de  $\pm 1$  punct

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2018			2019				2020
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	5,2	4,9	3,6	3,2	3,0	2,9	3,0	3,0
Proiecție IPC*	4,9	4,8	3,5	3,0	2,8	2,6	2,7	2,8

\*) calculat la taxe constante

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

procentual al țintei staționare de 2,5 la sută. La orizontul proiecției, trimestrul I 2020, rata prognozată este prevăzută a se menține la 3,0 la sută (Tabel 4.2, Grafic 4.2). După saltul semnificativ din primul trimestru al anului curent, la finele căruia a atins nivelul de 4,95 la sută, rata anuală a inflației este preconizată a oscila în jurul valorii de 5 la sută până la sfârșitul trimestrului III. Alături de dispărarea efectelor statistice de runda întâi asociate modificărilor operate în regimul impozitării indirecte și eliminării unor taxe nefiscale la începutul anului 2017, această evoluție este imprimată de recente creșteri însemnate ale prețurilor administrate și ale combustibililor, precum și de continua acumulare a presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali, cu impact asupra dinamicii inflației CORE2 ajustat. Sub impactul reconfigurării setului condițiilor monetare în sens larg, ce vor prelua, în condițiile unor decalaje specifice, efectul deciziilor adoptate de autoritatea monetară, al eliminării din baza de calcul a influenței unor șocuri consistente de natura ofertei din ultima parte a anului 2017<sup>58</sup>, precum și al unor majorări de prețuri din prima parte a celui curent<sup>59</sup>, rata anuală a inflației IPC este proiectată a cunoaște o atenuare mai semnificativă începând cu ultimul trimestru al anului curent.

Comparativ cu *Raportul* precedent, rata anuală prognozată a inflației IPC la finele anului 2018 este revizuită în sus, cu 0,1 puncte procentuale, pe fondul

unui aport mai însemnat din partea dinamicii prețurilor produselor din tutun și ale celor volatile ale alimentelor (LFO), în timp ce dinamica prețurilor administrate a fost revizuită doar marginal în sens mai favorabil. Pentru finele anului 2019, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în jos, tot cu 0,1 puncte procentuale, în contextul unor contribuții mai reduse provenite din partea tuturor componentelor coșului de consum, cu excepția produselor din tutun și a băuturilor alcoolice, al căror aport a rămas nemodificat.

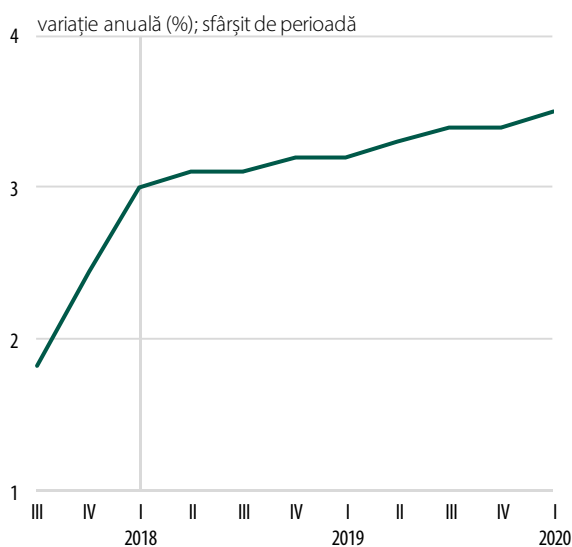
<sup>58</sup> Majorarea accizei la combustibili din lunile septembrie și octombrie 2017, creșterile consistente ale unor componente energetice din structura coșului produselor cu prețuri administrate și ale cotațiilor petrolului.

<sup>59</sup> Ocazionate de creșterile cotațiilor petrolului, ale tarifelor la energia electrică și ale prețurilor gazelor naturale.

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă								
	2018			2019				2020	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
CORE2 ajustat	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este preconizată a-și continua pe tot intervalul de prognoză tendința de creștere consemnată pe parcursul anului trecut și începutul celui curent, însă într-un ritm mai puțin alert, în contextul anticipării unei atenuări a impactului unora dintre factorii fundamentali (Tabel 4.3, Grafic 4.3). Pe plan intern, anticipațiile agenților economici cu privire la evoluția prețurilor vor continua să favorizeze ajustări în sens crescător ale acestora, dar în diminuare ca intensitate pe parcursul intervalului. Efecte în același sens provin și din partea menținerii excedentului de cerere agregată din economie la niveluri ridicate. *Gap*-ul PIB este prevăzut a se atenua treptat pe parcursul anului viitor, în condițiile în care, similar proiecției anterioare, condițiile monetare în sens larg urmează a se reconfigura la valori neutre la acest orizont. În acest context și, respectiv, al disipării, pe termen mediu, a impactului șocurilor adverse de natura ofertei, așteptările inflaționiste vor cunoaște o temperare, urmând a se corecta până la valori apropiate de 3 la sută la orizontul proiecției. În condițiile în care rata inflației principalilor parteneri comerciali externi ai României exclusiv produse energetice este prevăzută a se menține sub nivelul de 2 la sută, presiunile inflaționiste provenite din partea evoluției anticipate a prețurilor bunurilor de

consum din import sunt preconizate la niveluri semnificativ mai reduse ca amploare celor asociate mediului intern, dar în ușoară dinamizare spre finele intervalului de prognoză.

Față de *Raportul* din februarie 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale la finele anului 2018 și cu 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2019, pe fondul unor presiuni inflaționiste mai reduse provenind din partea excedentului de cerere<sup>60</sup> și a prețurilor bunurilor din import<sup>61</sup>, contrabalansate parțial de plasarea anticipațiilor privind inflația la un nivel mai ridicat pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză<sup>62</sup>.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a

<sup>60</sup> Pentru detalii a se consulta Secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție, precum și Caseta 2.

<sup>61</sup> Cu precădere pe seama revizuirii în sens descendent a prognozei privind rata inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice, considerată a fi măsura relevantă pentru a reflecta presiunile inflaționiste asociate mediului extern, în condițiile în care aceasta prezintă o corelație ridicată cu rata inflației interne CORE2 ajustat și are o capacitate ridicată de predicție a acesteia. Pentru detalii a se consulta Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

<sup>62</sup> În contextul unor influențe conjuncturale nefavorabile manifestate în perioada ulterioară publicării precedentului *Raport asupra inflației*, referitoare la majorarea prețului gazelor naturale în aprilie 2018 și la deprecierea monedei naționale față de euro.

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

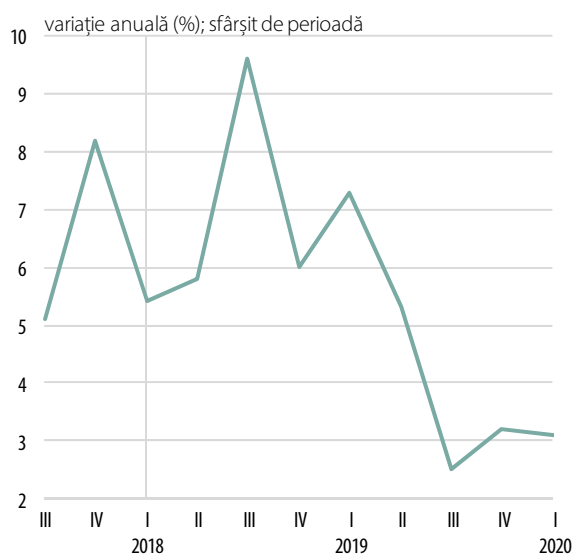
	puncte procentuale	
	2018	2019
Prețuri administrate	0,7	0,3
Combustibili	0,3	0,1
Prețuri LFO	0,4	0,2
CORE2 ajustat	1,9	2,1
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,2

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

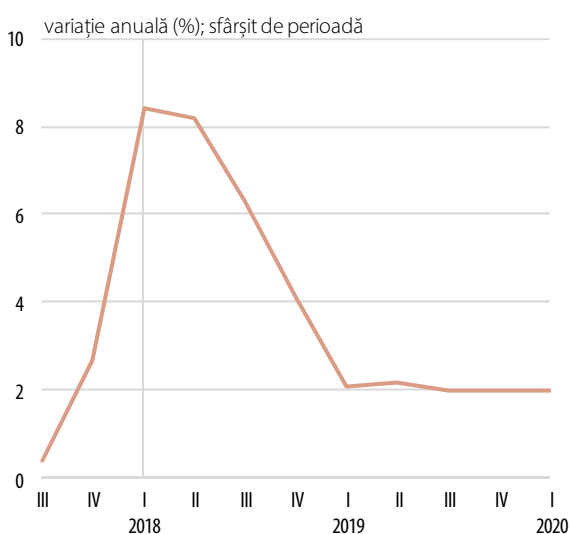
inflației IPC este de 1,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2018 și de 0,9 puncte procentuale la finele celui viitor, valori similare celor anticipate în *Raportul* anterior (Tabel 4.4).

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 6 la sută la finele anului curent și de 3,2 la sută la sfârșitul celui viitor, în contextul disipării treptate a șocului negativ de ofertă asociat producției deficitare de ouă la nivel european de la finele anului anterior și al adoptării ipotezei privind înregistrarea unei producții agricole normale<sup>63</sup>

în anii 2018 și 2019. Comparativ cu *Raportul* anterior, nivelurile sunt revizuite în sens ascendent cu 0,7 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent, pe fondul condițiilor climatice mai puțin favorabile din primul trimestru al anului, și în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale pentru finele anului 2019 (Grafic 4.4).

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


Sursa: INS, proiecție BNR

**Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate**


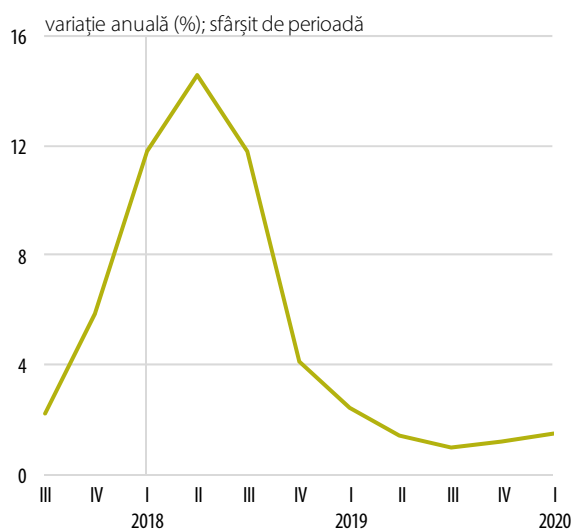
Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul exogen privind prețurile administrate prevede creșteri de 4,1 la sută și de 2 la sută la sfârșitul anului curent și, respectiv, al celui viitor (Grafic 4.5). Comparativ cu runda anterioară de prognoză valorile au fost revizuite marginal, în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale la finalul anului curent și în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale la sfârșitul anului viitor. Traectoria prognozată este afectată de creșterile operate la începutul anului asupra tarifelor la energia electrică și a prețului gazelor

<sup>63</sup> Ipoteza standard în lipsa altor informații relevante este cea a înregistrării unei recolte normale, în apropierea mediei multianuale a producției agricole.

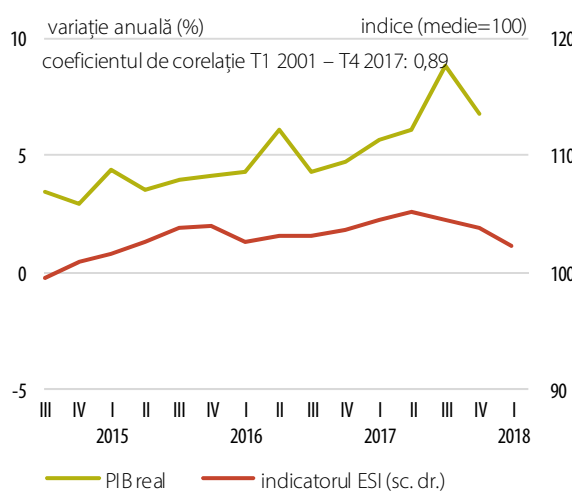
naturale, inclusiv a celei anunțate pentru luna aprilie<sup>64</sup>, precum și de reaşezarea ponderilor componentelor în cadrul grupei<sup>65</sup>.

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



Sursa: INS, proiecție BNR

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



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este prognozată la 4,1 la sută la sfârșitul anului 2018 și la 1,2 la sută la finele anului următor (Grafic 4.6).

Traectoria proiectată este afectată de disiparea impactului de runda întâi asociat majorării accizelor în două etape, la 15 septembrie și 1 octombrie 2017, precum și de ritmurile anuale ridicate de creștere anticipate pentru prețul petrolului Brent în prima parte a intervalului de proiecție, urmate de dinamici anuale negative în cea de a doua jumătate.

În 2018 dinamica anuală este marginal superioară (cu 0,1 puncte procentuale) celei proiectate în *Raportul* anterior, pe fondul dinamicii anuale mai ridicate preconizate pentru prețul petrolului, precum și al plasării anticipațiilor inflaționiste pe o traiectorie superioară, doar parțial contrabalansate de anticiparea unei aprecieri de mai mare amplitudine a leului față de dolarul SUA. Pentru anul viitor, dinamica este ajustată în jos cu 0,3 puncte procentuale, cu precădere pe seama prognozării unor ritmuri anuale ale prețului petrolului mai reduse.

Pentru produsele din tutun și băuturi alcoolice traiectoria ratei anuale a inflației este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse și este proiectată la 2,6 la sută la finele anului curent și 3,1 la sută la sfârșitul anului viitor (Grafic 4.7). Pentru anul curent dinamica este superioară celei proiectate în runda anterioară cu 1,3 puncte procentuale, în contextul unor creșteri de mai mare amplitudine operate de comercianți la nivelul lunii aprilie, în surplus celor care ar fi decurs strict din majorarea cu 2 la sută a accizelor aplicate produselor din tutun (până la 449 lei la 1 000 de țigarete).

<sup>64</sup> În urma ședinței din data de 29 martie a.c. Comitetul de reglementare al ANRE a decis aprobarea majorării pentru operatorul economic ENGIE România a prețului gazelor naturale pentru furnizarea reglementată aplicată clienților casnici. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatul ANRE din data de 29 martie 2018, disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-29-03-2018-preturi-furnizare-reglementata-gaze-naturale>.

<sup>65</sup> Începând cu această rundă de proiecție, ponderile folosite pentru componentele coșului IPC (publicate de INS în luna februarie 2018, ulterior publicării *Raportului* precedent asupra inflației) sunt calculate pe baza cheltuielilor medii lunare pe gospodărie rezultate din Anchetă bugetelor de familie realizată în anul 2016. Comparativ cu ponderile utilizate anterior, cele curente reflectă o contribuție superioară a subcomponentelor „energie electrică” și „gaze naturale” în coșul prețurilor administrate. În același timp, se consemnează o scădere a ponderii prețurilor administrate în coșul IPC, concomitent cu o creștere a importanței bunurilor și serviciilor incluse în indicele CORE2 ajustat.



### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>66</sup>

#### Deviația PIB

În trimestrul IV 2017, PIB real a crescut cu 0,5 la sută în termeni trimestriali și cu 6,7 la sută în termeni anuali<sup>67</sup>. La nivelul întregului an creșterea economică a atins 6,9 la sută. În structură, dinamica trimestrială a reflectat contribuția favorabilă a consumului final total și a formării brute de capital fix (FBCF), în timp ce exportul net a avut un aport negativ. Decelerarea creșterii PIB în termeni trimestriali a avut loc în principal pe fondul unui efect asociat producției agricole excepționale din trimestrul III 2017. Excluzând acest efect, perspectivele pentru primele două trimestre ale anului curent indică o continuare a decelerării dinamicii PIB. Această prognoză are la bază o serie de semnale provenite din partea indicatorilor cu frecvență lunară. Din setul acestora se remarcă reducerile producției industriale și ale volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, în paralel cu diminuarea gradului de încredere în economie, notabilă la nivelul subcomponentelor industrie și consumatori – Grafic 4.7<sup>68</sup>. Creșterea trimestrială a PIB va continua să fie determinată de cererea internă, în timp ce aportul exporturilor nete de bunuri și servicii va rămâne negativ.

Pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica PIB potențial este evaluată în accelerare graduală, reflectând contribuții pozitive din partea tuturor factorilor de producție. Stocul de capital beneficiază de pe urma evoluțiilor favorabile recente și a celor prognozate ale FBCF. Forța de muncă își va menține un ușor aport pozitiv, în condițiile creșterii anticipate a ratei de activitate (odată cu avansul activității economice), parțial contrabalansată de tendința descendentă a populației în vârstă de muncă. Pe întregul interval de prognoză, contribuția trendului TFP surprinde anticiparea unor câștiguri suplimentare de eficiență în utilizarea atât a forței de muncă, cât și a capitalului, reflectând noile investiții în echipamente (de regulă caracterizate de un grad tehnologic avansat care necesită adaptarea abilităților personalului), dar și îmbunătățirea așteptată a atragerii de fonduri europene structurale și de investiții. Efecte adverse persistente pot fi atribuite alocării modeste de resurse pentru inovație<sup>69</sup> și calității deficitare a infrastructurii care afectează mobilitatea forței de muncă și deciziile privind amplasarea unor noi capacități de producție.

Deviația PIB (Grafic 4.8), în majorare pe parcursul anului 2017<sup>70</sup>, este așteptată a se menține la valori relativ neschimbate pe parcursul anului 2018, urmând a se

<sup>66</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.

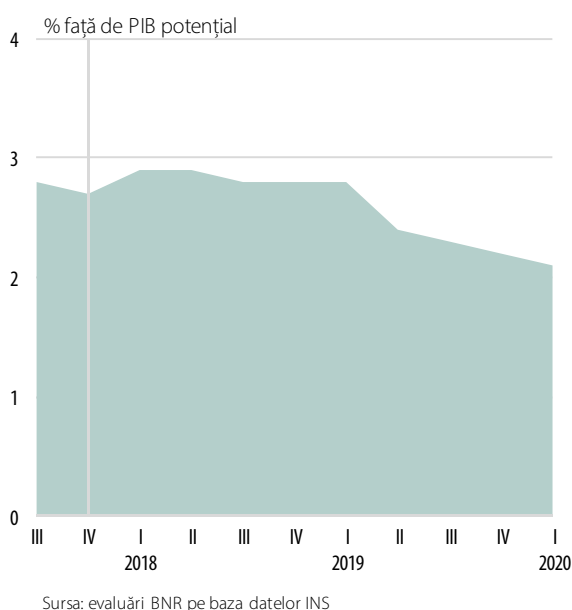
<sup>67</sup> Comunicatul INS nr. 84 din 5 aprilie 2018. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

<sup>68</sup> Comparativ cu media trimestrului IV 2017, în perioada ianuarie-februarie 2018 producția industrială s-a redus cu 0,7 la sută, iar volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul exclusiv auto-moto a scăzut cu 1,1 la sută. Indicatorul de încredere în economie s-a redus în trimestrul I 2018 față de cel anterior cu 1,6 puncte, însă acesta se menține la valori superioare mediei istorice.

<sup>69</sup> Comisia Europeană, *European Innovation Scoreboard* (2017).

<sup>70</sup> Evidențe coroborative privind poziția ciclică a economiei sunt aduse de intensificarea (în trimestrul IV 2017 comparativ cu cel anterior) sau menținerea, la un nivel cel puțin moderat, a semnalelor de supraîncălzire conferite de un portofoliu amplu de indicatori. Pentru detalii privind setul de variabile analizat, a se consulta Caseta 5 din *Raportul asupra inflației*, ediția noiembrie 2017.

Grafic 4.8. Deviația PIB



diminua în cursul anului 2019. Magnitudinea și dinamica excesului de cerere reflectă: (i) impactul, în reducere mai accentuată în cursul anului 2019, al componentei discreționare a măsurilor de politică fiscală și a celei de venituri; (ii) diminuarea treptată a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, până la valori apropiate de cele neutre pe parcursul anului 2019; (iii) atenuarea dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației începând cu 2018 și (iv) avansul în teritoriul pozitiv al *gap*-ului cererii externe. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, deviația PIB internă a fost revizuită la valori mai reduse în anul 2017, cu implicații în același sens și pe parcursul intervalului de proiecție. Reevaluarea deviației PIB a avut loc ca urmare a: (i) revizuirii seriei istorice a PIB real ajustat sezonier și a erorii de prognoză pe termen scurt; (ii) reconsiderării impactului agriculturii la nivelul anului 2017, în condițiile revizuirii acestuia la valori

mai favorabile preponderent în trimestrul III 2017<sup>71</sup> și a (iii) actualizării informațiilor cuprinse în setul de determinanți. Pentru detalii privind revizuirea seriei istorice a PIB real și reevaluarea deviației PIB a se consulta Caseta 2. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea aferentă *gap*-ului consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și, într-o mai mică măsură, a celui al FBCF. 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*-urilor PIB și a celor ale componentelor acestuia este caracterizată de un grad de incertitudine care reflectă inclusiv frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice, dar și volatilitatea relativ ridicată a acestora.

Scenariul de bază al proiecției prevede temperarea succesivă a creșterii economice pe parcursul anilor 2018 și 2019, inclusiv pe fondul diminuării treptate a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, până la valori apropiate de cele neutre pe parcursul anului 2019, și al reducerii efectului componentei discreționare a politicii fiscale și a celei de venituri (i.e. impulsul fiscal). Dinamica creșterii economice pe parcursul intervalului de prognoză reflectă evoluția cererii interne, în timp ce contribuția exportului net va rămâne negativă.

<sup>71</sup> În cadrul evaluării deviației PIB, producția agricolă excepțională se presupune a nu avea impact asupra presiunilor inflaționiste din economie, prin urmare efectul acesteia este eliminat din evaluarea *gap*-ului PIB.

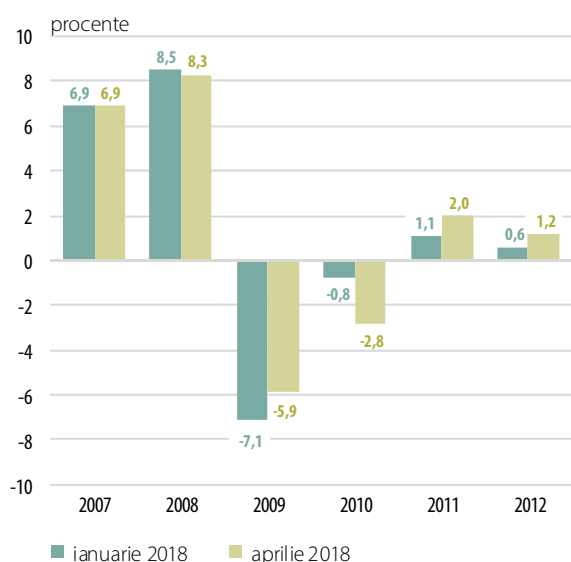
## Caseta 2. Reevaluarea deviației PIB în contextul revizuirii seriei istorice a PIB

Deviația PIB (engl. *output gap*) reprezintă o măsură sintetică a decalajului dintre cererea și oferta agregată din economie, fiind evaluată ca diferență între nivelul efectiv al PIB (ce reflectă evoluția cererii agregate pe termen scurt) și cel potențial (care surprinde evoluția ofertei agregate pe termen lung)<sup>72</sup>. Estimarea deviației PIB este influențată în mod direct de evoluția seriilor de date statistice, un rol esențial fiind atribuit dinamicii PIB real ajustat sezonier.

Odată cu publicarea estimărilor semnal privind dinamica PIB în trimestrul IV 2017<sup>73</sup>, INS a anunțat recalcularea seriei PIB trimestrial ajustat sezonier. Pe baza informațiilor publice disponibile în comunicatul INS, recalcularea PIB și a componentelor aferente a survenit în contextul:

- revizuirii seriilor brute ale PIB trimestrial pentru anii 2007-2012 în vederea reconcilierii cu datele anuale revizuite pentru a reflecta implementarea modificărilor metodologice legate de tratarea rezervărilor Eurostat privind venitul național brut;
- revizuirii seriilor brute ale PIB trimestrial pentru anii 2015-2016 în vederea reconcilierii cu datele anuale (2015 – varianta definitivă, 2016 – varianta semidefinitivă);
- includerii estimărilor pentru trimestrul IV 2017.

Grafic A. Creșterea economică



Sursa: INS

În Graficul A este ilustrată creșterea economică anuală pentru intervalul 2007-2012 conform datelor publicate în ianuarie 2018<sup>74</sup>, aferente scenariului de bază din *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2018, și celor din aprilie 2018<sup>75</sup>, corespunzătoare *Raportului* curent. În anul 2009 se remarcă contracția ușor atenuată a activității economice, în timp ce pe parcursul anului 2010 declinul PIB este accentuat. Ulterior, în anii 2011 și 2012, creșterea economică este mai ridicată, la valori aproape duble față de cele raportate anterior.

Modificările operate la nivelul seriei brute a PIB s-au reflectat și în revizuirii ale seriei ajustate sezonier, dintre care cele mai relevante pentru evaluarea curentă a deviației PIB sunt cele survenite pe parcursul anului 2017 (Graficul B). Revizuirile sistematice în sens descendent ale dinamicii PIB în

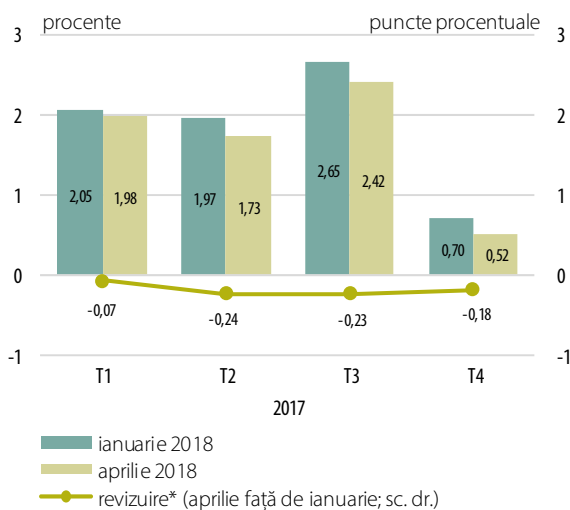
<sup>72</sup> Pentru detalii privind definiția deviației PIB și metodele de evaluare utilizate în cadrul BNR a se consulta Caseta „Deviația PIB: definiție și metode de evaluare” din cadrul *Raportului anual* al BNR pentru anul 2016 și articolul „Evaluarea deviației PIB în cadrul BNR” (<http://www.opiniibnr.ro/index.php/macroeconomie/271-evaluarea-deviatiei-pib-in-cadrul-bnr>).

<sup>73</sup> Comunicatul INS nr. 44 din 14 februarie 2018.

<sup>74</sup> Comunicatul INS nr. 16 din 12 ianuarie 2018.

<sup>75</sup> Comunicatul INS nr. 84 din 5 aprilie 2018.

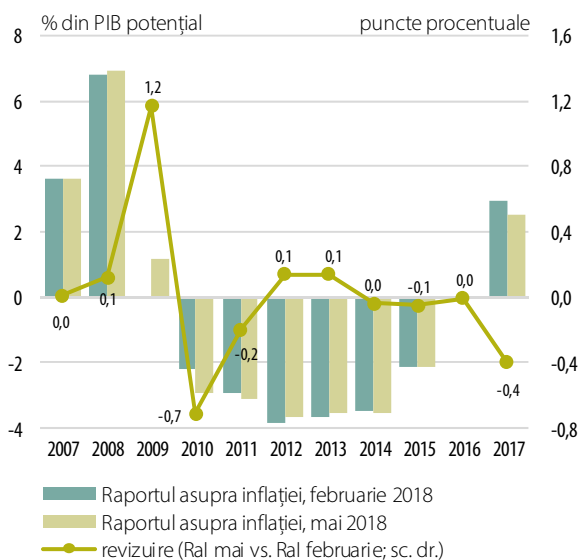
Grafic B. Ritmul trimestrial de creștere a PIB



\*) pentru datele din ianuarie 2018, în cazul trimestrului IV 2017 s-a folosit prognoza pe termen scurt din runda anterioară

Sursa: INS, BNR

Grafic C. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

primele trei trimestre ale anului 2017 s-au cumulat unei ușoare supraestimări a dinamicii pentru trimestrul IV 2017 în runda precedentă, survenită inclusiv pe fondul unor date istorice anterioare mai favorabile.

Graficul C prezintă reevaluarea deviației PIB comparativ cu runda anterioară de prognoză pentru perioada 2007-2017. Revizuirile operate asupra seriei PIB real ajustat sezonier s-au reflectat, în general, și în reevaluarea deviației PIB. Pentru anii 2011-2013, revizuirea creșterii economice a fost încorporată preponderent în creșterea PIB potențial, în condițiile în care la nivelul componentelor PIB, FBCF a avut un aport mai favorabil, reflectat și într-o creștere a stocului de capital. Comparativ cu runda anterioară, pentru anul 2017 deviația PIB a fost revizuită în sens descendent cu 0,4 puncte procentuale (de la 2,9 la sută la 2,5 la sută). Reevaluarea magnitudinii deviației PIB are la bază: (i) revizuirea seriei istorice și eroarea de prognoză din runda anterioară, responsabile pentru circa un sfert din magnitudinea revizuirii totale; (ii) reconsiderarea magnitudinii efectului producției agricole excepționale, manifestat preponderent în trimestrul III 2017, cu impact de circa 0,2 puncte procentuale și (iii) impactul actualizării celorlalți factori determinanți. Reevaluarea în jos a deviației PIB pe parcursul intervalului istoric are implicații în aceeași direcție și asupra nivelului proiectat al acesteia.

Având în vedere natura neobservabilă a deviației PIB, evaluarea acesteia, în special în timp real și în condițiile revizuirilor frecvente ale seriilor de date primare, este caracterizată de un grad ridicat de incertitudine și este inerent susceptibilă a fi

revizuită ulterior<sup>76</sup>.

### Componentele cererii agregate

În trimestrul IV 2017, dinamica trimestrială a consumului final efectiv a consemnat o temperare notabilă comparativ cu trimestrul precedent (0,3 la sută, față de 4,4 la sută)<sup>77</sup> însă, la nivelul întregului an 2017, creșterea medie anuală a componentei a

<sup>76</sup> Pentru o evaluare cantitativă a incertitudinii asociate revizuirilor istorice ale creșterii trimestriale a PIB real a se vedea lucrarea „Modelarea incertitudinii asociate datelor statistice în contextul revizuirilor istorice”, BNR, seria *Caiete de studii* nr. 33/2014.

<sup>77</sup> Pentru detalii privind factorii care au determinat evoluția componentelor PIB în trimestrul IV 2017, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

înregistrat o nouă accelerare de ritm, atingând 8,4 la sută. Excluzând impactul nefavorabil din partea producției agricole aferent trimestrului IV 2017, perspectivele pentru primele două trimestre ale anului curent indică o decelerare a ritmului de creștere a consumului final efectiv. Semnale în acest sens provin din partea evoluției comerțului cu amănuntul excluzând auto-moto, la care se adaugă o deteriorare pe parcursul trimestrului I 2018, comparativ cu perioada anterioară, a indicatorului de încredere a consumatorilor<sup>78</sup>, pe seama subcomponentelor care vizează așteptările privind situația economică de ansamblu, situația financiară și evoluția economisirii.

Consumul final efectiv este anticipat să rămână principalul determinant al creșterii economice pe întregul interval de proiecție, în pofida temperării ritmului anual de creștere comparativ cu cel înregistrat în anul 2017. Dinamica reflectă evoluția prognozată în încetinire marcantă, începând cu anul 2018, a venitului disponibil real al gospodăriilor populației, în contextul anticipării unei decelerări de ritm a salariului net în termeni nominali (relativ la creșterea alertă consemnată în anul 2017), la care se adaugă perspectivele privind traiectoria ratei anuale a inflației IPC. Deși în temperare, ritmul de creștere a salariului nominal net va rămâne robust, pe fondul relativei mențineri a gradului ridicat de tensionare a pieței muncii.

Dinamica trimestrială a FBCF a accelerat în trimestrul IV 2017 (3,5 la sută, raportat la 2,1 la sută în trimestrul anterior), iar creșterea medie anuală a venit în teritoriul pozitiv în anul 2017. În primele două trimestre ale anului curent, proiecția privind creșterea FBCF prevede o ușoară temperare și, respectiv, o menținere, pe fondul revirimentului construcțiilor nerezidențiale și al celor ingineresti<sup>79</sup> (sub impulsul anticipării unei dinamizări a cheltuielilor de capital ale administrației publice), suprapuse însă unei temperări de ritm a producției industriale a bunurilor de capital și continuării scăderii construcțiilor rezidențiale.

Pentru perioada 2018-2019, creșterile medii anuale ale FBCF sunt prognozate a rămâne pozitive, beneficiind de majorarea graduală a fluxului de investiții străine directe – susținute de perspectivele creșterii economice din România și din principalele state de proveniență –, dar și de îmbunătățirea absorbției fondurilor structurale și de investiții<sup>80</sup>. Evoluția componentei rămâne grevată de o serie de factori, precum predictibilitatea cadrului legislativ, volumul investițiilor finanțate de administrațiile publice, lipsa sau calitatea precară a infrastructurii, dar și deficitul

<sup>78</sup> Acesta s-a redus cu 3,1 puncte, continuându-și tendința descendentă.

<sup>79</sup> În perioada ianuarie-februarie, comparativ cu media trimestrului IV 2017, lucrările de construcții nerezidențiale au consemnat o creștere de 18 la sută, iar cele ingineresti de 26 la sută, inclusiv pe fondul menținerii la niveluri ridicate a indicatorului de încredere aferent construcțiilor.

<sup>80</sup> Având în vedere frecvențele modificări legislative care permit facilitarea implementării proiectelor pe programe operaționale, Contractul cadru de finanțare cu Banca Europeană de Investiții în valoare de 1 miliard euro pentru cofinanțarea proiectelor prioritare de transport (semnat în iulie 2017, pentru detalii a se consulta comunicatul MFP – <http://www.mfinante.ro/acasa.html?method=detalii&id=165173>), precum și finalizarea până în luna martie 2019 a proiectelor fazate pe alocarea financiară curentă (nefinalizate în exercițiul anterior, cumulând aproximativ 4 miliarde euro).

personalului cu abilități adecvate cerințelor angajatorilor<sup>81</sup>, care sporesc gradul de incertitudine asociat prognozei FBCF<sup>82</sup>.

În trimestrul IV 2017, exporturile de bunuri și servicii și-au menținut dinamica trimestrială la 1,7 la sută, consemnând la nivelul anului 2017 o creștere medie anuală în ușoară accelerare (9,7 la sută, față de 8,7 la sută în 2016).

Pe parcursul intervalului de prognoză, exporturile de bunuri și servicii vor înregistra ritmuri de creștere robuste, însă în atenuare comparativ cu anii precedenți. Pe de o parte, avansul exporturilor de bunuri și servicii va fi susținut de evoluțiile favorabile ale economiilor principalilor parteneri comerciali, dar și de vânzările aferente sectoarelor integrate în lanțurile internaționale de valoare adăugată (precum producția mijloacelor de transport și ramurile conexe). Pe de altă parte, decelerarea dinamicii anuale are în vedere deteriorarea competitivității prin preț a produselor autohtone, în condițiile majorării costurilor unitare cu forța de muncă, a căror evoluție se va reflecta și asupra costurilor de producție și, implicit, la nivelul prețurilor din economie, cu impact de apreciere asupra cursului de schimb real efectiv și de accentuare a caracterului restrictiv. În sensul atenuării creșterii exporturilor de bunuri și servicii acționează și o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum lipsa sau calitatea deficitară a infrastructurii sau valoarea adăugată obținută în procesele de producție, în contextul unui nivel încă redus al inovării<sup>83</sup>.

Pe fondul avansului absorbției interne și al evoluției favorabile a exporturilor, importurile de bunuri și servicii au consemnat o accelerare de ritm atât în trimestrul IV 2017 (2,9 la sută raportat la cel anterior), cât și la nivel anual (creștere medie de 11,3 la sută, comparativ cu 9,8 la sută în 2016). În concordanță cu evoluția absorbției interne, dinamica importurilor de bunuri și servicii va cunoaște o temperare graduală, însă ritmul de creștere a acestora se va poziționa în continuare la valori superioare celui aferent exporturilor pe întregul interval de proiecție. În contextul acestor evoluții, exportul net este anticipat a imprima o contribuție negativă la creșterea PIB pe parcursul intervalului de prognoză, în accentuare în anul 2018 și în reducere graduală începând cu 2019.

Deficitul contului curent al balanței de plăți și-a continuat tendința de adâncire pe parcursul anului 2017<sup>84</sup>, în principal pe seama accentuării celui al balanței comerciale. Pe parcursul intervalului de prognoză, deficitul extern este anticipat a continua să se intensifice, poziționându-se, pe termen mediu, la valori ușor sub nivelul de 4 la sută din PIB. În același timp, în pofida diminuării în anul 2017 a fluxurilor de capital stabile

<sup>81</sup> Din perspectiva cererii și ofertei, proporția populației în vârstă de muncă cu un nivel de instruire mediu și ridicat este inferioară celei ocupate (efectiv cerute de angajatori), în timp ce pentru nivelul de pregătire scăzut situația se inversează. Similar, proporția populației active caracterizată de un nivel de instruire ridicat este superioară celei aferente ofertei, provenite din partea șomerilor. În plus, nivelul competențelor digitale ale forței de muncă din România este evaluat ca fiind unul dintre cele mai reduse din UE, conform *Sondajului privind gradul de utilizare a IT&C* realizat la nivelul UE.

<sup>82</sup> De altfel, aceasta este una din componentele PIB care a înregistrat revizuirii ample ale datelor istorice publicate de INS.

<sup>83</sup> Cu toate acestea, în sectoare precum cel auto, există așteptări optimiste privind evoluția cererii externe, în contextul lansării de noi modele sau al deschiderii de noi capacități de producție în țările din regiune, cu potențial de a impulsiona comenzile adresate furnizorilor locali de profil.

<sup>84</sup> Exprimată ca pondere în PIB, valoarea consemnată la finele anului 2017 a fost de 3,4 la sută, în accentuare cu circa 1,3 puncte procentuale față de cea înregistrată în 2016.

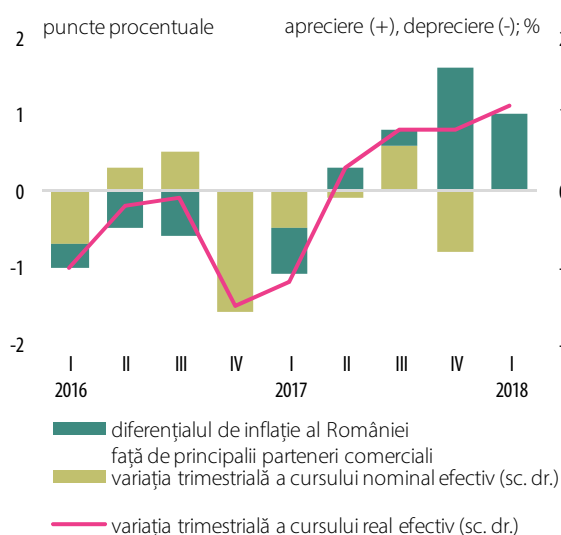
și negeneratoare de datorie externă<sup>85</sup>, deficitul de cont curent se prefigurează a fi acoperit integral de aceste fluxuri. Evaluarea are la bază ipoteza revigorării treptate a intrărilor de investiții străine directe și cea a îmbunătățirii gradului de absorbție a fondurilor structurale și de investiții, ca urmare a conturării premiselor accelerării implementării proiectelor finanțate prin intermediul acestor surse. Totuși, accentuarea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului acționează în sensul continuării deteriorării echilibrelor macroeconomice, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești, mai ales în condițiile în care atât soldul, cât și evoluția contului curent din România sunt divergente (deficit *versus* surplus, respectiv accentuare față de temperare) raportat la cele înregistrate în celelalte economii emergente din regiune (i.e. Ungaria, Polonia, Republica Cehă, Bulgaria, Croația).

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancași și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>86</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>87</sup>.

Atât rata nominală medie a dobânzii la creditele noi în lei, cât și cea aferentă depozitelor noi la termen în lei sunt estimate în creștere în trimestrele I și II 2018,

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

reflectând funcționarea mecanismului de transmisie a politicii monetare, în contextul majorărilor recente ale ratei dobânzii de politică monetară. În termeni reali însă, ratele dobânzilor menționate sunt anticipate a-și continua dinamica descendentă și în trimestrul I 2018, pe fondul creșterii anticipațiilor de inflație de o magnitudine superioară majorărilor în termeni nominali. În trimestrul II 2018, ratele reale ale dobânzilor sunt evaluate în creștere, sub impactul dominant al majorărilor în termeni nominali. Cumulat, în trimestrele menționate, ratele reale ajustate ale dobânzilor continuă să transmită un impuls stimulator asupra activității economice din perioadele următoare, însă în diminuare începând cu trimestrul II 2018.

În trimestrul I 2018, moneda națională a înregistrat o evoluție relativ stabilă în termeni nominali efectivi, deprecierea față de euro fiind contrabalansată de

<sup>85</sup> Cumulând componenta privind participațiile la capital ale investițiilor străine directe și transferurile de capital, asociate atragerilor de fonduri structurale și de investiții de la UE, a căror pondere cumulată în PIB este proiectată a rămâne redusă din perspectiva evoluțiilor înregistrate în intervalul 2013-2016.

<sup>86</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>87</sup> Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei relativ la cele în valută.

aprecierea față de dolarul SUA. În același interval, în termeni reali efectivi, moneda națională este evaluată a-și continua tendința de apreciere (Grafic 4.9), evoluție determinată în principal de inflația domestică superioară celei a partenerilor comerciali. În acest context, cursul de schimb real efectiv este estimat a manifesta un efect aproximativ neutru în trimestrul I 2018, prin intermediul canalului exporturilor nete, asupra activității economice din perioadele viitoare.

Efectul de avuție și de bilanț surprinde costul creditului în valută exprimat în lei și este evaluat a se poziționa în continuare la valori reduse în trimestrele I și II 2018, exercitând un impact favorabil asupra cererii agregate viitoare. Evaluarea are la bază în principal menținerea ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni) în teritoriul negativ, pe fondul politicii monetare acomodative a BCE. La aceasta se adaugă atât aprecierea anticipată a monedei naționale în termeni reali efectivi, cât și plasarea primei de risc suveran la niveluri relativ reduse din perspectivă istorică.

În ansamblu, în trimestrele I și II 2018, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a continua să exercite un efect stimulat, în reducere, la adresa cererii agregate din perioadele următoare, pe fondul aportului tuturor componentelor. Tendința privind diminuarea graduală a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg este anticipată a se menține pe întregul interval de proiecție, indicatorul urmând a consemna valori apropiate de cele neutre începând cu anul 2019. Principalul determinant al acestei evoluții este anticipat a fi aprecierea cursului de schimb real efectiv, în condițiile poziționării ratei inflației din România la un nivel mai ridicat, comparativ cu cea a partenerilor comerciali externi. În același sens contribuie și ratele reale ale dobânzii la creditele și depozitele noi la termen, dar și efectul de avuție și de bilanț. Conduita politicii monetare a BNR 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 păstrarea unui cadru macroeconomic stabil.

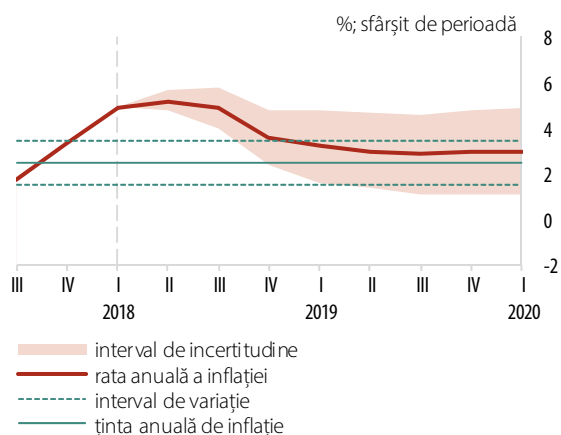
#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

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), sursele de risc fiind localizate atât în mediul intern, cât și în cel extern.

Pe plan intern, riscurile de abatere în sus a ratei proiectate a inflației sunt asociate cu precădere gradului de încordare ridicat al pieței muncii, cu potențial de a alimenta suplimentar excedentul de cerere agregată. Mai mult, în condițiile în care majorarea costurilor companiilor nu este însoțită de o eficientizare a procesului de producție, presiuni inflaționiste suplimentare ar urma să fie generate de o adâncire a ecartului salarii-productivitate, inclusiv în contextul deficiențelor structurale persistente ale pieței muncii din România (necorelare accentuată a pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, mobilitate internă limitată etc.). Totodată, continuarea acomodării expansiunii consumului într-o măsură din ce în ce mai mare pe seama importurilor de bunuri comparativ cu cele provenind din producția internă ar putea conduce la o accentuare a dezechilibrului extern, cu consecințe adverse



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



asupra structurii fluxurilor de capital adresate economiei, mai ales în contextul în care dinamica anticipată a deficitului de cont curent în România continuă să rămână divergentă față de cea așteptată în celelalte economii emergente din regiune.

Balanța asociată conduitei politicii fiscale și a celei a veniturilor este apreciată ca fiind echilibrată, în contextul în care o parte importantă a măsurilor prevăzute pentru anul în curs au fost deja implementate și au început să producă efecte, reflectate inclusiv în execuția bugetară. Cu toate acestea, dată fiind situația țintei de deficit anunțate de autorități în apropierea nivelului de 3 la sută<sup>88</sup>, rămâne preocupantă orice abatere de la această valoare, cu precădere cele care ar implica o subperformanță bugetară, prin prisma măsurilor compensatorii ce s-ar impune a fi adoptate. În aceeași perspectivă, este dezirabilă menținerea unui

echilibru între setul de măsuri fiscale și de venituri cu rol de stimulare a cererii agregate și, respectiv, cele de potențare a capacității productive a economiei, pentru a evita acumularea de presiuni inflaționiste suplimentare în economie și, prin intermediul stimulării *gap*-ului PIB, îndepărtarea de la atingerea obiectivului privind deficitul structural<sup>89</sup>.

Într-o perspectivă mai largă, se impune implementarea consecventă a unui mix echilibrat de politici macroeconomice, considerat a fi esențial în vederea asigurării unei creșteri economice durabile și sustenabile, fără periclitarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor. În această conjunctură, o intensificare a efortului privind absorbția fondurilor europene structurale și de investiții este apreciată ca fiind esențială în recuperarea decalajelor funcționale și de infrastructură ale economiei românești.

Evoluțiile pe plan internațional continuă să reprezinte surse apreciable de riscuri la adresa evoluției cererii externe în scenariul de bază. Pe de o parte, o creștere economică globală de mai mare amploare, inclusiv în contextul stimulului fiscal implementat în SUA<sup>90</sup>, ar putea impulsiona suplimentar investițiile și comerțul internațional. Pe de altă parte, intensificarea protecționismului comercial și o posibilă înăsprire a condițiilor financiare globale, pe fondul conduitelor politicilor monetare ale principalelor bănci centrale, ar putea genera efecte de sens contrar. Pe acest fundal, evoluțiile cu privire la procesul *Brexit* continuă să prezinte relevanță sporită, monitorizarea acestora fiind legată de efectele pe care le-ar putea produce asupra

<sup>88</sup> Limita maximă impusă prin Pactul de stabilitate și creștere, apreciată a fi un nivel reper pentru identificarea și corectarea derapajelor bugetare.

<sup>89</sup> Soldul structural este definit ca acea mărime a soldului bugetar care ar fi prevalat în lipsa influențelor ciclului economic, fiind indicatorul pe baza căruia este definit obiectivul bugetar pe termen mediu. Conform acestuia, deficitul structural ar trebui să se plaseze sub valoarea de 1 la sută din PIB.

<sup>90</sup> Acesta se referă în principal la reducerea impozitului pe profit și la recuperarea din punct de vedere fiscal încă din primul an a investițiilor eligibile efectuate.

cadrului macroeconomic global, într-un climat marcat de tensiuni geopolitice în accentuare.

Totodată, persistența pe o perioadă mai îndelungată a inflației scăzute în zona euro și în alte țări din UE, în pofida unei expansiuni economice robuste, ar putea conduce la abateri în jos ale ratei prognozate a inflației de la traiectoria din scenariul de bază, în contextul continuării majorării gradului de integrare din punct de vedere al schimburilor comerciale cu UE.

Riscuri relativ echilibrate la adresa inflației, condiționate de informațiile disponibile până în prezent, provin din partea prețurilor administrate. Rămân însă relevante incertitudinile cu privire la impactul pe care liberalizarea pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl va avea asupra prețurilor la consumatori.

În ceea ce privește evoluția prețurilor volatile ale alimentelor, se manifestă incertitudinile inerente asociate condițiilor meteorologice cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole.

Un factor de risc care și-a accentuat relevanța în runda curentă se referă la prețurile internaționale ale materiilor prime, cu precădere cele energetice, în contextul recentelor evoluții ale cotațiilor țițeiului și al volatilității sporite manifestate de acestea pe parcursul ultimului an. În perspectivă, există influențe cu potențial de a exercita presiuni ascendente asupra prețului barilului de petrol, asociate, pe de o parte, reducerilor probabile ale ofertei la nivel global atât în contextul acordului între OPEC și unele țări non-membre, cât și datorită deteriorării capacității de producție în Venezuela, și, pe de altă parte, revigorării activității economice la nivel global.

## Abrevieri

AFIR	Agenția pentru Finanțarea Investițiilor Rurale
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
FGCMM	Fondul Național de Garantare a Creditelor pentru Întreprinderile Mici și Mijlocii
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
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
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	Modificarea comportamentului ciclic al productivității muncii	23
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	38
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	39
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	43
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	44
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	45
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	46

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Inflația de bază CORE2 ajustat	14
Grafic 1.3	Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat	15
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	15
Grafic 1.5	Rata medie anuală a inflației: metodologie națională (IPC) și armonizată	16
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	17
Grafic 2.2	Activitatea comercială și încrederea populației	18
Grafic 2.3	Investiții	19
Grafic 2.4	Perspective privind construcțiile de locuințe	19
Grafic 2.5	Exporturi de bunuri și servicii	20
Grafic 2.6	Balanța bunurilor	21
Grafic 2.7	Activitatea investițională	21
<b>Caseta 1</b>		
Grafic A	PIB și productivitatea muncii	22
Grafic B	Corelații ciclice	23
Grafic C	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie: atenuare a volatilității	24
Grafic 2.8	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	25
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie și gradul de tensionare a pieței muncii	25
Grafic 2.10	Câștigul salarial nominal la nivelul economiei	26
Grafic 2.11	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	27
Grafic 2.12	Prețurile producției industriale pentru piața internă	29
Grafic 2.13	Prețurile producției agricole	29
Grafic 2.14	Costurile unitare cu forța de muncă	30
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	34

Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	35
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	35
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	36
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	37
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	38
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	39
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	40
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	40
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	43
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	44
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	45
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	46
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	46
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	47
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	47
Grafic 4.8	Deviația PIB	49
<b>Caseta 2</b>		
Grafic A	Creșterea economică	50
Grafic B	Ritmul trimestrial de creștere a PIB	51
Grafic C	Deviația PIB	51
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	54
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	56

