



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației mai 2019

Anul XV, nr. 56

Raport asupra inflației

Mai 2019

NOTE

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 15 mai 2019, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 6 mai 2019.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	13
2. Evoluții ale activității economice	17
1. Cererea și oferta	17
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	25
2.1. Prețurile de import	25
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	26
3. Politica monetară și evoluții financiare	29
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	32
2.1. Ratele dobânzilor	32
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	35
2.3. Moneda și creditul	37
4. Perspectivele inflației	40
1. Scenariul de bază	40
1.1. Ipoteze externe	40
Casetă. Evoluția recentă și perspectivele activității economice globale	42
1.2. Perspectivele inflației	44
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	48
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 întrerupt parcursul descendent la începutul anului 2019, atingând 3,83 la sută în luna februarie, valoare plasată deasupra intervalului de variație asociat țintei staționare (de ± 1 punct procentual în jurul nivelului de 2,5 la sută), și 4,03 la sută în luna martie, cu 0,76 puncte procentuale peste nivelul consemnat la finalul anului 2018. Cu excepția prețurilor administrate, toate marile grupe de bunuri și servicii incluse în coșul de consum al populației au contribuit la schimbarea de tendință a inflației, în contextul manifestării unui cumul de șocuri nefavorabile, printre care scumpirea semnificativă a legumelor, creșterea cotației internaționale a țigărilor, deprecierea moderată a monedei naționale sau majorarea substanțială a accizei la țigăre. O tendință ascendentă a fost decelată și în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, aceasta avansând în primele trei luni ale anului 2019 cu 0,3 puncte procentuale față de finele celui anterior, până la 2,7 la sută. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC s-a situat în martie 2019 cu 1 punct procentual peste nivelul anticipat în ediția din februarie a *Raportului asupra inflației*. În contrast, rata medie anuală a inflației IPC calculată pe baza metodologiei naționale s-a înscris pe o traiectorie descendentă în primele trei luni ale anului, atingând 4,4 la sută în martie. În același timp, rata medie anuală a inflației calculată folosind indicele armonizat (IAPC) s-a menținut la 4,1 la sută, ecartul față de media europeană continuând să rămână ridicat (peste 2 puncte procentuale).

Marcând o inversare de tendință față de evoluția înregistrată pe parcursul anului 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a poziționat pe o traiectorie ascendentă în trimestrul I 2019, mișcare imprimată de bunurile alimentare și servicii. Pentru serviciile de piață, determinante au fost accelerarea ritmului de depreciere a monedei naționale în prima parte a anului și unele majorări ale tarifelor la anumite servicii de telecomunicații, ca efect al modificărilor legislative introduse la finalul anului 2018 și care vizau impunerea unor taxe suplimentare companiilor din acest domeniu. În același timp, inflația de bază a continuat să recepteze în manieră persistentă presiuni atât pe canalul costurilor cu forța de muncă ale companiilor (alimentate de menținerea la niveluri ridicate a gradului de tensionare a pieței forței de muncă), cât și al cererii excedentare de consum. Aceasta din urmă a continuat să exercite atât un efect direct, prin impactul deviației pozitive a PIB asupra inflației de bază, cât și unul indirect, facilitând transmisia în prețurile de consum a diverselor șocuri inflaționiste produse în economie. În acest sens, trimestrul I 2019 a fost marcat de creșterea generalizată a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici – firme din comerț, industrie, construcții și servicii, precum și consumatori finali –, variabilă cu rol de a certifica presiunile inflaționiste latente existente în economie.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat în trimestrul IV 2018 (până la 10,6 la sută, în reducere cu 3,9 puncte procentuale

comparativ cu intervalul precedent), dar continuă să fie înaltă pentru al doisprezecelea trimestru consecutiv. Totodată, în industrie s-au menținut presiunile ridicate induse de costurile salariale unitare (variație anuală de 5,8 la sută în trimestrul IV 2018, similară intervalului precedent¹). În plus, perioada ianuarie-februarie 2019 a adus un salt de dinamică (până la 10,6 la sută), determinat în principal de accelerarea vitezei de creștere a salariilor. Neacoperirea avansului remunerării salariale cu câștiguri adecvate în planul productivității muncii (observată în ultimele luni la nivelul majorității ramurilor industriei prelucrătoare, cu excepția sectorului auto) periclitează atractivitatea exporturilor românești pe piețele internaționale, decalajul putându-se transpune în același timp pe piața internă în majorarea prețurilor plătite de consumatori.

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

În ședința din 7 februarie 2019, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, precum și a ratelor dobânzii la facilitățile de depozit și de credit, la 1,5 la sută și, respectiv, 3,5 la sută pe an. Rata anuală a inflației IPC a continuat să scadă în luna decembrie 2018 până la 3,27 la sută, de la 3,43 la sută în noiembrie, consolidându-se în interiorul intervalului de variație al țintei staționare. Reducerea ratei anuale a inflației prețurilor de consum a avut loc, în principal, ca urmare a scăderii prețului combustibililor – pe fondul dinamicii cotației petrolului pe piețele internaționale –, compensată parțial de creșterile consemnate pe segmentul legumelor și fructelor și pe cel al produselor din tutun. La rândul său, rata anuală a inflației de bază s-a redus de la 2,6 la sută în noiembrie la 2,4 la sută în decembrie 2018. Cea mai recentă prognoză reconfirmă perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației pe parcursul următoarelor trei trimestre, la valori chiar ușor inferioare celor anticipate anterior, urmată de urcarea și menținerea acesteia ușor sub limita superioară a intervalului țintei, până la orizontul prognozei.

Incertitudinile și riscurile asociate perspectivei inflației erau legate de noul set de măsuri fiscale și bugetare intrate în vigoare la 1 ianuarie 2019, precum și de nefinalizarea proiectului de buget, implicit de conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri. Rămăneau relevante și incertitudinile legate de ritmul creșterii economiei zonei euro și a celei globale, de evoluția prețului petrolului pe piețele internaționale, precum și de conduita politicilor monetare ale BCE și ale băncilor centrale din regiune.

Ulterior, datele statistice au indicat creșterea ratei anuale a inflației IPC la 3,32 la sută în ianuarie și 3,83 la sută în februarie 2019, peste limita superioară a intervalului de variație al țintei și peste valoarea previzionată. Toate componentele majore ale IPC au înregistrat creșteri peste așteptări, însă evoluția ratei inflației a fost imprimată decisiv de scumpirea legumelor și fructelor, de majorarea prețului produselor din tutun și de avansul ratei inflației de bază. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat la 2,5 la sută în ianuarie și 2,7 la sută în februarie 2019, pe fondul presiunilor inflaționiste în creștere pe partea cererii și a costurilor salariale, dar și al influențelor cursului de schimb al leului și al efectelor indirecte ale creșterii recente a prețului combustibililor. Datele privind creșterea economică în trimestrul IV 2018 arătau menținerea cvasiconstantă a dinamicii anuale a PIB real la 4,1 la sută. Pe partea cererii, consumul gospodăriilor

¹ Valorile exclud efectul modificărilor fiscale implementate la începutul anului 2018.

populației a redevenit principalul determinant al creșterii economice, urmat de variația stocurilor, în timp ce formarea brută de capital fix și-a redus aportul negativ. Exportul net și-a mărit contribuția negativă la dinamica PIB, pe fondul unei creșteri a exporturilor de bunuri și servicii sub cea a importurilor. Pe ansamblul anului 2018, dinamica PIB s-a restrâns la 4,1 la sută, de la 7 la sută în anul anterior, în contextul contracției investițiilor, al temperării creșterii consumului privat, care a rămas totuși robustă, dar și al majorării contribuției negative a exportului net. Împreună cu deteriorarea balanței veniturilor primare, evoluția exportului net a determinat adâncirea substanțială a deficitului de cont curent la 4,5 la sută din PIB în anul 2018, de la 3,2 la sută în anul anterior.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 2 aprilie 2019, cele mai recente evaluări reliefa perspectiva menținerii pe orizontul scurt de timp a ratei anuale a inflației peste limita superioară a intervalului țintei, în condițiile poziționării acesteia pe o traiectorie mai înaltă față de cea mai recentă prognoză pe termen mediu, publicată în *Raportul asupra inflației* din februarie 2019. Evaluarea era în continuare grevată de riscuri și incertitudini semnificative, asociate conduitei politicii fiscale și a celei de venituri și condițiilor de pe piața muncii. De asemenea, evoluția deficitului de cont curent rămânea îngrijorătoare. Importante se mențineau și riscurile aferente mediului extern identificate anterior, inclusiv efectele posibile ale *Brexit*.

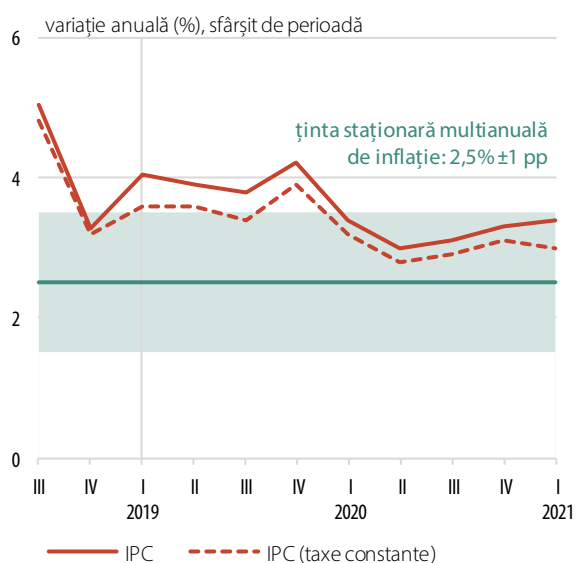
Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, concomitent cu păstrarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, Consiliul de administrație a subliniat că mixul echilibrat de politici macroeconomice și implementarea de reforme structurale care să stimuleze potențialul de creștere pe termen lung sunt esențiale pentru menținerea stabilității macroeconomice și întărirea capacității economiei românești de a face față unor eventuale evoluții adverse.

Perspectivile inflației

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC va atinge 4,2 la sută la sfârșitul anului 2019 și 3,3 la sută la finele anului 2020. Față de *Raportul* precedent, scenariul actualizat revizuieste într-o măsură semnificativă proiecția pentru finalul anului curent, cu 1,2 puncte procentuale, și doar marginal pe cea pentru sfârșitul anului viitor, cu 0,2 puncte procentuale. Diferența semnificativă față de prognoza precedentă pentru anul curent se datorează preponderent evoluției din trimestrul I a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare (îndeosebi prețul legumelor, al combustibililor și al produselor din tutun), cu un impact cumulat la finele anului 2019 de +0,9 puncte procentuale. O influență în același sens a fost evaluată și în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, cu o contribuție revizuită la proiecția inflației IPC din decembrie 2019 de +0,3 puncte procentuale, în timp ce dinamica prețurilor administrate a fost ajustată în jos la acest orizont.

Excluzând componentele coșului de consum afectate preponderent de șocuri de natura ofertei (LFO, combustibili), la configurarea presiunilor inflaționiste din economie au contribuit în proporții însemnate și prevederile legislative adoptate recent (OUG nr. 114/2018, modificată prin OUG nr. 19/2019). Astfel, în cazul ratei

Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

anuale a inflației CORE2 ajustat, 0,4 puncte procentuale din plusul inflaționist al componentei provine din majorări ale tarifelor la serviciile de telecomunicații, deja operate sau preconizate a fi operate de companiile vizate de impunerea unor taxe suplimentare asupra cifrei de afaceri. Dinamica proiectată a prețurilor administrate reflectă prevederile OUG nr. 19/2019, precum și normele autorităților de profil (ANRE), și are în vedere deciziile de plafonare a prețului de achiziție al gazelor naturale și, respectiv, al celui al energiei electrice la consumatorii finali. Pentru componenta tutun, coordonatele scenariului de bază reflectă preponderent prevederile aceluiași acte normative referitoare la calendarul de majorare a accizelor pentru această categorie de produse, dar și comportamentul istoric al operatorilor economici din acest sector privind creșterile prețului final.

Datele publicate ulterior *Raportului* din februarie 2019

au confirmat anticipările privind temperarea creșterii economice în anul 2018 (4,1 la sută variație anuală, față de 7 la sută în anul 2017), precum și structura acesteia, dominată de aportul consumului, pe fondul unor investiții în ușoară reducere și al încetirii dinamicii pozitive a exporturilor, în paralel cu un ritm susținut al importurilor. Decelerarea dinamicii activității economice este de așteptat a continua în anii 2019 și 2020, la orizontul proiecției fiind anticipată poziționarea acesteia în apropierea creșterii potențiale a PIB. În pofida incertitudinilor asociate impactului modificărilor legislative, se poate decela în perspectivă o structură a creșterii economice al cărei principal motor va continua să rămână consumul, cu un parcurs corelat cu cel al venitului disponibil real, în contextul persistenței avansului salariilor atât în mediul privat, cât și în cel bugetar și al majorării transferurilor bugetare (pe fondul creșterilor anunțate ale punctului de pensie); totodată, scenariul de bază preconizează o ameliorare a evoluției formării brute de capital fix, ulterioară contracției componentei din 2018, însă ritmurile anuale sunt de așteptat să rămână inferioare mediei înregistrate în perioada postcriză. Componenta este direct afectată de măsurile fiscale recente, care ar putea avea ca impact amânarea sau diminuarea de către agenții economici a unei părți a investițiilor planificate, inclusiv a fluxului investițiilor străine directe adresate României. În aceste condiții, dinamici mai ridicate ale formării brute de capital fix, esențiale din perspectiva dezvoltării capacității productive a economiei, sunt strict condiționate de ritmul atragerilor de fonduri europene, precum și de alocările de investiții derulate din fonduri publice. Contribuția exportului net este anticipată a rămâne negativă, cu o intensitate ridicată și pe parcursul anului 2019, iar ulterior în atenuare.

În acest context, pornind de la valoarea înregistrată în anul 2018, de 4,5 la sută, scenariul de bază preconizează continuarea pe intervalul de proiecție a majorării deficitului de cont curent ca pondere în PIB. În raport cu valoarea de tip „reper” de 4 la sută, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene², evoluțiile proiectate semnalează, pe lângă abaterea

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

de la criteriile din tabloul de bord și acumularea într-un ritm mai rapid a dezechilibrelor în plan extern în cazul României comparativ cu partenerii regionali. Gradul de sustenabilitate a evoluțiilor la nivelul deficitului de cont curent este problematic și din perspectiva preconizării finanțării doar parțiale a indicatorului pe seama atragerilor de fonduri europene structurale și de investiții aferente cadrului financiar multianual curent și, respectiv, a intrărilor de investiții străine directe; acestea din urmă vor fi afectate de încetinirea activității economice a principalilor parteneri comerciali, precum și de frecvența ridicată a modificărilor legislative în plan intern.

Deviația PIB de la nivelul potențial se va înscrie pe o traiectorie ușor ascendentă până la începutul anului 2020, urmată de o relativă aplatizare pe restul intervalului de prognoză. Traectoria acestuia reflectă caracterul acomodativ al condițiilor monetare reale în sens larg – de așteptat a persista doar până în prima parte a anului viitor –, avansul cererii externe efective – deși dinamica acesteia cunoaște o încetinire de ritm atât față de anul 2018, cât și în raport cu evaluările privind ritmul potențial –, precum și impulsul fiscal stimulat – în principal pe seama prevederilor privind majorarea semnificativă a punctului de pensie. Noile valori ale deviației PIB sunt, însă, inferioare celor din *Raportul* anterior pe întregul interval de prognoză și reflectă reevaluările în sens descendent ale cererii externe și ale impactului condițiilor monetare reale în sens larg. În aceste condiții, aportul deviației PIB la creșterea economică este de așteptat să atingă valori apropiate de zero la orizontul anului 2020.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a-și continua traiectoria ascendentă până la sfârșitul anului 2019, când va atinge 3,8 la sută, decelerând ulterior și poziționându-se la finele anului 2020 la limita superioară a intervalului de variație al țintei (3,5 la sută). Pornind de la nivelul de 2,4 la sută atins în decembrie 2018, presiunile inflaționiste acumulate la nivelul acestei componente se vor amplifica treptat. În acest sens acționează majorarea excesului de cerere agregată din economie, pe fondul creșterii generalizate a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici până la un orizont de patru trimestre, și acumularea de presiuni inflaționiste mai pronunțate pe termen mediu provenind din partea mediului extern asupra prețurilor transformate în lei ale bunurilor din import.

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

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

În pofida diminuării unor riscuri evidențiate în runda precedentă, potențialele efecte adverse de mai mare amploare ale OUG nr. 114/2018 fiind parțial atenuate de prevederile OUG nr. 19/2019, conduita politicii fiscale și a celei de venituri își păstrează relevanța ca sursă de riscuri, dar mai ales de incertitudini pe intervalul de proiecție. Astfel, configurația acestor politici ar putea fi grevată de calendarul electoral încărcat din intervalul 2019-2020, în condițiile în care măsuri ce ar putea să favorizeze cheltuielile curente, în defavoarea celor cu aport investițional, ar urma să aibă ca efect probabil

diminuarea în și mai mare măsură a spațiului fiscal de manevră aflat la dispoziția autorităților. Aceste riscuri ar putea cunoaște o amplificare în eventualitatea configurării unor dificultăți în asigurarea surselor stabile de finanțare a deficitelor și de refinanțare a datoriei publice, putând conduce, *ceteris paribus*, inclusiv la afectarea poziției externe a economiei.

Noile prevederi legislative ale OUG nr. 19/2019 sunt de natură să facă impredictibil comportamentul investițional al agenților din sectorul privat și, în același timp, să complice, prin anumite reglementări punctuale, transmisia monetară, cu implicații asupra cadrului general al politicii monetare. Consecințe posibile ar putea consta, pe de o parte, în diminuarea pe termen mediu și lung a dinamicii PIB potențial, printr-o contracție a volumului investițiilor derulate în economie, iar pe de altă parte, în realizarea unui dozaj mai puțin echilibrat al politicilor economice din România, necesar atenuării fluctuațiilor ciclice ale activității economice.

Își păstrează relevanța și în runda curentă riscurile asociate evoluțiilor de pe piața muncii, pe seama menținerii gradului ridicat de tensionare a acesteia asociat deficiențelor structurale persistente, caracteristică vizibilă inclusiv în plan regional. Acestea au potențialul, pe de o parte, de a produce reconfigurări ale dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației, iar pe de altă parte, de a exercita presiuni asupra costurilor firmelor cu impact inclusiv asupra competitivității interne și externe a unor sectoare economice, orice modificări de la ipotezele luate în calcul fiind de natură să producă abateri ale creșterii economice și, respectiv, ale ratei inflației de la coordonatele scenariului de bază.

Pe plan extern, riscuri decurg din încetinirea economiei globale, inclusiv pe fondul unei potențiale intensificări a măsurilor protecționiste, în contextul deteriorării relațiilor comerciale dintre SUA și China. Rămân relevante riscurile asociate conduitei politicii monetare a BCE, în pofida recente schimbări de perspectivă de natură să le diminueze probabilitatea de materializare, și, în acest context, cele aferente atitudinii probabile a băncilor centrale din regiune. Configurația finală a *Brexit* rămâne în continuare o sursă importantă de incertitudini, în pofida diminuării acestora în contextul amânării până la 31 octombrie 2019 a termenului de finalizare a procesului. Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea genera realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu impact asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației.

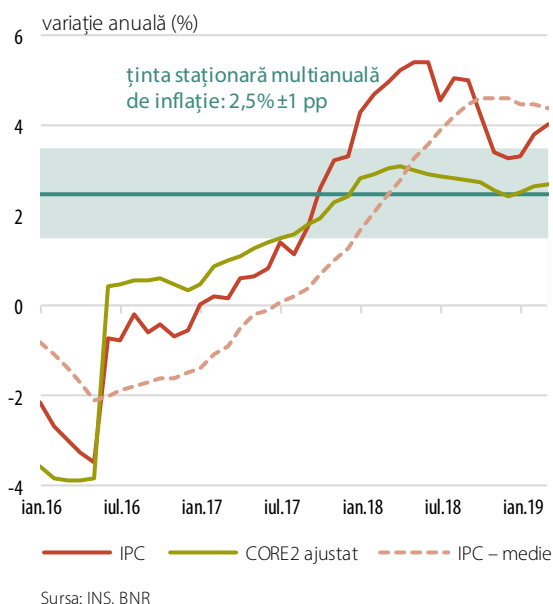
Decizia de politică monetară

Având în vedere caracteristicile perspectivei inflației, multitudinea incertitudinilor și riscurilor induse la adresa ei de mediul intern și de cel extern, precum și relevanța conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și ale băncilor centrale din regiune, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 15 mai 2019 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută, concomitent cu întărirea controlului asupra lichidității de pe piața monetară. În același timp, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,50 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a întrerupt parcursul descendent la începutul anului 2019, depășind în luna februarie intervalul de variație asociat țintei staționare (de 2,5 la sută ± 1 punct procentual) și încheind trimestrul I la nivelul de 4,03 la sută (cu 0,76 puncte procentuale deasupra celui consemnat la finalul anului 2018). Cu excepția prețurilor administrate, toate marile grupe de bunuri și servicii incluse în coșul de consum al populației au contribuit la schimbarea de tendință a inflației, în contextul manifestării unui conglomerat de șocuri nefavorabile, printre care creșterea cotației internaționale a țigetei, deprecierea moderată a monedei naționale sau majorarea substanțială a accizei pentru țigarete, dar și al influențelor inflaționiste provenind din sfera factorilor fundamentali – costurile ridicate cu forța de muncă ale companiilor și cererea de consum robustă. În aceste condiții, și inflația de bază CORE2 ajustat și-a accelerat ușor dinamica anuală, atingând 2,7 la sută la finele trimestrului I, față de 2,4 la sută în luna decembrie a anului anterior (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

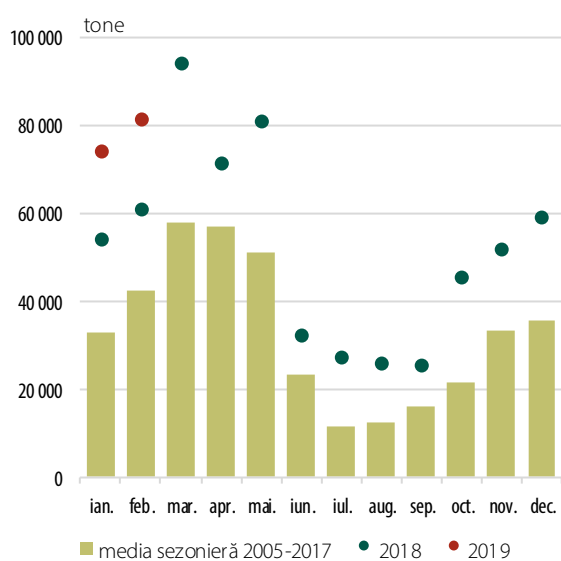


Avansul ratei anuale a inflației a fost imprimat în mod decisiv de scumpirea semnificativă a legumelor. Pe plan local, recolta a fost afectată de seceta din intervalul august-octombrie 2018, care a generat deficite de ofertă în cazul cartofilor și al altor legume și importuri peste mediile sezoniere în lunile de iarnă (Grafic 1.2). Producerea acestui fenomen într-o perioadă de depreciere a monedei naționale atât în fața euro, cât și a celorlalte monede din regiune, dar și de creștere cvasigeneralizată a prețului legumelor în rândul statelor membre ale UE (indusă de condițiile climaterice nefavorabile), a pus presiune pe prețurile interne de consum ale acestei categorii de bunuri, imprimându-le în luna martie cea mai alertă dinamică anuală din ultimii șapte ani: 35 la sută (Grafic 1.3).

Totodată, la mișcarea ascendentă a dinamicii anuale a IPC au contribuit și produsele din tutun, ulterior

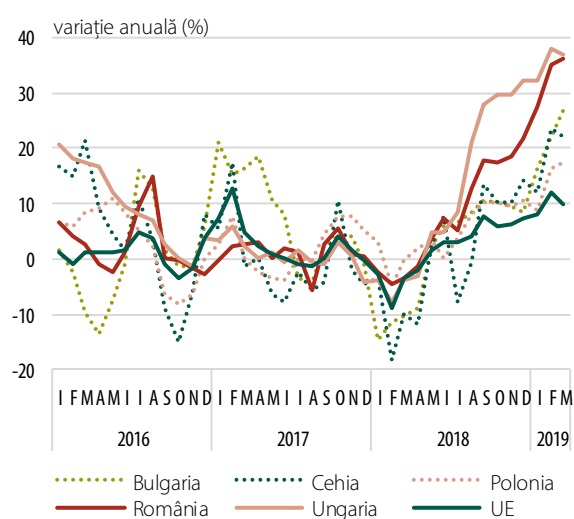
majorării ample a accizei la începutul anului 2019. Astfel, calendarul inițial de stabilire a accizei, care presupunea creșterea acesteia cu 2 la sută în fiecare an la data de 1 aprilie, a fost devansat prin aplicarea unui nivel cu aproximativ 8 la sută mai mare de la 1 ianuarie 2019, stabilindu-se în același timp un quantum mai ridicat ale acesteia în anii următori. În acest context, producătorii au operat două ajustări succesive de câte 50 de bani ale prețului pachetului de țigarete în primul trimestru al anului, puțin peste nivelul justificat de noua valoare a accizei.

Grafic 1.2. Importurile de legume



Sursa: Eurostat

Grafic 1.3. Inflația legumelor în Europa



Notă: Conform structurii armonizate a prețurilor.

Sursa: Eurostat

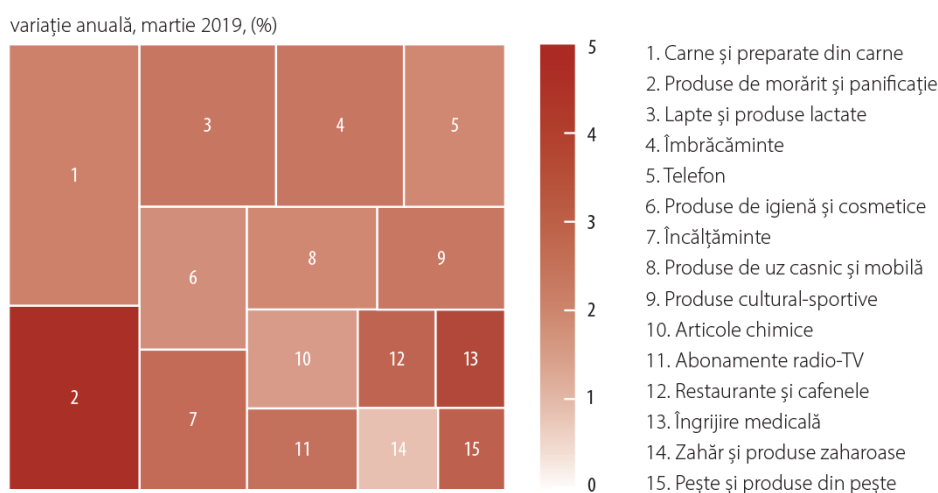
O altă componentă din afara sferei de influență a politicii monetare care a înregistrat o ușoară accelerare a dinamicii anuale a fost grupa combustibililor (până la 6,2 la sută în luna martie), în contextul unui cumul de șocuri nefavorabile: creșterea accizei începând cu 1 ianuarie 2019 (determinată de indexarea cu rata inflației), tendința ascendentă pe care s-a înscris cotația țițeiului Brent încă din prima zi a anului, dar și deprecierea leului în raport cu dolarul SUA. Deși impactul însumat al acestor factori s-a tradus în scumpiri relativ pronunțate ale combustibililor în primul trimestru din 2019 (aproape 4 la sută cumulată), efectul asupra ratei anuale a fost parțial compensat de creșterile de preț din debutul anului 2018.

De asemenea, inflația anuală a componentei CORE2 ajustat a reînceput să crească ușor în primele trei luni ale anului 2019, până la 2,7 la sută. Mișcarea a fost imprimată de această dată de bunurile nealimentare și servicii, după un an în care evoluția inflației de bază a fost indusă de prețul alimentelor – pe acest palier nu s-au mai resimțit presiuni din partea materiilor prime agroalimentare (dinamici anuale negative pentru carne de porc, lapte, zahăr), cu excepția grâului, care continuă să antreneze scumpiri lunare peste medie ale produselor de panificație (+0,4 la sută lunar în medie în ultimele 12 luni). Pentru serviciile de piață, parcursul inflaționist din primul trimestru al anului 2019 a fost determinat în cea mai mare parte de accelerarea ritmului de depreciere a monedei naționale, la care s-au adăugat și primele efecte ale modificărilor legislative introduse la finalul anului 2018, transpuse în majorarea tarifelor aferente unor abonamente de televiziune.

Suplimentar, coordonatele fundamentale ale economiei locale continuă să genereze dinamici trimestriale ale inflației de bază superioare mediilor pe termen mai îndelungat. Relevantă pentru dinamica CORE2 ajustat rămâne acumularea în ultimii trei ani a unor presiuni pe canalul costurilor cu forța de muncă ale companiilor și al cererii excedentare de consum, acoperită într-o proporție importantă din surse externe, fapt care antrenează adâncirea deficitului comercial cu bunuri de consum (numai în anul 2018 comerțul cu

bunuri de consum nealimentare a contribuit cu peste 1 miliard de euro la deteriorarea balanței bunurilor). Dincolo de influența lor directă, elementele de mai sus sunt de asemenea susceptibile să acționeze drept catalizator, înlesnind transmisia în prețurile de consum a presiunilor determinate de șocurile adverse de natura ofertei, precum și a celor provenind din modificările legislative ori din deprecierea monedei naționale. În acest context, inflația anuală pe segmentul bunurilor nealimentare incluse în coșul de bază a atins un vârf de 2,5 la sută în luna februarie, cel mai ridicat nivel de după 2011 (Grafic 1.4).

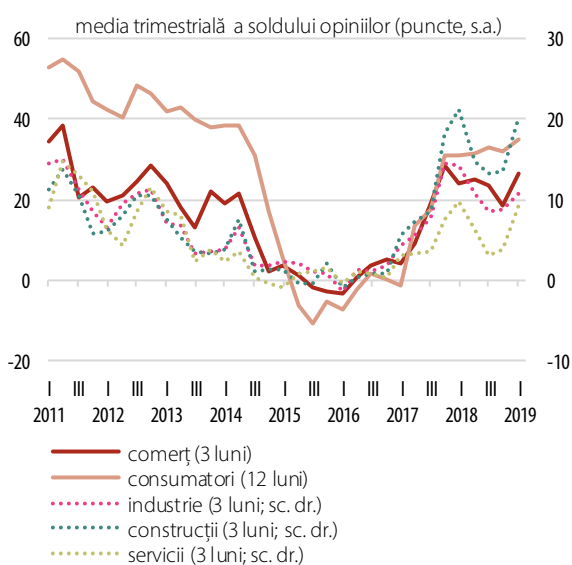
Grafic 1.4. Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Produsele reprezentate în grafic acoperă aproximativ 81 la sută din coșul de consum aferent inflației de bază în 2019. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în CORE2 ajustat, iar intensitatea culorii cu variația anuală a prețului.

Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

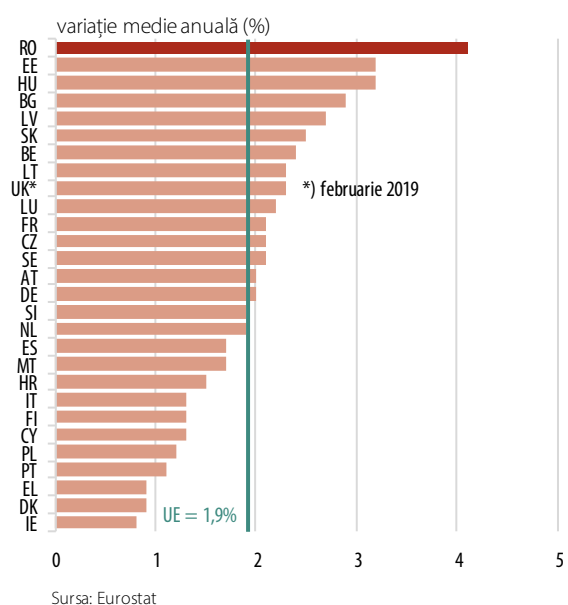
Singura grupă care a acționat în sens dezinflaționist în primele trei luni ale anului 2019 a fost cea a produselor cu prețuri administrate. Determinant în acest caz a fost însă un efect de bază favorabil aferent scumpirilor la utilități în trimestrul I 2018, care nu au mai fost replicate decât în mică măsură în acest an. În plus, la parcursul descendent a contribuit și reducerea cotei TVA la 9 la sută pentru serviciile de canalizare începând cu 1 ianuarie 2019.

În planul anticipațiilor, în trimestrul I 2019 atât consumatorii, cât și operatorii economici din toate sectoarele și-au ajustat ascendent așteptările privind evoluția prețurilor (Grafic 1.5). Cele mai mari creșteri ale soldurilor conjuncturale se remarcă în cazul agenților din comerț și construcții, consumatorii fiind singurii pentru care soldul a depășit valoarea ridicată atinsă la finele anului 2017 (moment guvernat de multiple șocuri de natura ofertei). Aceeași imagine

este sugerată și de opiniile formulate de către analiștii bancari în perioada ianuarie-aprilie 2019, care anticipează o valoare mai înaltă pentru rata anuală a inflației la finele

anului 2019. În schimb, ratele așteptate ale inflației pe orizonturile mai îndepărtate (până la doi ani) au fost recalibrate la valori ușor mai reduse comparativ cu perspectiva prevalentă în trimestrul IV 2018, continuând să se situeze totuși în interiorul intervalului țintei.

Grafic 1.6. IAPC mediu anual în UE – mar. 2019



Deși în primele trei luni din 2019 rata anuală a inflației și-a reluat evoluția crescătoare, valoarea medie anuală a urmat o traiectorie descendentă, pe fondul eliminării din baza de calcul a valorilor de la începutul anului 2018, când inflația se plasa la unele dintre cele mai alerte ritmuri din perioada recentă. Astfel, nivelul mediu determinat pe baza metodologiei naționale a coborât ușor până la 4,4 la finele trimestrului I, în timp ce rata medie calculată conform structurii armonizate s-a menținut în martie la 4,1 la sută, cel mai ridicat nivel din rândul statelor membre ale UE pentru a opta lună consecutiv, diferența față de media europeană rămânând semnificativă – peste 2 puncte procentuale (Grafic 1.6).

Rata anuală a inflației la finele trimestrului I 2019 s-a situat cu 1 punct procentual peste nivelul anticipat în ediția din februarie a *Raportului asupra inflației* (4 la sută, comparativ cu o prognoză de 3 la sută).

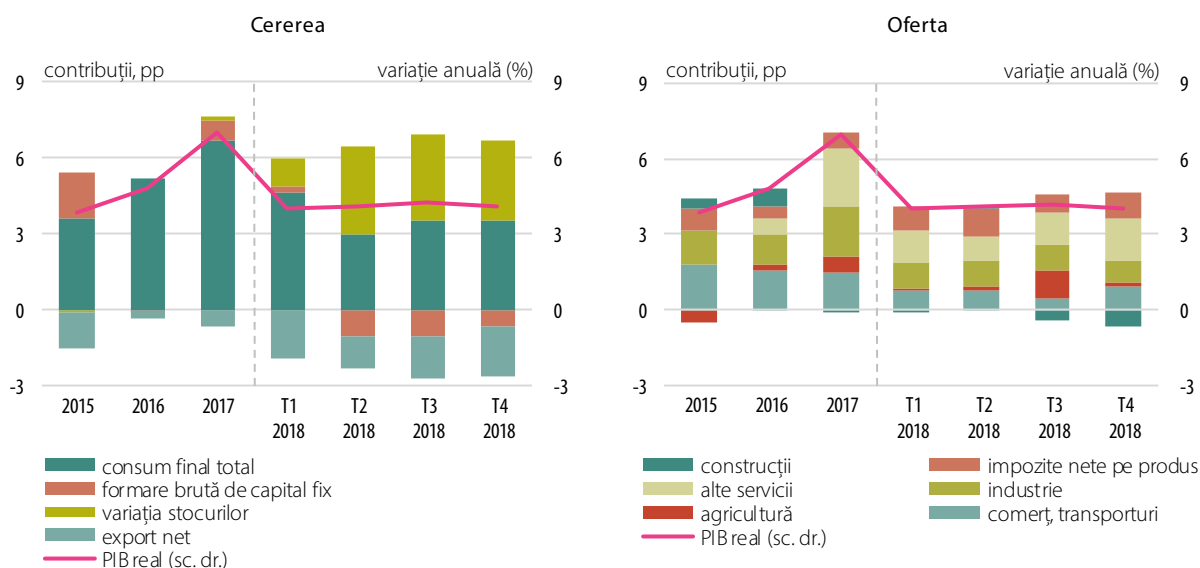
Deși toate componentele coșului de consum au avut o contribuție, această diferență față de prognoză a survenit în principal pe fondul creșterii semnificative și neanticipate a prețului legumelor. Valoarea înregistrată în cazul inflației de bază CORE2 ajustat la sfârșitul trimestrului I 2019 (2,7 la sută, variație anuală) a fost superioară cu 0,2 puncte procentuale celei prognozate.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul IV 2018, avansul PIB real s-a consolidat la valoarea consemnată în primele nouă luni, respectiv 4,1 la sută (variație anuală). Economia românească a încheiat astfel un nou an de creștere bazată pe consum, cu acumulări de capital în scădere față de anul 2017 și cu exporturi mai puțin viguroase, pe fondul evoluției sub așteptări a economiilor europene, dar și al anumitor influențe temporare și pierderi de competitivitate (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică

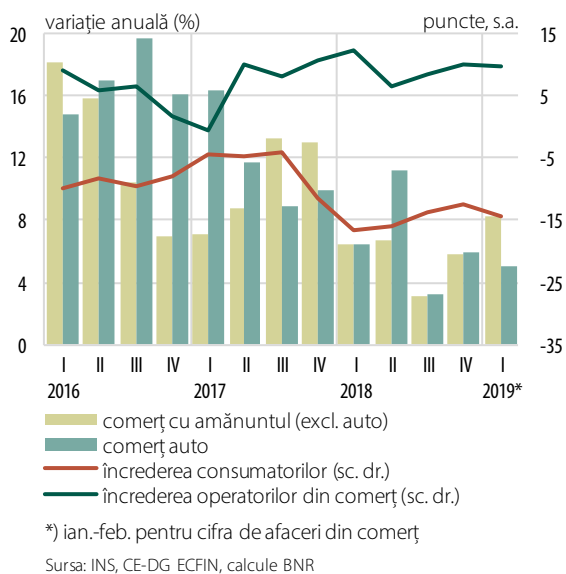


Sursa: INS, calcule BNR

În linie cu traiectoria anticipată, consumul privat și-a accelerat viteza de creștere (până la 4,5 la sută în trimestrul IV 2018, variație anuală), fiind potențat de ritmul robust al veniturilor reale ale populației (de exemplu, componenta salarială³ a avansat cu circa 11 la sută în termeni anuali, ritm ușor mai alert decât cele din primele trei trimestre). O contribuție suplimentară a venit din dinamizarea creditelor noi de consum (exclusiv cele renegociate), până la circa 25 la sută (variație anuală reală). Extinderea consumului populației s-a regăsit în activitatea de comerț și servicii de piață, volumul cifrei de afaceri marcând o intensificare de ritm (până la circa 6,0 la sută), dar și în achizițiile de pe piața țărănească și autoconsumul de bunuri agroalimentare produse în cadrul gospodăriilor, în asociere cu producția agricolă remarcabilă.

³ Calculată ca produs dintre salariul mediu net real pe economie și numărul de salariați.

Grafic 2.2. Activitatea comercială și indicatorii de încredere



Dinamica înregistrată de consumul populației va rămâne cel mai probabil pe un palier înalt și în următoarea perioadă, după cum ilustrează așteptările pentru trimestrul I 2019 ale operatorilor din comerț și servicii (indicatorii de încredere și-au păstrat valorile ridicate, potrivit Sondajului INS-DG ECFIN). Totodată, încrederea consumatorilor s-a ameliorat succesiv pe parcursul primelor trei luni ale anului 2019, noile majorări salariale, induse și de creșterea nivelului salariului minim în luna ianuarie, antrenând îmbunătățirea perspectivei asupra situației financiare, inclusiv în ceea ce privește intenția de a cumpăra bunuri de folosință îndelungată. În schimb, resursele împrumutate își vor restrânge probabil contribuția, băncile comerciale anticipând o stagnare a cererii de credite de consum în trimestrul I, inclusiv ca urmare a înăsprii semnificative a standardelor de creditare⁴ (evoluția este deja confirmată de variația anuală marginal negativă înregistrată în intervalul ianuarie-

februarie de fluxul real al creditelor noi de consum, exclusiv cele renegotiate). Menținerea cererii robuste de consum în prima parte a anului 2019 este reflectată de parcursul favorabil al cifrei de afaceri din comerț și servicii pentru populație în perioada ianuarie-februarie – accelerare de volum până la circa 8 la sută în termeni anuali, localizată pe segmentul bunurilor de uz curent, dar mai ales pe cel al bunurilor durabile (îndeosebi achiziții pentru dotarea locuinței) și al prestărilor de servicii de piață către populație (Grafic 2.2).

În trimestrul IV 2018, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 10,6 miliarde lei (echivalent cu 1,1 la sută din PIB), semnificativ mai mare decât cel aferent precedentelor trei luni (1,8 miliarde lei, respectiv 0,2 la sută din PIB), relaxarea execuției bugetare fiind totuși considerabil inferioară celei din perioada similară a anului precedent⁵. Majorarea deficitului a fost consecința amplificării substanțiale a cheltuielilor bugetare totale⁶, în principal pe fondul creșterii componentelor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile⁷, de capital⁸ și cu bunuri și servicii. Veniturile bugetare s-au majorat la rândul lor, dar într-o măsură mai mică⁹, cu precădere pe seama creșterii sumelor primite de la UE¹⁰, a veniturilor din TVA, din impozitul pe profit și pe salarii și venit, precum și din contribuții de asigurări¹¹.

⁴ Potrivit Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, februarie 2019.

⁵ În ultimul trimestru din 2017, execuția bugetului general consolidat a generat un deficit considerabil mai mare (17,5 miliarde lei, respectiv 2,0 la sută din PIB), după ce în precedentele trei luni consemnase un sold cvasiechilibrat (-0,5 miliarde lei).

⁶ Dinamica anuală reală a acestora a scăzut însă ușor (la 9,3 la sută, de la 11,8 la sută în trimestrul precedent).

⁷ Al căror impact asupra variației soldului bugetului general consolidat a fost însă compensat de amplificarea sumelor primite de la UE.

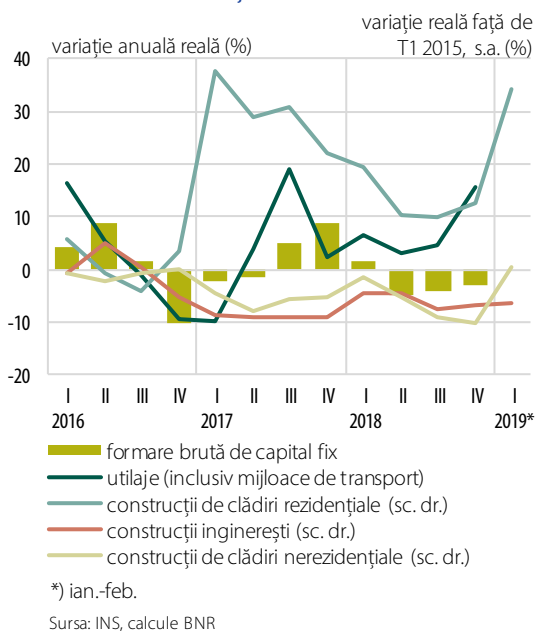
⁸ Reflectând inclusiv efectul unor plăți aferente cheltuielilor în domeniul apărării.

⁹ Creșterea anuală reală a acestora a depășit-o însă semnificativ pe cea a cheltuielilor (ajungând la 21,8 la sută, de la 10,0 la sută în trimestrul precedent).

¹⁰ Reflectând inclusiv impactul pozitiv al unor sume cu caracter excepțional de la UE.

¹¹ O contribuție de sens opus a provenit din partea comprimării veniturilor nefiscale, determinată însă și de un efect de bază datorat evoluției încasărilor din dividende de la entități cu capital de stat.

Grafic 2.3. Investiții



Formarea brută de capital fix a continuat să se restrângă în termeni anuali (-3,2 la sută în trimestrul IV 2018), creșterea alertă a achizițiilor de echipamente fiind insuficientă pentru a contrabalansa o nouă scădere a investițiilor de natura construcțiilor (Grafic 2.3). În prima parte a anului 2019, se prefigurează o atenuare a declinului formării brute de capital fix, odată cu redresarea construcțiilor de clădiri (sursele de finanțare a investițiilor în tehnologii evoluând, la rândul lor, favorabil), dar nu este exclusă o influență negativă generată de întârzierea relansării marilor proiecte de infrastructură și de persistența climatului de incertitudine indus de anumite măsuri legislative recent adoptate.

În perioada octombrie-decembrie 2018, achizițiile de echipamente (inclusiv autovehicule cumpărate de companii și instituții) și-au păstrat traiectoria crescătoare din primele trei trimestre (+15,6 la sută),

deopotrivă pe seama cumpărărilor de pe piața locală și din import. Semnale în sensul finalizării recente sau al derulării unor proiecte de investiții pentru re tehnologizarea și extinderea capacităților existente, dar și pentru deschiderea unor unități noi, sunt mai pronunțate în ramuri industriale precum fabricarea de autovehicule și componente, industria produselor electrocasnice și cea a materialelor de construcții.

Investițiile sectorului corporativ vor continua să se extindă în următoarea perioadă, o intensificare de ritm fiind, însă, puțin probabilă. Astfel, trendul ascendent pe care au continuat să se plaseze și în primele două luni ale anului 2019 anumite surse de finanțare (sub formă de participații la capital și profituri reinvestite de companiile străine, dar și de credite pentru echipamente¹²) este posibil să se atenueze ulterior, în condițiile în care pentru trimestrul I se anticipează o stagnare a cererii de credite pe termen mediu și lung a firmelor, în asociere cu înăsprirea semnificativă a standardelor practicate de băncile comerciale¹³. În plus, nu pot fi trecute cu vederea limitările de ordin structural cu care continuă să se confrunte mediul de afaceri în activitatea investițională (în special cele referitoare la insuficiența unei infrastructuri moderne de transport și la deficitul de personal calificat). Acestea li se adaugă anumite preocupări asociate evoluției cursului de schimb al monedei naționale și instabilității cadrului legislativ.

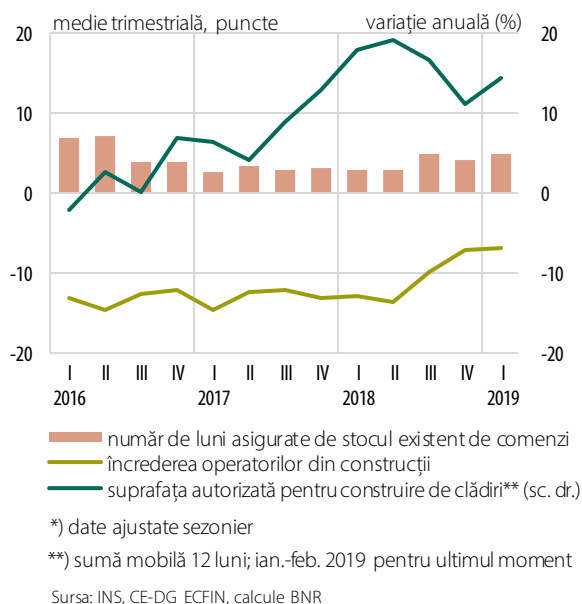
Similar primelor trei trimestre ale anului precedent, investițiile de natura construcțiilor noi și a reparațiilor capitale au avut un parcurs divergent față de cel al achizițiilor de echipamente. Totuși, declinul înregistrat în perioada octombrie-decembrie (-7,6 la sută în termeni anuali) nu a mai fost atât de pronunțat ca în trimestrul anterior, o contribuție revenind redresării în termeni trimestriali a segmentului clădirilor, traiectorie care s-a

¹² Primele două categorii menționate (care reprezintă fluxuri de natura investițiilor străine directe) și-au majorat continuu valoarea începând din iulie 2018 (calculare prin însumare pe ultimele 12 luni); stocul creditelor pentru echipamente a crescut în termeni reali cu 6,2 la sută în perioada ianuarie-februarie 2019, dinamică anuală ușor inferioară celei din trimestrul IV 2018.

¹³ Conform Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (februarie 2019).

prelungit și în intervalul ianuarie-februarie 2019. Construcțiile ingineresti s-au extins (7,3 la sută, variație anuală), însă pe ansamblul anului 2018 acest segment a fost încă departe de a fi recuperat pierderile severe din 2016-2017 (-30 la sută, variație cumulată).

Grafic 2.4. Perspective privind construcțiile*



Este posibil ca evoluția favorabilă la nivelul ofertei de clădiri noi să caracterizeze și următoarele luni, după cum sugerează creșterea mai alertă a suprafețelor autorizate pentru construire în perioada martie 2018 – februarie 2019 (în special în cazul locuințelor), care s-a reflectat și în menținerea încrederii operatorilor din construcții în primele trei luni din 2019 la valori semnificativ superioare celor consemnate în anul precedent (Grafic 2.4). În același timp însă, sectorul construcțiilor pare să se confrunte cu acumularea recentă a unor factori cu acțiune limitativă pentru activitatea din perioada următoare – înăsprirea standardelor de creditare, deprecierea monedei naționale, precum și dificultăți generate de anumite modificări legislative. În acest din urmă caz, semnificative sunt întârzierile semnalate de anumiți actori din piață în ceea ce privește derularea proiectelor de construcții, ca urmare a neclarităților și a cheltuielilor generate de adoptarea OUG nr. 114/2018. De altfel, prevederea referitoare la creșterea salariilor din construcții începând cu ianuarie 2019 afectează și proiectele de investiții publice, inclusiv cele cu finanțare din fonduri europene, existând riscul ca acoperirea costurilor suplimentare să necesite majorarea valorii neeligibile a proiectelor, fapt de natură să greveze capitolul de cheltuieli de capital din bugetul public.

Cererea externă netă a continuat să erodeze creșterea economică și în trimestrul IV (-1,9 puncte procentuale), mai puternic decât în celelalte trei trimestre ale anului 2018. Volumul exporturilor de bunuri a avansat cu numai 0,4 la sută în termeni anuali, într-un context internațional dominat de incertitudine, situație la care s-au adăugat anumite influențe temporare și probleme de competitivitate a produselor autohtone. Exporturile vor continua să crească și în lunile următoare, însă cu o viteză

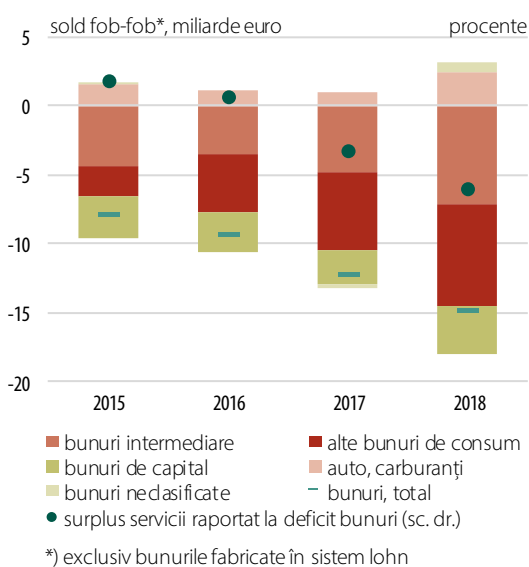
moderată, având în vedere revizuirile în sens descendent ale prognozelor privind creșterea economică în UE și pe plan global. De altfel, în primele două luni ale anului 2019, ritmurile anuale aferente atât valorii exporturilor¹⁴, cât și volumului de comenzi externe adresate companiilor industriale autohtone au fost inferioare nivelurilor medii

¹⁴ Potrivit balanței de plăți (BPM6).

înregistrate în anul precedent. O influență favorabilă ar putea veni totuși din partea livrărilor de materii prime agricole, pe fondul producției de excepție la culturile de porumb și floarea-soarelui (Grafic 2.5).

Aportul principal la frânarea ritmului exporturilor de bunuri a aparținut vânzărilor de componente auto, care și-au accentuat declinul comparativ cu trimestrul III (până la -17,6 la sută, variație anuală), în asociere cu fluctuația indusă în producția auto europeană de modificarea standardelor de testare a emisiilor pentru autovehiculele noi, începând cu 1 septembrie 2018. Evoluții negative au înregistrat și livrările externe de produse petroliere (contractie temporară, posibil asociată reviziei derulate în luna noiembrie la una dintre rafinăriile locale de primă mărime), cele de echipamente din domeniile naval și aeronautic (segmente industriale caracterizate prin volatilitate pronunțată a activității), precum și exporturile de bunuri de consum (sector marcat în continuare de pierderi de competitivitate, induse de creșterea alertă a costurilor unitare cu forța de muncă). În schimb, rezultate remarcabile au consemnat, ca de altfel pe parcursul întregului an 2018, vânzările de autovehicule, dar și cele de motoare și transformatoare electrice, performanțe care le-au asigurat totodată consolidarea cotelor deținute pe piața europeană (principala destinație pentru ambele categorii de produse).

Grafic 2.6. Balanța bunurilor



Importurile de bunuri s-au majorat cu 7,8 la sută în termeni reali, dinamizarea cererii de consum antrenând avansul cu circa 8 la sută al achizițiilor pe acest segment (mai ales produse alimentare, farmaceutice și cosmetice, încălțăminte, mobilă). O intensificare au consemnat și importurile de bunuri intermediare (2,8 la sută), în timp ce în cazul bunurilor de capital ritmul a rămas alert (8,5 la sută), în asociere cu extinderea investițiilor tehnologice, dar s-a redus la jumătate față de avansul din intervalul iulie-septembrie.

Traectoriile divergente ale exporturilor și importurilor în trimestrul IV au condus la înrăutățirea în continuare a balanței bunurilor, deficitul cumulat pe ansamblul anului 2018 majorându-se cu 2,7 miliarde euro față de anul anterior (până la 14,8 miliarde euro) – Grafic 2.6.

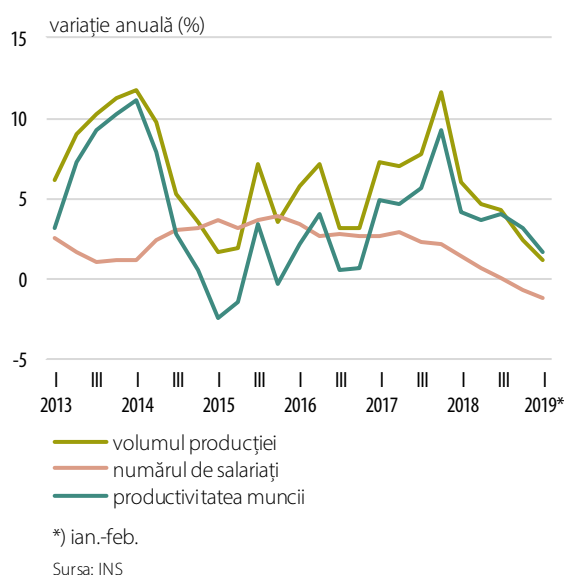
În plus, încasările nete din servicii internaționale au crescut nesemnificativ, preferința mai accentuată a populației pentru servicii externe de turism și transport compensând aproape integral veniturile mai consistente ale companiilor de transport de mărfuri și ale celor din sectorul IT&C. În aceste condiții, contraponderea oferită de surplusul serviciilor pentru dezechilibrul extern al bunurilor a scăzut până la circa 56 la sută (față de 67,4 la sută în anul 2017). Deteriorarea balanței bunurilor, alături de performanțele mai slabe ale conturilor de venituri au condus la adâncirea, pentru al patrulea an consecutiv, a deficitului contului curent, până la 9,2 miliarde euro (reprezentând 4,5 la sută din PIB).

Preocupant este și faptul că evoluția este însoțită de o erodare a finanțării acestuia din surse considerate stabile, de natura investițiilor străine directe și a fluxurilor înregistrate în contul de capital – anul 2018 a marcat coborârea sub pragul de 100 la sută a ratei de acoperire asigurate de asemenea fluxuri (54 la sută ISD și 27 la sută contul de capital), ca urmare a absorbției încă modeste de fonduri europene nerambursabile destinate proiectelor de investiții în actualul cadru de finanțare (2014-2020).

Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei a continuat să își diminueze ușor ritmul anual de creștere în ultimul trimestru din 2018 (3,4 la sută, față de 4,1 la sută

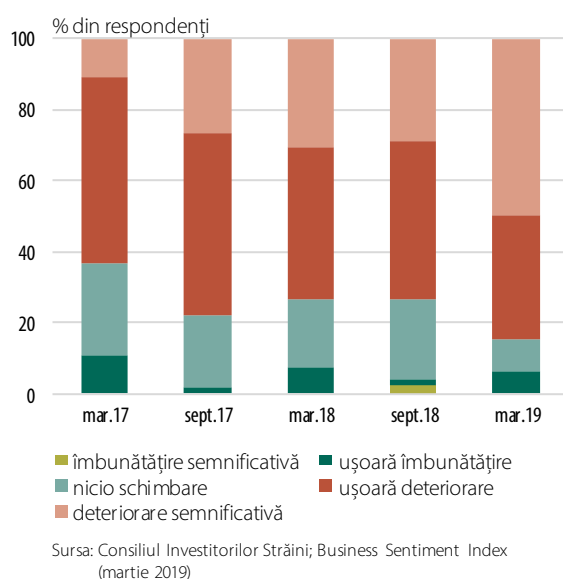
Grafic 2.7. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare



în intervalul precedent), în condițiile slăbirii impulsului notabil resimțit din partea anului agricol remarcabil în trimestrele II și III. Și segmentul industrial a cunoscut o ușoară temperare a dinamicii anuale a productivității muncii, sectorul prelucrător decelerând până la 3,1 la sută în trimestrul IV, în pofida unor condiții de cerere moderat pozitive, semnalate de avansul dinamicii comenzilor noi și al gradului de utilizare a capacităților de producție (Grafic 2.7).

Deși încetinirea din industrie poate fi pusă parțial pe seama unor factori conjuncturali, precum lucrările de revizie ale unor rafinării sau creșterile substanțiale ale prețului masei lemnoase care inhibă activitatea din industria mobilei, un rol a revenit și determinantilor cu impact de durată la nivelul unor ramuri manufacturiere. Astfel, în ultimele luni trei importanți investitori au decis oprirea procesului de producție derulat în fabricile locale. În industria alimentară, închiderea unei importante unități cu peste 400 de angajați a fost pusă pe seama deficitului de personal și a schimbării obiceiurilor de consum ale populației, în timp ce în industria ușoară – care a traversat al optulea trimestru consecutiv de contracție a productivității – sistarea activității a două fabrici cu un total de circa 1 000 de angajați a avut loc ca urmare a pierderii competitivității odată cu avansul abrupt al costurilor cu forța de muncă și cu lipsa tot mai acută de angajați calificați, cauzată inclusiv de scăderea dramatică a interesului pentru învățământului profesional. Pe lângă dificultățile întâmpinate în procesul de recrutare, determinate de deficitul de forță de muncă atât în plan cantitativ (indicat de reducerea continuă a ratei șomajului și de adâncirea în teritoriul negativ a *gap*-ului de șomaj), cât și calitativ (calificarea inadecvată a candidaților), companiile resimt efectele unui cadru legislativ incert și volatil care periclitează planurile de investiții în unele sectoare-cheie ale economiei, cum sunt cel energetic,

Grafic 2.8. Percepția investitorilor privind evoluția recentă a condițiilor de afaceri



al telecomunicațiilor sau financiar. În consecință, *Sondajul privind sentimentul mediului de afaceri* din luna martie¹⁵ indică o înrăutățire a condițiilor de afaceri în România pentru 85 la sută dintre respondenți, un nivel record, semnificativ peste cel de 73 la sută consemnat în ediția precedentă din octombrie 2018 (Grafic 2.8).

La polul opus, ramurile prelucrătoare care au performat în ultimii ani continuă să realizeze investiții, care s-ar putea transpune în accelerarea productivității industriale în acest an. Astfel, industria auto își menține parcursul ascendent, după încă un trimestru cu creștere de două cifre a productivității în termeni anuali, reducerea numărului de salariați semnalând probabil implementarea investițiilor în automatizare și eficientizare. În plus, extinderea acestui segment este sugerată de noi investiții substanțiale în capacități de producție ale componentelor auto în primele luni ale anului 2019. O imagine pozitivă se conturează și în industria de echipamente electrice, odată cu deschiderea unor noi fabrici de electrocasnice, în fabricarea materialelor de construcții, cu numeroase investiții în extinderea capacităților de producție și în cea farmaceutică, ca urmare a redeschiderii unei fabrici de profil.

Evoluții pe piața muncii¹⁶

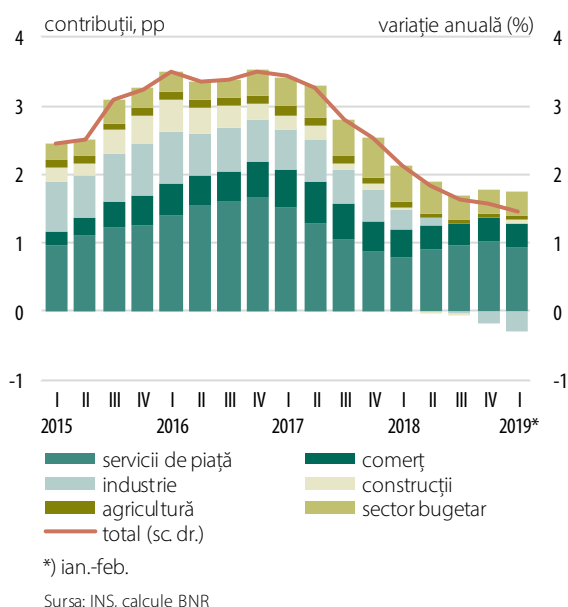
În trimestrul IV 2018, avansul numărului salariaților din economie s-a stabilizat (1,6 la sută, variație anuală), tendință care a continuat și în primele două luni ale anului 2019. Astfel, intensificarea angajărilor din construcții și serviciile de piață (respectiv activități administrative și suport, hoteluri și restaurante) a fost compensată de reducerea

personalului din industrie (până la -1,2 la sută în luna februarie). Această comprimare s-a datorat contracției numărului de salariați încadrați în ramura de fabricare a autoturismelor – cel mai degrabă antrenată de creșterea treptată a gradului de automatizare a producției, în condițiile în care activitatea la nivelul ramurii se menține robustă –, dar și în cea textilă, în asociere cu tendința de relocare a activității unor producători către zone cu forță de muncă mai ieftină (Grafic 2.9).

În același timp, oferta excedentară de forță de muncă a continuat să se restrângă, indicatorii de șomaj plasându-se la minimele post-2000 (rata șomajului înregistrat la 3,2 la sută, iar cea calculată conform metodologiei BIM la 3,8 la sută în februarie 2019). Totodată, la nivelul cererii de forță de muncă, procesul de creare de locuri de muncă s-a temperat – rata locurilor de muncă vacante s-a ajustat ușor în

sens descendent, dar a rămas la valori ridicate (Grafic 2.10). Prin urmare, condițiile de pe piața muncii s-au menținut tensionate, la o eventuală relaxare putând contribui

Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie



¹⁵ Publicat bianual de către Consiliul Investitorilor Străini, sondajul este derulat în rândul a peste 120 de companii și reflectă așteptările acestora privind evoluția activității și a calității mediului de afaceri din România.

¹⁶ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier, având ca surse principale INS, Eurostat și ANOFM.

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

În ultimul trimestru al anului 2018, cotațiile internaționale ale principalelor materii prime s-au poziționat pe un trend descendent, scăderea amplă a prețului petrolului Brent (inversată doar parțial în primele luni ale anului 2019) contribuind decisiv la temperarea dinamicii prețurilor de import și a celor de producție pentru piața internă. Variația prețurilor de producție aferente bunurilor de consum a rămas relativ stabilă, la 2 la sută, pe fondul unor influențe benigne din partea costurilor cu materiile prime agroalimentare; în schimb, pe segmentul nealimentar s-au remarcat intensificări de ritm, pe lângă presiunile acumulate pe filiera costurilor salariale unitare acționând și unii factori specifici în industria farmaceutică, iar condițiile favorabile de cerere din economie au facilitat mișcări ascendente de prețuri.

2.1. Prețurile de import

După o creștere semnificativă în cea mai mare parte a anului 2018, cotațiile bunurilor energetice și-au inversat tendința în intervalul octombrie-decembrie (Grafic 2.12).

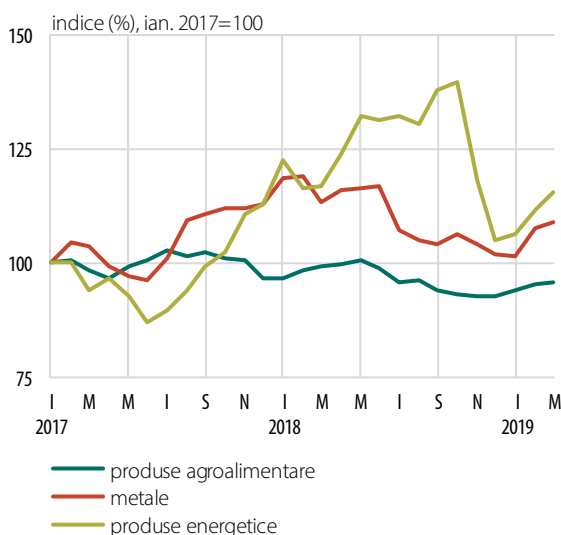
Sub acțiunea conjugată a încetinerii cererii globale și a extinderii ofertei de țigări de

către marii producători (SUA, Arabia Saudită, Rusia), prețul petrolului Brent a scăzut abrupt, ajungând la 50 de dolari SUA/baril spre finele lunii decembrie 2018 (față de 86 de dolari SUA/baril la începutul lunii octombrie). Ulterior, debutul anului 2019 a fost marcat de unele constrângeri pe latura ofertei, asociate inclusiv intrării în vigoare a celui mai recent acord OPEC+ de reducere a producției, astfel că prețul petrolului și-a reluat creșterea, la începutul lunii aprilie 2019 testând pragul de 70 de dolari SUA/baril; traiectoria a fost influențată suplimentar de o ușoară revenire a optimismului în piețe legat de evoluția cererii globale, pe fondul semnalelor venite din partea SUA referitoare la reconfigurarea politicilor economice¹⁷.

Cotațiile internaționale ale metalelor au avut un parcurs descendent în a doua jumătate a anului 2018, imprimat de temperarea activității industriale

globale și de preocupările referitoare la economia chineză, astfel încât dinamica anuală a indicelui agregat s-a plasat în trimestrul IV 2018 la -7 la sută. Anul 2019 a debutat cu o adâncire a contracției anuale, urmată de o atenuare graduală în lunile februarie și martie (până la -4 la sută), sub efectul acelorași factori de natura cererii care au condus la redresarea prețului petrolului.

Grafic 2.12. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



¹⁷ În acest sens au acționat atât politica monetară, cu anunțul Fed privind un caracter mai acomodativ al politicii monetare pe parcursul anului 2019, cât și cea comercială, în contextul unor progrese înregistrate în negocierea relațiilor cu China.

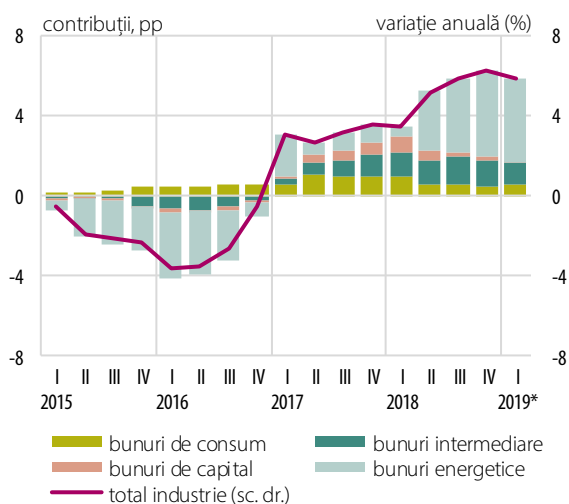
Pe piața produselor agroalimentare, cotațiile au avut variații relativ reduse pe parcursul anului 2018; dinamica anuală a indicelui FAO s-a poziționat în teritoriul negativ începând cu luna iunie și a continuat într-o manieră similară în primele trei luni ale anului 2019 (variație anuală de -3 la sută). Printre excepții a rămas segmentul cerealelor, ale căror prețuri s-au menținut peste cele practicate în anul anterior, însă și în acest caz se remarcă o estompere a presiunilor, date fiind perspectivele favorabile privind recolta din 2019 și nivelul ridicat al stocurilor mondiale; recent, majorări de prețuri au consemnat și produsele lactate, determinate de anticiparea unei oferte mai reduse pe plan global.

Astfel, în perioada octombrie-decembrie 2018 presiunile inflaționiste exercitate de prețurile externe s-au temperat, indicele anual al valorii unitare¹⁸ a importurilor decelerând până la 102,5 la sută. Această influență asupra prețurilor interne a fost în parte neutralizată de deprecierea leului față de dolarul SUA, în raport cu euro moneda națională evoluând relativ stabil. Contribuții importante la pierderea de ritm a IVU la nivel agregat au avut bunurile intermediare precum produsele minerale, chimice și metale comune, în asocierie cu mișcarea cotațiilor internaționale ale materiilor prime.

Pe latura bunurilor relevante pentru coșul de consum, presiunile au fost limitate pentru sortimentele agroalimentare – scăderi sau valori subunitare ale IVU pentru produsele din carne, grăsimi și uleiuri, zahăr, produse vegetale. În schimb, pe segmentul nealimentar, creșterea valorii unitare a importurilor a fost generalizată, variații mai ample fiind observate în cazul mijloacelor de transport (108,6 la sută pentru întregul an 2018), posibil ca urmare a orientării consumatorilor spre produse noi, mai scumpe, având în vedere creșterile salariale consistente din ultimii ani.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Grafic 2.13. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Traectoria urmată de cotațiile materiilor prime pe piețele internaționale s-a transpus în temperarea dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă în perioada ianuarie-februarie 2019, până la 5,8 la sută (-0,4 puncte procentuale față de media trimestrului IV 2018), la nivelul marilor grupe industriale pierderile de ritm fiind cvasigeneralizate (Grafic 2.13). Prețurile bunurilor energetice au fost receptive la corecția amplă suferită de cotația țițeiului Brent spre finele anului 2018, însă efectul acestui factor a fost în bună măsură contrabalansat de creșterea alertă a prețurilor consemnată în industria de producție și furnizare a energiei electrice, termice și a gazelor, piața de profil reacționând puternic la incertitudinea creată de apariția intempestivă a unor modificări legislative în domeniu, la care s-au adăugat și unele probleme temporare de

¹⁸ Exprimat în euro.

natura ofertei¹⁹. Decelerări de ritm au fost vizibile și la nivelul prețurilor bunurilor intermediare și de capital, influența exercitată de trendul descendent al cotațiilor materiilor prime acoperind deprecierea mai alertă a monedei naționale în raport cu principalele valute în primele luni ale anului 2019.

În cazul bunurilor de consum, rata anuală a prețurilor de producție oscilează de aproape un an în jurul valorii de 2 la sută, în perioada recentă remarcându-se evoluții divergente în structură. În industria alimentară presiunile din partea costurilor cu materiile prime agricole au rămas limitate, variația prețurilor stabilizându-se la circa 1,6 la sută. În schimb, ramurile aferente segmentului nealimentar (în special industria ușoară) resimt tot mai pregnant presiunea din partea costurilor salariale unitare, întrucât au o vulnerabilitate sporită la creșterea salariului minim, intensificările de

Grafic 2.14. Prețurile producției agricole



ritm ale prețurilor fiind facilitate și de condițiile favorabile de cerere din economie. O accelerare sensibilă a prețurilor producătorilor a fost sesizată și în industria farmaceutică, însă în acest caz au acționat îndeosebi factori specifici sectorului; evoluția taxei *clawback* din ultimii ani, dar și obligativitatea practicării unui preț cel mult egal cu cel mai mic preț al aceluiași medicament în 12 state membre ale UE (prevedere introdusă în anul 2015) au condus la reevaluarea portofoliilor de produse de către operatorii de profil în sensul sistării fabricării unor medicamente ieftine devenite nerentabile.

Dinamica anuală a prețurilor producției agricole pe piața internă a urcat ușor în intervalul ianuarie-februarie 2019, până la 9,7 la sută (+1 punct procentual față de trimestrul IV 2018; Grafic 2.14). Pe segmentul produselor vegetale, prețurile au avansat cu 14 la sută (comparativ cu 12 la sută în

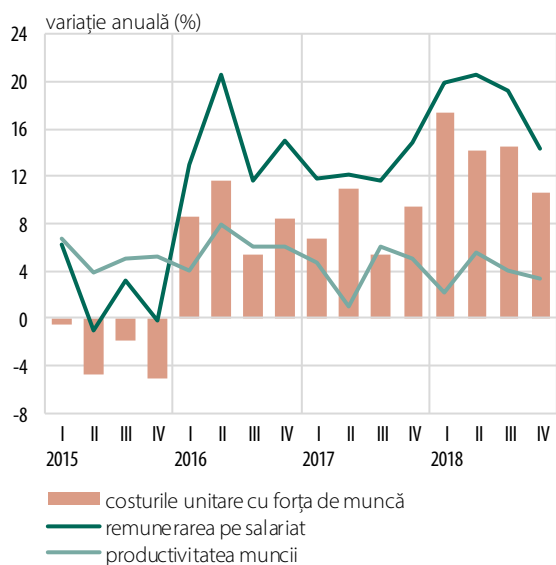
perioada anterioară), însă este probabilă o atenuare în lunile următoare, în linie cu mișcările recente observate pe piețele externe. La produsele de origine animală, prețurile au depășit timid nivelurile înregistrate în anul precedent (variație anuală de 0,9 la sută, de la -0,8 la sută în trimestrul IV 2018).

Costurile unitare cu forța de muncă

În economie, costurile unitare cu forța de muncă și-au temperat viteza de creștere în trimestrul IV 2018 (-3,9 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent, până la 10,6 la sută în termeni anuali), care însă rămâne la un nivel ridicat pentru al doisprezecelea trimestru consecutiv. Neacoperirea avansului remunerării salariale cu câștiguri adecvate în planul productivității muncii periclitează atractivitatea exporturilor românești pe piețele internaționale, decalajul putându-se transpune în același timp și în majorarea prețurilor plătite de consumatori.

¹⁹ Deficitul de ofertă cauzat de diminuarea producției de energie electrică din surse regenerabile s-a adâncit la începutul anului 2019, ca urmare a greveii minerilor de la Complexul Energetic Oltenia, România devenind importator net de energie electrică în lunile decembrie 2018 și ianuarie 2019.

Grafic 2.15. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS

Totodată, în industrie s-au menținut presiunile ridicate induse de costurile salariale unitare în trimestrul IV 2018 (variație anuală de 5,8 la sută, similară intervalului precedent²⁰). Perioada ianuarie-februarie 2019 a adus însă un salt de dinamică (până la 10,6 la sută), determinat în principal de accelerarea vitezei de creștere a salariilor. La nivelul ramurilor industriei prelucrătoare, evoluția pe ansamblul perioadei octombrie 2018 – februarie 2019 poate fi explicată atât de influențe conjuncturale în industria de prelucrare a țiclei și cea chimică (revizii), cât și de factori structurali – probleme de competitivitate (industria alimentară, cea ușoară), creșterea costurilor cu materiile prime (industria de prelucrare a lemnului și cea a mobilei) sau dificultățile sectorului construcțiilor. În schimb, în industria auto există premisele păstrării competitivității, în condițiile în care avansul productivității muncii a continuat să îl depășească

pe cel al câștigurilor pentru a unsprezecea lună consecutiv (Grafic 2.15).

²⁰ Valorile exclud efectul modificărilor fiscale implementate la începutul anului 2018.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În perioada februarie-aprilie 2019, BNR a menținut nemodificate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,50 la sută –, precum și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare (la 1,50 la sută, respectiv 3,50 la sută), în condițiile întăririi controlului asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, ratele RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelul de 8,0 la sută. Măsurile au vizat adecvarea condițiilor monetare din perspectiva readucerii și menținerii ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de timp mai îndepărtat, în condițiile protejării stabilității financiare.

În ședința din luna februarie, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care rata anuală a inflației a scăzut și în luna decembrie 2018 și s-a consolidat astfel în intervalul țintei – atingând implicit un nivel ușor inferior celui anticipat²¹ –, iar noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva continuării descreșterii acesteia în primele trei trimestre din 2019, dar și previziunile privind urcarea și menținerea ei ușor sub limita superioară a intervalului țintei în a doua parte a orizontului prognozei²². Declinul previzionat pe termen scurt avea ca resort principal acțiunea factorilor pe partea ofertei, mai cu seamă scăderile anticipate a fi consemnate de dinamica prețului combustibililor și ale prețurilor LFO, dar și probabila temperare ușoară a creșterii prețurilor administrate. În schimb, dinamica anuală a inflației de bază era așteptată să-și reia ascensiunea în trimestrul II 2019 și să se ridice apoi la 3,3 la sută în decembrie 2019 și la 3,4 la sută la finele orizontului prognozei, marginal peste valorile prognozate anterior, pe fondul presiunilor inflaționiste conjugate, în creștere progresivă, anticipate să decurgă din poziția ciclică a economiei, anticipațiile inflaționiste pe termen scurt și din prețurile importurilor, reflectând inclusiv evoluția probabilă a cursului de schimb al leului.

Deviația pozitivă a PIB se prefigura a rămâne pe panta ușor crescătoare până în trimestrul I 2020, în condițiile în care, ritmul creșterii economice, anticipat a decelera atât în 2019 – în contrast cu precedentă prognoză – cât și în 2020, era așteptat să se mențină peste și apoi în linie cu cel potențial. Schimbarea perspectivei pe termen

²¹ Rata anuală a inflației a coborât la 3,27 la sută în decembrie, de la 3,43 la sută în noiembrie și 5,03 la sută în septembrie.

²² Aceasta era anticipată să se situeze la 3,0 la sută în decembrie 2019 și la 3,1 la sută la finalul orizontului proiecției – niveluri aproape identice celor prognozate anterior.

scurt a expansiunii economice avea ca sursă majoră impactul prezumat a decurge din setul de măsuri fiscale și bugetare implementate în 2019, anticipat a fi resimțit și ca un șoc pe partea ofertei, implicit a se repercuta asupra PIB potențial. Noua perspectivă a creșterii economice mai presupunea însă și o conduită cvasineutră a politicii fiscale în 2019 și revenirea la o atitudine prociclică în 2020 – în principal ca urmare a aplicării din toamna anului curent a prevederilor legii pensiilor –, precum și o reducere mai lentă a gradului de acomodare a condițiilor monetare, dar și încetinirea mai evidentă a creșterii economice în zona euro/UE și pe plan global.

Chiar și în aceste condiții, incertitudinile asociate prognozei pe termen mediu rămâneau deosebit de mari. Ele aveau ca surse majore setul de măsuri fiscale și bugetare intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2019²³ – date fiind neclaritățile asociate și multitudinea canalelor de propagare în economie, dar și configurația taxei pe activele financiare ale instituțiilor de credit, de natură să afecteze politica monetară –, precum și nefinalizarea proiectului de buget pe anul 2019, cu implicații asupra conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri. Acestora li se alăturau incertitudinile sporite legate de încetinirea creșterii economiei zonei euro și a celei globale, în condițiile măririi riscurilor induse de conflictul comercial și de procesul de ieșire a Marii Britanii din UE, precum și de volatilitatea piețelor financiare internaționale. De asemenea, continuau să fie relevante conduita politicii monetare a BCE și atitudinea probabilă a băncilor centrale din regiune.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației și-a reluat creșterea în ianuarie 2019, contrar previziunilor, urcând la 3,32 la sută și apoi la 3,83 la sută în februarie – implicit deasupra intervalului țintei și semnificativ peste valoarea prognozată –, în principal pe fondul majorării prețurilor legumelor și fructelor și a prețului produselor din tutun. La rândul ei, inflația de bază s-a reaccelerat mai ferm decât s-a anticipat, rata sa anuală ridicându-se la 2,7 la sută în februarie, de la 2,4 la sută în decembrie 2018. Pe lângă influențele slăbirii leului în raport cu euro și efectele indirecte ale creșterii prețului combustibililor, evoluția a evidențiat presiuni inflaționiste în creștere pe partea cererii și a costurilor salariale. Astfel, creșterea economică s-a menținut cvasiconstantă în trimestrul IV 2018²⁴, în condițiile unei temperări de ritm trimestrial care făcea probabilă mărirea ușoară a excedentului de cerere agregată în acest interval, în linie cu previziunile. Totodată, consumul gospodăriilor populației și-a majorat aportul la expansiunea economică, în timp ce exportul net a continuat să-și amplifice contribuția negativă, evoluție de natură să conducă – în asociere cu o deteriorare mai severă a balanței veniturilor primare – și la adâncirea semnificativă a deficitului de cont curent în acest interval. În același timp, încordarea pieței muncii s-a menținut la un nivel ridicat, în condițiile în care rata șomajului BIM a atins un nou minim în prima lună a anului, concomitent cu urcarea la un nou maxim istoric a efectivului salariaților, iar avansul câștigului salarial mediu net real a continuat să crească în ianuarie 2019 și cel al costului salarial unitar din industrie s-a cvasidublat.

²³ Prevăzute de OUG nr. 114/2018.

²⁴ La 4,1 la sută, față de 4,2 la sută în trimestrul III 2018.

Principalele cotații ale pieței monetare interbancare au revenit la valori mai înalte în intervalul februarie-martie, reamplificându-și implicit ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară, pe fondul înăsprii condițiilor lichidității de pe piață. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut totuși în cea mai mare parte a trimestrului I în apropierea maximumului istoric atins în a doua jumătate a lunii ianuarie; totodată, deteriorarea continuă a poziției externe a economiei era de natură să sporească presiunile asupra lui – cu implicații adverse asupra inflației și a încrederii în moneda națională –, mai ales în eventualitatea unei schimbări bruște a sentimentului pieței financiare internaționale sau a unei modificări a percepției asupra riscului asociat economiei/pieței financiare locale.

În același timp, creditul acordat sectorului privat a continuat să-și accelereze creșterea anuală în luna ianuarie, iar în februarie și-a temperat-o ușor, media acesteia pe ansamblul intervalului mărindu-se sensibil în raport cu trimestrul IV 2018. Evoluția a reflectat menținerea pe palierul de două cifre a dinamicii anuale a creditului în lei, aflată totuși în descreștere ușoară, dar mai ales atenuarea considerabilă a declinului componentei în valută, amplificată ca efect statistic de mărirea cursului de schimb leu/euro. Pe acest fond, ponderea în total a componentei în lei s-a redus marginal, la 65,7 la sută. Lichiditatea din economie și-a amplificat ritmul de creștere anuală în ianuarie 2019, dar și l-a redus în februarie, media dinamicii ei din acest interval²⁵ diminuându-se față de trimestrul IV 2018.

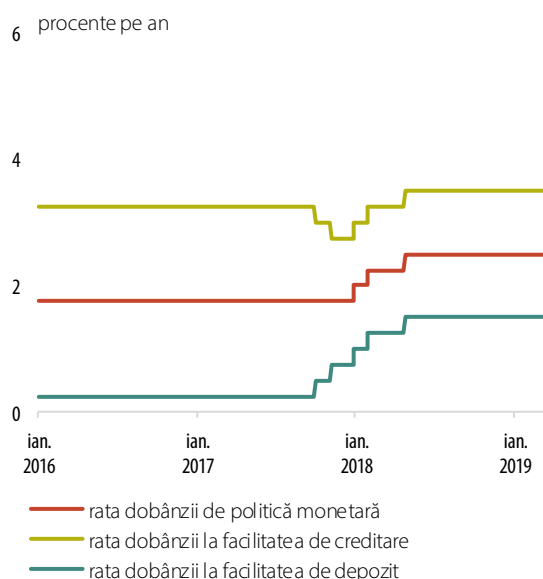
Proiecția pe termen scurt actualizată în acest context a relevat perspectiva menținerii ratei anuale a inflației pe orizontul apropiat de timp peste limita de sus a intervalului țintei și pe o traiectorie semnificativ mai înaltă decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din februarie 2019. Revizuirea era atribuibilă doar parțial evoluțiilor trecute, ea reflectând pregnant și probabila acțiune viitoare mai puțin dezinflaționistă a factorilor pe partea ofertei, în condițiile anticipării unor dinamici sensibil mai înalte pe segmentele LFO și combustibili, comparativ cu prognoza din februarie, dar și a unor efecte relativ mai consistente din partea noilor taxe impuse în sectoarele telecomunicații și energie. În același timp, ea reflecta și intensificarea față de prognoza anterioară a presiunilor inflaționiste anticipate să decurgă pe orizontul scurt din cererea agregată și costurile salariale, dar și din evoluția cursului de schimb al leului.

Expansiunea economică era așteptată să rămână robustă în primul semestru al acestui an, cu mici variații de dinamică anuală în cele două trimestre și un ritm trimestrial relativ constant, implicând continuarea creșterii *gap*-ului pozitiv al PIB în acest interval pe o traiectorie doar marginal inferioară celei din prognoza pe termen mediu din luna februarie.

Evoluțiile economice recente și perspectiva lor apropiată erau de natură să sporească incertitudinile și riscurile la adresa celei mai recente prognoze pe termen mediu. Surse importante de incertitudini rămăneau conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, precum și măsurile fiscale și bugetare implementate în acest an, dar și condițiile de pe piața muncii. Lor li se alăturau incertitudinile majore și riscurile

²⁵ 9,4 la sută.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



crescute provenind din mediul extern, date fiind încetinirea economiei europene și revizuirile recente în sens descendent ale prognozelor privind creșterea economică în UE și pe plan global, implicit ale previziunilor privind inflația în zona euro, precum și evoluția procesului *Brexit* și a conflictelor comerciale. Deosebit de relevante erau recenta schimbare de perspectivă a conduitei politicii monetare a BCE și atitudinea probabilă a băncilor centrale din regiune. În același timp, o sursă importantă de incertitudini o reprezentau prevederile unor acte normative recent aprobate ce vizează sectorul bancar, care, în ansamblul lor, complică transmisia monetară, cu implicații asupra cadrului general al politicii monetare.

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 făcea

necesară o întărire a acestora. În consecință, în ședința din 2 aprilie 2019, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea nemodificată a ratei dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,50 la sută –, precum și a ratelor dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare (la 1,50 la sută, respectiv 3,50 la sută; Grafic 3.1), concomitent cu păstrarea unui control strict asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile curente.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul I 2019, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au reluat creșterea, reamplificându-și implicit ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară, iar cursul de schimb leu/euro s-a poziționat și consolidat pe un palier mai înalt. Creditul acordat sectorului privat și-a accelerat creșterea anuală în perioada ianuarie-februarie 2019, în timp ce dinamica lichidității din economie a continuat să se tempereze ușor.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a avut un parcurs fluctuant în trimestrul I, plasându-se însă preponderent în apropierea limitei superioare a coridorului ratelor dobânzilor. Valoarea sa medie²⁶ a crescut astfel cu 0,33 puncte procentuale față de cea din precedentele trei luni, până la 2,71 la sută – reprezentând un vârf al ultimilor cinci ani și jumătate.

²⁶ Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

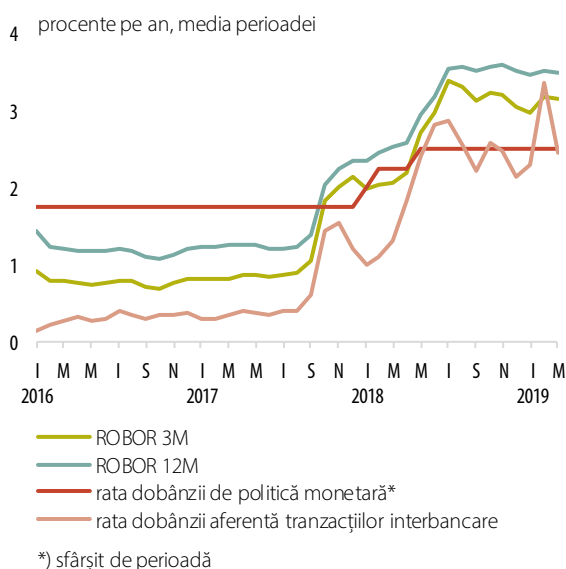
Condițiile lichidității de pe piața monetară interbancară au continuat să fie marcate de o volatilitate ridicată indusă de fluctuațiile factorilor autonomi. Perioadele în care ele au avut un caracter restrictiv au tins să fie predominante²⁷, alternând cu cele caracterizate de formarea unor excedente consistente de rezerve, care au determinat

BNR să reia operațiunile de atragere de depozite la termen cu scadența de 1 săptămână, cu alocare integrală²⁸. Pe acest fond, după ce în debutul trimestrului s-au plasat în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au urcat în perioada de constituire a RMO 24 ianuarie – 23 februarie – inițial abrupt și apoi mai lin – până la limita sa superioară, rămânând lipite de aceasta. Ele au scăzut apoi doar temporar în martie, revenind spre finele trimestrului în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de creditare.

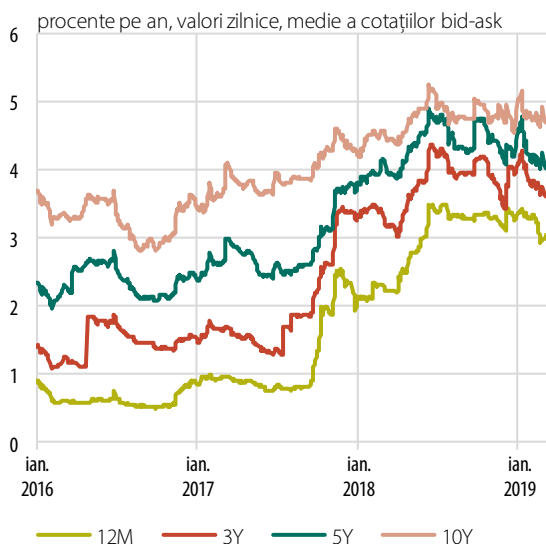
Cotațiile ROBOR (3M-12M) și-au stopat la jumătatea lunii ianuarie mișcarea general descrescătoare amorțată în noiembrie 2018 și au urmat un trend ascendent până în a doua parte a lunii februarie, menținându-se apoi, în contextul unui mers relativ mai fluctuant, în apropierea valorilor mai înalte atinse, comparabile cu cele prevalente în perioada septembrie-noiembrie 2018. În aceste condiții, nivelurile medii din martie ale cotațiilor ROBOR au crescut față de cele din ultima lună a trimestrului IV 2018 cu 0,11 puncte procentuale în cazul ROBOR 3M (la 3,16 la sută), fiind totuși marginal inferioare acestora în cazul scadențelor de 6 luni și 12 luni (3,31 la sută, respectiv 3,50 la sută; Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, cotațiile de referință de pe segmentul secundar²⁹ au înregistrat o creștere abruptă în a doua jumătate a lunii ianuarie, în contextul adoptării noului set de măsuri fiscale și bugetare³⁰, pe care și-au corectat-o însă parțial spre finele lunii (Grafic 3.3). Ele și-au prelungit apoi mișcarea descendentă până în prima decadă a lunii martie – pe fondul atenuării îngrijorărilor legate de configurația taxei pe activele financiare ale instituțiilor de credit și de noile reglementări privind fondurile de pensii administrate privat, în contextul discuțiilor privind o eventuală revizuire a acestora –

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



²⁷ Cererea de rezerve a instituțiilor de credit fiind acoperită exclusiv prin intermediul facilității de creditare a băncii centrale.

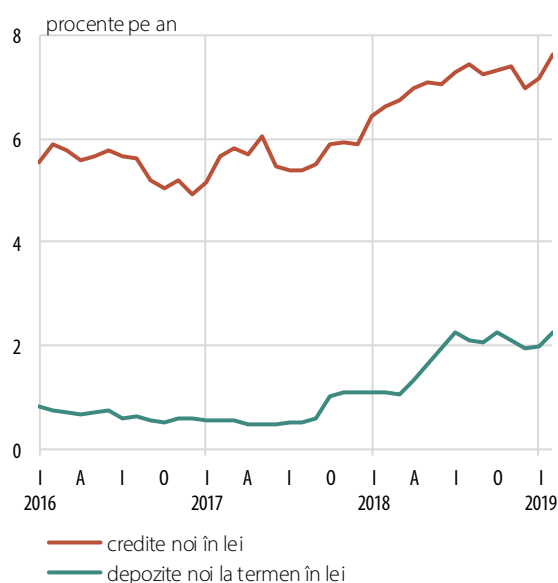
²⁸ Banca centrală a derulat trei astfel de licitații pe parcursul trimestrului I, pe 14 și 21 ianuarie, respectiv 18 martie, în valoare de 12,9 miliarde lei, 4,3 miliarde lei, respectiv 6,1 miliarde lei.

²⁹ Medii *bid-ask*.

³⁰ Apropiindu-se astfel de maximele ultimilor cinci ani consemnate la jumătatea anului 2018.

menținându-se ulterior cvasistabile³¹. Valorile medii ale cotațiilor din luna martie au scăzut față de cele din decembrie 2018, cu până la 0,2 puncte procentuale în cazul termenelor de 6 luni și 12 luni (la 2,91 la sută, respectiv 3,04 la sută), respectiv de 5 ani (la 4,09 la sută) și cu 0,07 puncte procentuale în cazul celor de 10 ani (la 4,75 la sută). Pe segmentul primar al pieței³², randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor din martie s-au redus față de valorile din decembrie 2018 în cazul majorității maturităților³³, cu aproximativ 0,2 puncte procentuale. Evoluția lor pe parcursul trimestrului a continuat însă să fie fluctuantă, creșterile din ianuarie (cu până la 0,4 puncte procentuale pentru titlurile cu maturitate de 10 ani) fiind succedate de scăderi generale în februarie (cu până la 0,4 puncte procentuale în cazul înscrisurilor cu scadență de 5 ani) și în martie (de până la 0,2 puncte procentuale pentru titlurile cu maturitate de 3 ani). Interesul investitorilor pentru aceste plasamente s-a redus pe ansamblul trimestrului, diminuarea sa considerabilă în ianuarie fiind urmată totuși de o relativă redresare; totodată, MFP a redimensionat oferta, volumul programat al emisiunilor fiind redus în februarie pentru a treia lună consecutiv și majorat doar ușor în martie. Raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat a coborât pe ansamblul trimestrului la 1,7 (de la 1,9 în trimestrul IV), în condițiile în care a scăzut sensibil în ianuarie, dar s-a majorat în februarie și s-a menținut la un nivel apropiat în martie, în timp ce raportul dintre volumul

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



acceptat și cel anunțat s-a redus la 0,85³⁴, după două trimestre consecutive în care fusese supraunitar; scadența medie a titlurilor emise a continuat totuși să crească (la 5,5 ani, de la 4,9 ani în intervalul octombrie-decembrie 2018).

Ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen ale clienților nebankari și-au reluat creșterea pe ansamblul intervalului decembrie 2018 – februarie 2019 (+0,26 puncte procentuale, până la 7,65 la sută, respectiv +0,14 puncte procentuale, până la 2,25 la sută; Grafic 3.4). S-a evidențiat ca amplitudine majorarea ratei medii a dobânzii aferente creditelor noi ale populației (+0,26 puncte procentuale, până la 8,60 la sută), imprimată în principal de avansul consistent al costului mediu cu dobânda la împrumuturile noi pentru consum (+0,39 puncte procentuale)³⁵, care a atins astfel în februarie maximum din iunie 2014, după ce se diminuase semnificativ în

³¹ Pe piețele externe, randamentele titlurilor de stat pe termen lung din SUA și zona euro au tins să scadă pe parcursul trimestrului I 2019. În plan regional acestea s-au majorat în Cehia și, spre finele lunii februarie – debutul lunii martie, în Ungaria și Polonia.

³² Pe 16 ianuarie, MFP a redeschis pe piața internă o emisiune de obligațiuni denumite în euro, scadență în 2023, acceptând oferte în valoare de 84 de milioane euro (dintr-un total de 132,2 milioane euro), la un randament mediu de 0,97 la sută (în creștere marginală față de licitația pentru înscrisuri cu maturitate similară desfășurată în decembrie 2018). Totodată, în data de 27 martie, MFP a emis pe piața externă euroobligațiuni în valoare de 3 miliarde euro, în trei serii de titluri cu scadențe pe 7 ani (1,15 miliarde euro, la un randament de 2 la sută), 15 ani (0,5 miliarde euro, la un randament de 3,5 la sută), respectiv 30 de ani (1,35 miliarde euro, la un randament de 4,625 la sută). De asemenea, MFP a continuat să deruleze în acest trimestru subscrierii pentru titluri de stat destinate exclusiv populației, emițând în februarie și martie înscrisuri în valoare totală de aproximativ 1,2 miliarde lei, cu maturități cuprinse între 1 și 5 ani și rate ale dobânzilor cuprinse între 3,5 și 5,0 la sută.

³³ Cu excepția randamentelor medii pentru titlurile cu scadențe de 3 și 10 ani, care au fost relativ nemodificate.

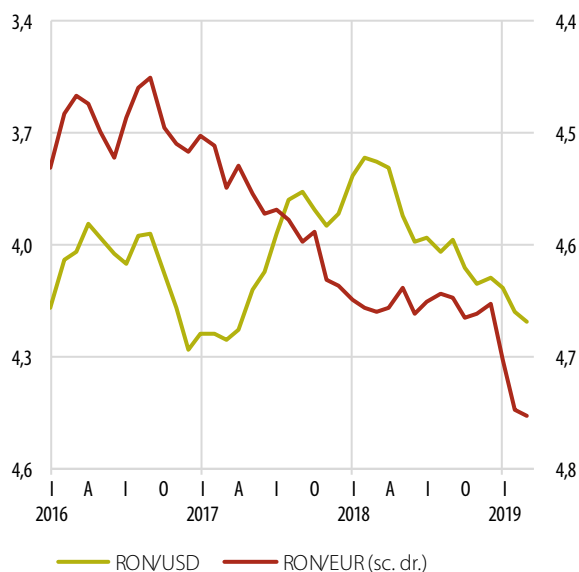
³⁴ Acesta s-a redus substanțial în ianuarie (la 0,5), dar a crescut pe parcursul următoarelor două luni (la 1, respectiv 1,2), în condițiile în care volumele emise au fost superioare celor anunțate în cadrul majorității licitațiilor din februarie și martie.

³⁵ Concomitent, ponderea acestor credite în total împrumuturi noi ale populației s-a majorat.

precedentele trei trimestre. Și randamentul depozitelor noi la termen ale persoanelor fizice pare să fi avut o schimbare de comportament, dar de sens opus (în condițiile în care și-a inversat tendința ascendentă, diminuându-se cu 0,14 puncte procentuale, la 1,62 la sută), evoluțiile indicând și posibile efecte ale noilor măsuri fiscale intrate în vigoare la 1 ianuarie 2019. Pe segmentul societăților nefinanciare, rata medie a dobânzii la creditele noi a consemnat o foarte ușoară creștere (+0,06 puncte procentuale,

până la 6,18 la sută), regăsită exclusiv la nivelul împrumuturilor de valoare mare (echivalentul a peste 1 milion de euro), în timp ce randamentul mediu al depozitelor noi la termen, mai strâns corelat cu cotațiile pe termen mai scurt ale pieței monetare interbancare, s-a majorat relativ consistent (+0,22 puncte procentuale, până la 2,49 la sută).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a cunoscut o creștere relativ abruptă în a doua parte a lunii ianuarie, iar apoi a rămas în apropierea maximului istoric astfel atins, pe o traiectorie relativ fluctuantă (Grafic 3.5).

Rata de schimb leu/euro și-a prelungit la începutul anului creșterea ușoară amorșată în ultimele zile din 2018, pentru ca în a doua parte a lunii ianuarie să-și accentueze relativ brusc ascensiunea³⁶, pe fondul îngrijorărilor generate de noile măsuri fiscale și bugetare implementate în debutul anului 2019 – îndeosebi de taxa asupra activelor financiare ale instituțiilor de credit și de noile reglementări privind fondurile de pensii administrate privat –, inclusiv în contextul tendinței de înrăutățire a poziției externe a economiei (Tabel 3.1). Mișcarea a fost contrară celei predominant descrescătoare din regiune, care a reflectat relativa ameliorare a sentimentului pieței financiare internaționale, în condițiile unor evoluții pozitive în negocierile comerciale între SUA și China și ale semnalelor date de autoritățile chineze privind adoptarea de măsuri suplimentare de stimulare a economiei; influența acestora a devansat-o pe cea decurgând din incertitudinile asociate încetirii economiei globale, precum și procesului de ieșire a Marii Britanii din UE.

Creșterea raportului leu/euro s-a plafonat totuși relativ rapid și chiar s-a corectat apoi ușor, inclusiv pe

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

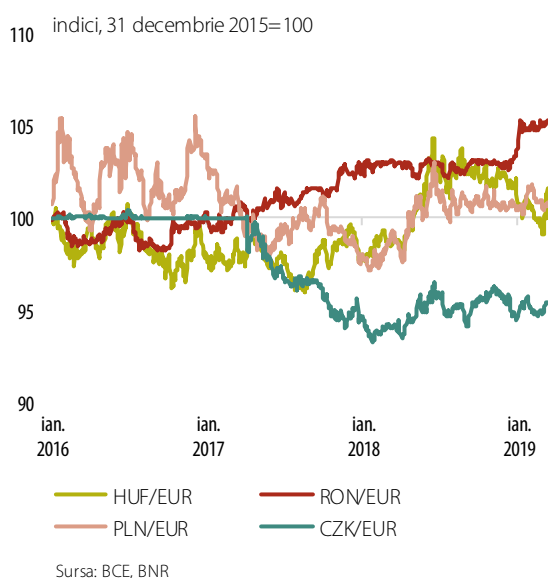
	milioane euro					
	2 luni 2018			2 luni 2019		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	2 728	3 031	-303	773	395	378
Investiții directe	388	1 055	-667	131	1 172	-1 040
Investiții de portofoliu	-22	1 709	-1 732	13	-345	359
Derivate financiare	x	x	48	x	x	-23
Alte investiții	585	267	318	1 317	-431	1 748
– numerar și depozite	8	-30	38	1 236	-577	1 813
– împrumuturi	-6	50	-56	-29	-80	51
– altele	583	247	336	110	226	-116
Active de rezervă ale BNR (net)	1 730	0	1 730	-665	0	-665

*) „+” creștere/„-” scădere

³⁶ Atingând pe 25 ianuarie un maxim istoric, de 4,7648 lei/euro.

fondul înăsprii condițiilor lichidității și al majorării ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare. Ulterior, în contextul poziției externe a economiei în continuă deteriorare, dar și al persistenței condițiilor mai restrictive ale pieței monetare și al relativei calmări a temerilor legate de măsurile fiscale vizând sectorul financiar, rata de schimb s-a cvasistabilizat pe un palier ușor inferior vârfului atins în prima lună a anului. Evoluția sa a fost probabil influențată și de ameliorarea mai pregnantă a sentimentului pieței financiare internaționale, pe fondul semnalelor/ deciziilor băncilor centrale majore privind reconsiderarea perspectivei conduitei politicii monetare³⁷ și al așteptărilor privind soluționarea disputelor comerciale.

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



La mijlocul lunii martie, raportul leu/euro a cunoscut însă o nouă ascensiune mai fermă, iar apoi a rămas cantonat în imediata apropiere a vârfului atins în ianuarie. Evoluția a reflectat probabila creștere a preocupărilor investitorilor legate de fundamentele economice interne³⁸, dar și relativa amplificare în ultima decadă a lunii martie a volatilității pe piețele financiare internaționale. Survenită pe fondul intensificării semnalelor privind încetinirea economiei globale³⁹, cea din urmă a implicat inclusiv o apreciere a dolarului SUA în raport cu euro, fiind receptată și de cursurile de schimb ale celorlalte monede din regiune, care și-au inversat parcursul predominant descendent (Grafic 3.6).

În intervalul ianuarie-martie, deficitul total al pieței valutare interbancare a continuat să se amplifice, ajungând la maximum ultimelor trei trimestre, în condițiile în care cererea netă de valută a rezidenților s-a diminuat considerabil.

Pe ansamblul trimestrului I, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 2,1 la sută în termeni nominali⁴⁰ și cu 0,04 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 2,8 la sută în termeni nominali și cu 0,7 la sută în termeni reali, în condițiile în care moneda americană s-a apreciat în raport cu euro pe piețele internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a accelerat deprecierea nominală atât față de euro, cât mai cu seamă față de dolarul SUA (cea mai amplă depreciere nominală din ultimele 13 trimestre).

³⁷ Cu ocazia deciziei de politică monetară de la finele lunii ianuarie, Fed a semnalat reconsiderarea viitoarelor ajustări ale ratei dobânzii de politică monetară, iar în februarie oficialii ai BCE au sugerat posibilitatea unei noi runde de operațiuni de injectare de lichiditate pe termen lung prin intermediul operațiunilor țintite de refinanțare pe termen lung (TLTRO). În data de 7 martie, BCE a extins până cel puțin la finele anului 2019 (anterior, vara anului 2019) orizontul pentru care anticipează menținerea la nivelurile curente a ratelor dobânzilor-cheie și a decis lansarea unei noi serii de operațiuni TLTRO începând cu septembrie 2019, pachetul de măsuri adoptate depășind așteptările pieței.

³⁸ Având în vedere inclusiv datele statistice publicate în acest interval, referitoare la evoluția inflației în luna februarie și a deficitului comercial/contului curent în prima lună din 2019.

³⁹ În ședința din 19-20 martie, Fed a revizuit în jos perspectiva creșterii economiei americane și traiectoria anticipată a ratei dobânzii de politică monetară (implicând menținerea neschimbată a acesteia în acest an), anunțând totodată că va încheia în septembrie 2019 procesul de normalizare a bilanțului prin reducerea volumului de instrumente financiare deținute în portofoliu. De asemenea, datele statistice publicate în martie au indicat o evoluție sub așteptări a economiei SUA și a celei din zona euro, iar incertitudinile privind procesul de ieșire al Marii Britanii din UE au crescut.

⁴⁰ O depreciere ușoară a consemnat în acest interval zlotul (0,2 la sută), în timp ce coroana cehă și forintul s-au apreciat cu 0,6 la sută, respectiv cu 2,2 la sută în raport cu euro.

2.3. Moneda și creditul

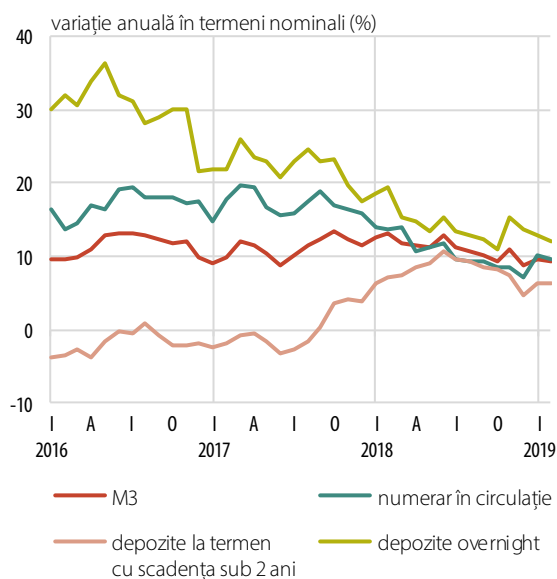
Moneda

Ritmul anual de creștere⁴¹ a masei monetare (M3) a continuat să se tempereze ușor în perioada ianuarie-februarie (9,4 la sută, de la 9,7 la sută în precedentele trei luni;

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2018				2019	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
M3	12,4	11,8	10,7	9,7	9,7	9,2
M1	16,6	13,5	11,8	11,7	11,9	11,2
Numerar în circulație	13,8	11,3	9,3	8,0	10,0	9,5
Depozite overnight	17,8	14,5	12,9	13,3	12,7	11,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	6,9	9,4	9,1	6,8	6,4	6,3

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Tabel 3.2). Evoluția nu a fost însă uniformă, acesta accelerându-se în ianuarie – în principal pe fondul sporirii în termeni anuali a cheltuielilor bugetare de personal, a celor cu bunurile și serviciile, precum și a celor pentru prestațiile de natură socială⁴² – și încetinind apoi în februarie, inclusiv în contextul amplificării portofoliului de instrumente financiare alternative al deținătorilor de monedă în raport cu anul anterior (titluri de stat în lei⁴³, depozite în valută cu scadența mai mare de 2 ani).

Pe ansamblul intervalului, încetinirea avansului M3 a fost indusă, similar trimestrului anterior, de ambele sale componente principale (Grafic 3.7). Astfel, dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să decelereze marginal, în condițiile în care creșterea ei ușoară din ianuarie a fost urmată de o scădere ceva mai pronunțată în februarie. Comportamentul pe ansamblul perioadei a fost imprimat în principal de depozitele ON ale populației – influențate și de tendința de realocare parțială a acestora către depozite la termen –, în timp ce plasamentele ON ale societăților nefinanciare și numerarul în circulație și-au accelerat creșterea în termeni anuali. La rândul ei, variația depozitelor la termen sub 2 ani și-a prelungit traseul descendent, în principal pe seama continuării scăderii alerte a dinamicii plasamentelor societăților nefinanciare, imprimată exclusiv de componenta în lei. În schimb, depunerile similare ale populației și-au accelerat în continuare ritmul de creștere (care a atins în ianuarie recordul ultimilor 6 ani), pe seama atât a componentei în lei, cât și a celei în valută. În acest context, ponderea

M1 în masa monetară a înregistrat o ușoară scădere, dar s-a menținut la un nivel istoric înalt (60,8 la sută în februarie).

Analiza din perspectiva structurii pe deținători a masei monetare relevă temperarea dinamicii depozitelor totale incluse în M3 ale societăților nefinanciare, în condițiile în

⁴¹ În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁴² Conform datelor lunare din execuția bugetului general consolidat.

⁴³ În lunile ianuarie și februarie, creșterea anuală a titlurilor de stat în lei deținute de companii și populație (inclusiv cele emise pentru populație prin Trezoreria Statului și C.N. Poșta Română) a atins un vârf al ultimilor aproximativ 3 ani și jumătate.

care redresarea de ritm din ianuarie, atribuibilă în principal semnificativei dinamizării a cheltuielilor bugetare cu bunurile și serviciile, a fost urmată de un declin mai pronunțat în termeni anuali, în contextul: (i) accentuării contracției cheltuielilor bugetare cu subvențiile și a celor efectuate în contul beneficiarilor de fonduri europene, al (ii) decelerării ratei de creștere a cheltuielilor bugetare cu bunurile și serviciile, precum și al (iii) sporirii plăților efectuate de acest segment în contul unor categorii de taxe și al salariilor⁴⁴. În schimb, depozitele totale în M3 ale populației și-au mărit ușor dinamica, plusul de ritm din luna ianuarie – care a receptat în special influența exercitată de accelerarea creșterii veniturilor⁴⁵ – fiind succedat de o încetinire ușoară în februarie, inclusiv în condițiile majorării deținerilor de titluri de stat ale acestui sector⁴⁶.

La nivelul contrapartidelor M3, scăderea variației sale a decurs cu precădere din temperarea contracției anuale a depozitelor administrației publice centrale, din decelerarea dinamicii deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor de credit (ambele induse de evoluțiile înregistrate în luna februarie), precum și din majorarea variației pasivelor financiare pe termen lung; în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, a acționat accelerarea ritmurilor de creștere a creditului acordat sectorului privat și a activelor externe nete ale sectorului bancar.

Creditul acordat sectorului privat

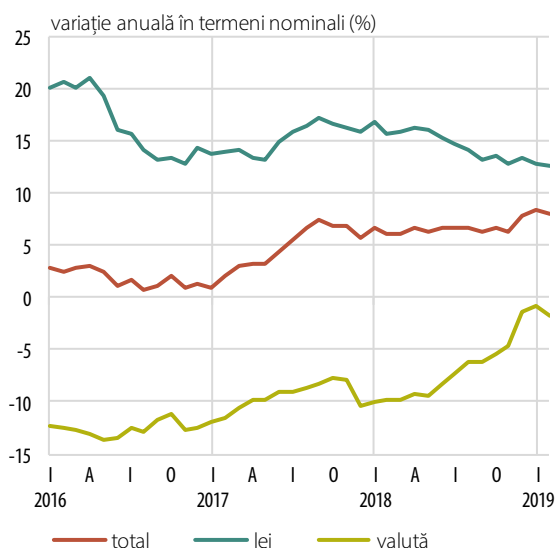
Creditul acordat sectorului privat și-a accelerat creșterea anuală în primele două luni ale trimestrului I 2019 în raport cu trimestrul precedent (8,2 la sută, de la 7,0 la sută),

în condițiile în care prelungirea avansului acesteia în luna ianuarie (până la recordul post-mai 2012) a fost succedată de o ușoară scădere (Grafic 3.8).

Pe ansamblul perioadei, evoluția a fost imprimată de creșterea dinamicii creditelor acordate pe descoperit de cont și reînnoibile automat, precum și de reducerea volumului de credite neperformante scoase din bilanțul instituțiilor de credit față de anul precedent.

Din perspectiva principalelor componente, evoluția a reflectat, într-o oarecare măsură, menținerea la un nivel de două cifre a dinamicii creditului în lei, care a continuat totuși să scadă ușor, în condițiile unor variații anuale ușor negative ale volumului de credite noi. Mai consistentă a fost însă influența noii atenuări a contracției creditului în valută, datorată dinamizării pe ansamblul perioadei a împrumuturilor de tip reînnoibil automat și pe descoperit de cont acordate societăților nefinanciare și amplificată de efectul

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



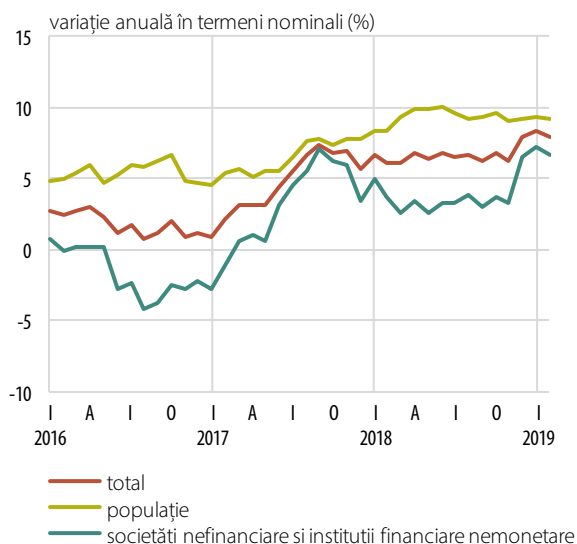
⁴⁴ Conform HG nr. 937/2018, salariul minim brut pe economie a fost majorat începând cu 1 ianuarie 2019 de la 1 900 de lei la 2 080 de lei, respectiv la 2 350 de lei, în anumite condiții, pentru salariații care au studii superioare. De asemenea, personalul din domeniul construcțiilor beneficiază de un salariu minim brut de 3 000 de lei începând cu 1 ianuarie 2019, conform OUG nr. 114/2018.

⁴⁵ În luna ianuarie 2019, dinamica anuală a câștigului salarial mediu net pe economie a atins maximul ultimilor doi ani.

⁴⁶ Dinamica anuală a deținerilor totale de titluri de stat ale populației, inclusiv cele emise prin Trezoreria statului și C.N. Poșta Română, a consemnat maximul perioadei post-august 2011.

statistic al majorării cursului de schimb leu/euro⁴⁷. În acest context, ponderea în total a împrumuturilor în lei s-a redus marginal, la 65,7 la sută în luna februarie.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



La nivel sectorial, determinantă pentru accelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat a fost sporirea considerabilă a dinamicii împrumuturilor acordate societăților nefinanciare (Grafic 3.9), în condițiile prelungirii ascensiunii acesteia în ianuarie și ale temperării ei ușoare în februarie. *Pattern*-ul a fost imprimat de dinamica anuală a componentei în valută (exprimată în euro), a cărei accelerare puternică în ianuarie (până la recordul ultimilor aproximativ șapte ani)⁴⁸, dar și ușoară încetinire ulterioară au fost induse prioritar de evoluția creditelor acordate pe descoperit de cont și reînnoibile automat.

În același timp, variația creditului acordat populației s-a menținut constantă pe ansamblul perioadei. Componenta în monedă națională a continuat să crească într-un ritm foarte alert, dar în ușoară decelerare, regăsită atât pe segmentul creditului pentru locuințe – în contextul scăderii împrumuturilor

acordate prin programul „Prima casă”⁴⁹ – cât și pe cel al împrumuturilor pentru consum și alte scopuri, reflectând slăbirea de ritm a creditelor noi, probabil și pe fondul măsurilor fiscale și macroprudențiale intrate în vigoare la începutul anului. În același timp, componenta în valută și-a atenuat declinul, însă exclusiv datorită efectului statistic al majorării cursului de schimb leu/euro.

⁴⁷ Exprimat în lei, ritmul de creștere anuală a creditului în valută acordat sectorului privat a intrat în teritoriul pozitiv, pentru prima oară în ultimii șase ani.

⁴⁸ Un nivel similar a fost consemnat și în februarie 2012.

⁴⁹ Pe baza datelor CRC privind creditele acordate cu garanția statului, asociate programului „Prima casă”.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 4,2 la sută la sfârșitul anului 2019 și 3,3 la sută la finele anului 2020, valori situate peste cele din *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2019, cu 1,2 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale. Rata inflației IPC este prevăzută să persiste deasupra limitei superioare a benzii de variație din jurul țintei până la sfârșitul anului curent. Evoluția este determinată atât de manifestarea unei multitudini de șocuri de natura ofertei în prima parte a anului, cât și de impactul inflaționist, anticipat să persiste pe termen mediu, provenind din partea factorilor fundamentali. Rata anuală a inflației de bază va cunoaște o dinamizare pe parcursul anului 2019, atât pe fondul creșterii unor tarife la serviciile de telecomunicații deja operate sau, după caz, anunțate pentru prima jumătate a anului, cât și al unei ușoare amplificări a presiunilor inflaționiste atribuite excesului de cerere, concomitent poziționării așteptărilor inflaționiste la niveluri apropiate marginii superioare a intervalului țintei. Reîncadrarea ratei anuale a inflației IPC în jumătatea superioară a benzii de variație din jurul țintei centrale începând cu trimestrul I 2020 se va datora în principal epuizării contribuției inflaționiste a componentelor exogene ale coșului de consum. În același timp, în prima parte a anului 2020, disiparea influențelor asociate creșterii tarifelor la serviciile de telecomunicații va induce și o atenuare a ratei anuale a inflației de bază. Ulterior, aceasta își va relua tendința ascendentă, în condițiile dinamizării anticipate a prețurilor bunurilor din import sub impactul majorării graduale a inflației externe și ale menținerii presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, atribuite excesului de cerere. Revizuirea semnificativă a proiecției ratei anuale a inflației IPC pentru anul în curs s-a produs în principal pe fondul evoluțiilor din primul trimestru, ce au vizat în marea majoritate componente exogene ale coșului de consum, marcate de șocuri de natura ofertei, neanticipate anterior. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază, riscurile fiind asociate atât mediului intern, cât și celui extern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe⁵⁰

Cererea externă evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România) este anticipată a înregistra o decelerare accentuată a dinamicii anuale de la nivelul de 2,1 la sută consemnat în 2018 la 1,6 la sută, atât pentru anul curent, cât și pentru cel viitor (Tabel 4.1). Valorile proiectate pe termen scurt sunt inferioare celor

⁵⁰ Sursa: Ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, *Consensus Economics* și Bloomberg (cotații futures).

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2019	2020
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,6	1,6
Inflația anuală din zona euro (%)	1,3	1,5
Inflația anuală, exclusiv produse energetice, din zona euro (%)	1,2	1,6
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,8	2,2
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,3	-0,2
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,14	1,17
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	67,8	66,3

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

anticipate în *Raportul* anterior, în contextul suprapunerii unor factori interni (perturbarea producției de autovehicule, în special în Germania, principalul partener comercial al României, pe fondul modificării procedurilor de testare a emisiilor de noxe; tensiunile sociale și incertitudinile fiscale în unele state membre) cu cei care s-au manifestat la nivel global⁵¹ (escaladarea măsurilor protecționiste comerciale, întărirea condițiilor de creditare în China). Pe termen mediu însă este anticipat un reviriment al creșterii economice, aceasta fiind sprijinită în continuare de politica monetară persistent acomodativă a BCE⁵² – cu impact pozitiv asupra consumului și a investițiilor – și de îmbunătățirea preconizată a condițiilor de pe piața

forței de muncă – care va conduce la un avans mai consistent al salariului real, facilitat și de menținerea la niveluri încă reduse a presiunilor inflaționiste. *Gap*-ul PIB UE efectiv, indicator ce reflectă componenta ciclică a activității economice a principalilor parteneri comerciali externi ai României, este anticipat a consemna valori pozitive pe intervalul de proiecție, consistente înregistrării unui avans economic, însă mai reduse comparativ cu *Raportul* anterior și chiar în ușoară decelerare începând din anul 2020.

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată a se plasa la valori inferioare celor anticipate în *Raportul* precedent (fiind în continuare sub nivelul reper de 2 la sută vizat de ținta implicită de inflație definită de BCE). Principalul factor care contribuie la această evoluție este reprezentat de încetinirea activității economice de la nivel global și a celei de la nivelul zonei euro într-o manieră mai accentuată decât se anticipa anterior. Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice, măsura relevantă pentru configurarea traiectoriei prețurilor bunurilor din import, se va plasa pe o traiectorie ascendentă pe intervalul proiecției, pornind de la 1,2 la sută în 2019 până la 1,6 la sută în 2020. Totuși, aceste niveluri sunt revizuite în jos comparativ cu *Raportul* anterior, pe fondul unui avans mai lent al componentei ciclice a activității economice. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată a înregistra valori superioare celor din zona euro în ambii ani, în 2020 situându-se peste nivelul de 2 la sută.

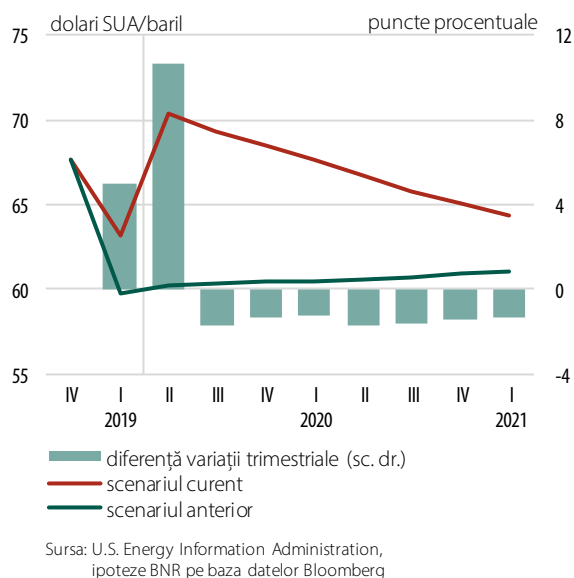
Pe fondul caracterului persistent acomodativ al BCE, întărit prin deciziile adoptate de instituție în perioada parcursă de la publicarea *Raportului* anterior, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a se menține la valori negative pe întregul interval de prognoză, însă magnitudinea acestora este previzionată în restrângere.

Prognoza cursului de schimb EUR/USD indică o ușoară depreciere a monedei europene în prima parte a anului curent, urmată ulterior de o apreciere, atingând nivelul de 1,19 USD/EUR la orizontul prognozei. Această traiectorie este marcată însă de un grad ridicat de incertitudine, date fiind evoluțiile oscilante ale celor două valute și orientarea politicii monetare din cele două blocuri economice.

⁵¹ Pentru mai multe detalii a se consulta Caseta „Evoluția recentă și perspectivele activității economice globale”.

⁵² În urma ședinței din 10 aprilie anul curent, Consiliul Governorilor al BCE a decis menținerea nivelurilor ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE cel puțin până la sfârșitul anului 2019 și, în orice caz, atâta timp cât se va considera necesar pentru a se asigura o evoluție a ratei inflației către nivelurile țintite, inferioare, dar apropiate de 2 la sută.

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



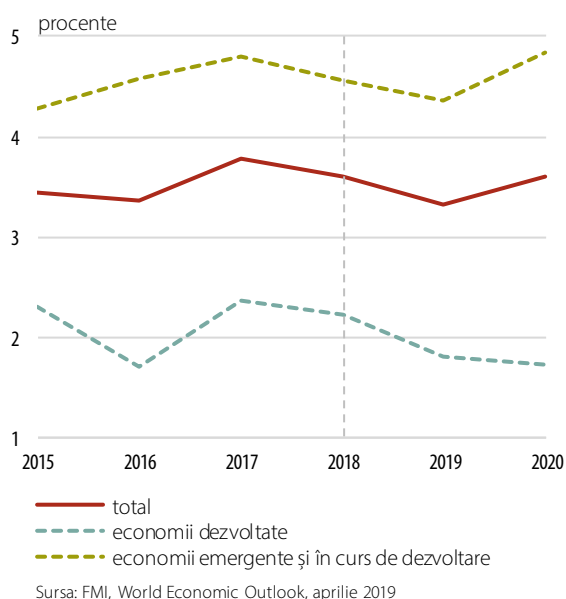
Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent, fundamentat pe baza cotațiilor *futures*, prevede o creștere accelerată a acestuia în trimestrul II 2019, după scăderile înregistrate în ultima parte a anului anterior (până la un nivel de 50 USD/baril în decembrie) și revirimentul care a avut loc pe parcursul trimestrului I 2019. Ulterior, prețul sortimentului Brent va avea o evoluție în ușoară diminuare, plasându-se la nivelul de 64 USD/baril la orizontul proiecției (Grafic 4.1). Evoluțiile anticipate sunt marcate în continuare de incertitudini ample, fiind condiționate atât de factori de natura ofertei (menținerea producției de petrol de către țările OPEC+ la niveluri reduse, tensiuni geopolitice), cât și de natura cererii (reflecții în evoluția stocurilor de petrol din Statele Unite), precum și de evoluțiile structurale manifestate pe această piață în ultimii ani (creșterea continuă a cotei de piață deținute de gazele de șist, cu implicații asupra raportului dintre

cererea și oferta de petrol de pe piață).

Evoluția recentă și perspectivele activității economice globale

Creșterea economică la nivel global a consemnat o încetinire în 2018 comparativ cu anul anterior, dinamica PIB real fiind prognozată să decelereze și în 2019, înainte de a cunoaște o revenire în 2020 (prognoza FMI, *World Economic Outlook*, aprilie

Grafic A. Creșterea economică la nivel global

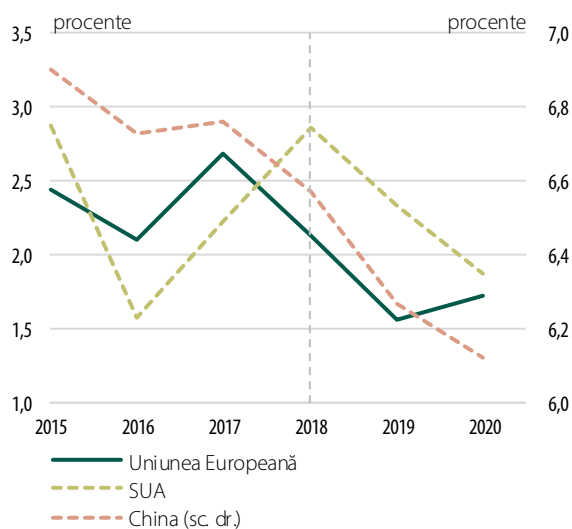


2019 – Grafic A). Reducerea ritmului de creștere din intervalul 2018-2019 este determinată atât de evoluția activității în economiile dezvoltate, cât și în cele emergente și în curs de dezvoltare, în timp ce revenirea din 2020 este atribuită celor din a doua categorie.

Dintre cele mai mari trei economii ale lumii, SUA au cunoscut o accelerare a ritmului de creștere economică în 2018, în contextul relaxării politicii fiscale și al unor evoluții favorabile pe piața muncii (Grafic B). În cazul Chinei, temperarea ritmului de creștere în 2018 a survenit pe fondul escaladării protecționismului comercial și al unei întăriri a condițiilor de creditare. În UE, pe parcursul anului precedent, încrederea consumatorilor și a mediului de afaceri s-a deteriorat, în condițiile unei cereri externe mai reduse (în special din partea economiilor asiatice), ale perturbării activității

sectorului auto (afectat de modificarea procedurii de testare a emisiilor de noxe) și ale incertitudinilor geopolitice (inclusiv cele asociate procesului *Brexit*). Decelerarea creșterii economice globale este prognozată să continue și în prima parte a anului

Grafic B. Creșterea economică, principalele economii ale lumii



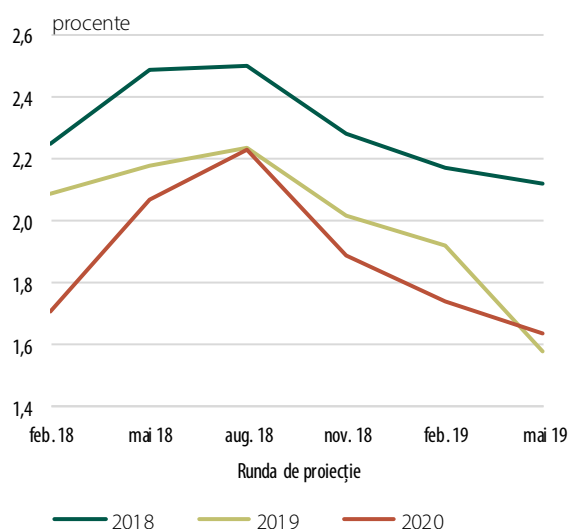
Sursa: FMI, World Economic Outlook, aprilie 2019

2019, sub impactul persistent al factorilor menționați, un reviriment fiind anticipat începând cu a doua parte a anului. Acesta va fi susținut de reconfigurarea orientării politicilor în sens favorabil activității economice, facilitată de absența presiunilor inflaționiste, în ciuda evoluției ascendente a deviației PIB. Astfel, Rezerva Federală a SUA, Banca Centrală Europeană și Banca Japoniei au anunțat politici mai acomodative decât cele preconizate anterior, iar China va stimula creșterea economică cu un mix de măsuri fiscale și monetare. De asemenea, perspectivele privind tensiunile comerciale s-au îmbunătățit, ca urmare a avansului negocierilor dintre SUA și China. Totodată, evoluțiile pe piața muncii au rămas robuste, existând premisele menținerii cercului virtuos dintre creșterea ocupării și a veniturilor din muncă și, respectiv, a consumului.

Totuși, în majoritatea economiilor lumii, ritmul de creștere nu este anticipat a reveni la nivelul din 2017. Comerțul global și-a încetinit semnificativ dinamica, iar decelerarea activității economice are un caracter sincronizat (engl. *synchronised slowdown*). Riscurile la adresa revirimentului rămân semnificative. Se mențin relevante posibile evoluții adverse în privința tensiunilor comerciale și a procesului *Brexit*. Există și vulnerabilități asociate nivelului datoriei publice și al celei private în unele țări, ceea ce ar putea afecta percepția investitorilor, conducând la realocări de portofolii și retragerea capitalurilor din investiții considerate mai riscante. Spațiul de acțiune al politicilor economice convenționale este limitat, iar materializarea riscurilor ar putea înrăutăți semnificativ perspectivele. În acest context, avansul activității economice este vulnerabil la posibile șocuri macroeconomice adverse,

inclusiv din perspectiva propagării acestora prin intermediul lanțurilor globale de producție.

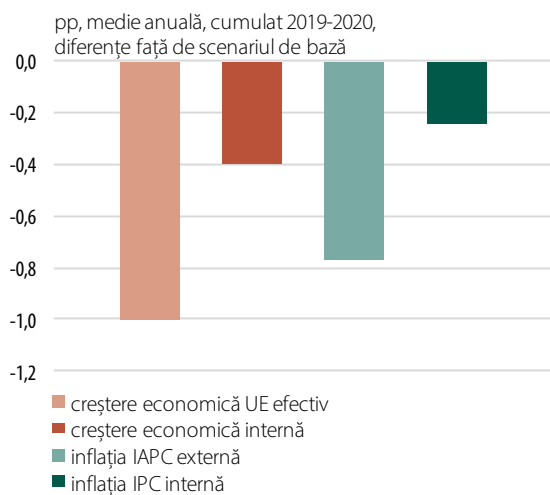
Grafic C. Revizuirea prognozelor creșterii economice pentru UE efectiv



Sursa: Comisia Europeană, Consensus Forecast, calcule BNR

În ceea ce privește principalii noștri parteneri comerciali, prognoza creșterii economice pentru PIB UE efectiv, care aproximează cererea pentru bunurile de export ale României, prevede decelerarea acesteia către ritmuri ușor sub cele potențiale pentru perioada 2019-2020. Avansul mai alert din anii anteriori a permis trecerea deviației PIB în teritoriul pozitiv, evaluată a se fi produs în 2017. Dinamica a fost revizuită în jos în ultimele trei runde de prognoză, ritmul de creștere pentru 2019 fiind mai redus cu 0,6 puncte procentuale comparativ cu runda din august 2018 (de la 2,2 la sută la 1,6 la sută) (Grafic C). În aceste condiții, sporește relevanța riscurilor privind o evoluție mai puțin favorabilă a activității economice externe comparativ cu cea

Grafic D. Evaluarea impactului scenariului privind decelerarea suplimentară a activității economice externe



Sursa: calcule BNR

presupusă în scenariul de bază. Evaluările cantitative cu ajutorul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM) indică o sensibilitate însemnată a activității economice interne la modificările dinamicii creșterii economice din UE efectiv. Astfel, în cazul unei decelerări externe mai accentuate, cu 1 punct procentual cumulat în intervalul 2019-2020, concomitent cu o dinamică a prețurilor externe mai redusă cu 0,8 puncte procentuale în total, PIB intern va fi mai redus cu 0,4 la sută decât în scenariul de bază. Pe fondul unor presiuni inflaționiste de mai mică amploare asociate mediului intern, dar și al reducerii prețurilor bunurilor din import, rata medie anuală a inflației IPC ar fi mai scăzută cu 0,25 puncte procentuale (Grafic D). Trebuie menționat faptul că acest impact negativ se poate amplifica semnificativ în condițiile în care dezechilibrele macroeconomice interne se

acutizează, iar activitatea partenerilor comerciali suferă o înrăutățire de o mai mare amploare, ceea ce poate determina transmiterea șocurilor externe nefavorabile într-un mod accelerat prin canalul fluxurilor financiare cu exteriorul.

1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC se va situa la 4,2 la sută și la 3,3 la sută la finalul anilor 2019 și, respectiv, 2020.

La orizontul proiecției, trimestrul I 2021, prognoza indică o valoare de 3,4 la sută

(Tabel 4.2, Grafic 4.2). După saltul semnificativ din primul trimestru al anului curent, la finele căruia a atins deja nivelul de 4,0 la sută, rata anuală a inflației va fi marcată de manifestarea unor efecte statistice de bază. Astfel, aceasta este proiectată în ușoară reducere până la sfârșitul trimestrului III, pe fondul atenuării presiunilor inflaționiste provenind din partea componentelor exogene ale coșului de consum. Ulterior, dinamica anuală a prețurilor de consum va cunoaște o accentuare sub impactul dispărării influențelor provenind din partea unor șocuri

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

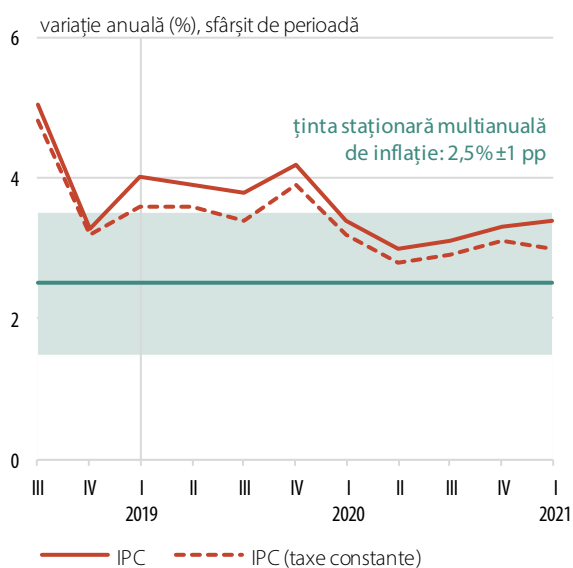
	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2019			2020				2021
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	3,9	3,8	4,2	3,4	3,0	3,1	3,3	3,4
Proiecție IPC*	3,6	3,4	3,9	3,2	2,8	2,9	3,1	3,0

*) calculat la taxe constante

favorabile de natura ofertei din ultima parte a anului 2018 – reduceri ale cotațiilor internaționale ale petrolului și ale prețurilor citricelor pe piețele de origine. Acestor efecte de bază li se va suprapune amplificarea pe parcursul anului curent a presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern și reflectate de traiectoria inflației de bază, asociate parțial excesului de cerere și parțial unor majorări ale tarifelor serviciilor din domeniul telecomunicațiilor⁵³. Începând cu trimestrul I 2020, odată cu ieșirea din baza de calcul a evoluțiilor cu efecte inflaționiste de pe parcursul trimestrului I 2019

⁵³ Cel mai probabil ca efect al prevederilor OUG nr. 114/2018, cu impact asupra activității de comunicații electronice.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



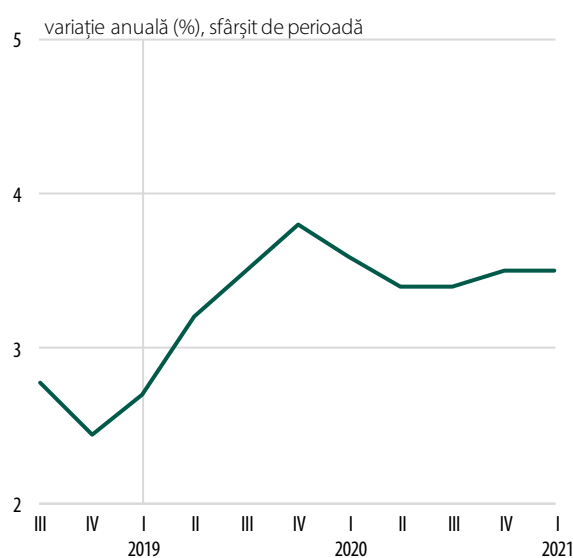
Sursa: INS, proiecție BNR

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

variație anuală (%), sfârșit de perioadă

	2019			2020				2021
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
CORE2 ajustat	3,2	3,5	3,8	3,6	3,4	3,4	3,5	3,5

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

și reducerea în acest context a contribuției componentelor exogene, rata inflației *headline* este prevăzută a reîntra și a se menține în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare de 2,5 la sută +1 punct procentual până la orizontul proiecției – în ipoteza absenței unor noi șocuri de natura ofertei.

Comparativ cu *Raportul* precedent, rata anuală prognozată a inflației IPC a fost revizuită în sus la finele ambilor ani ai prognozei, cu 1,2 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale. Revizuirea este determinată în principal de evoluțiile anticipate pentru componentele exogene (prețurile volatile ale alimentelor, cu precădere pe segmentul legume și cele ale combustibililor pentru anul 2019, și prețurile produselor din tutun pentru anul viitor), la care se adaugă evaluarea unor presiuni inflaționiste mai ample asociate dinamicii anuale a inflației de bază.

După inversarea de tendință consemnată la începutul acestui an, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a-și continua creșterea până la sfârșitul anului 2019, când va atinge nivelul de 3,8 la sută. Această evoluție se datorează atât majorărilor unor tarife la serviciile de telecomunicații, deja operate sau anticipate pentru trimestrul II 2019, cât și unei ușoare amplificări a presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, asociate excesului de cerere.

Deși nu este de așteptat ca modificările acestor tarife să determine efecte persistente asupra dinamicii inflației de bază, totuși amploarea șocului provenit din aceste creșteri, estimat a aduce o contribuție suplimentară la rata anuală a inflației de bază de +0,4 puncte procentuale la finele anului, este preconizată a genera efecte de runda a doua prin intermediul anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici⁵⁴. Acestea din urmă s-au plasat deja, începând din a doua jumătate a anului anterior, și sunt de așteptat să persiste la valori situate deasupra limitei superioare a benzii de variație din jurul țintei centrale până la finele anului curent, rămânând pe termen mediu în jumătatea superioară a acesteia. În prima parte a anului 2020, pe fondul disipării influențelor asociate creșterii tarifelor la serviciile de telecomunicații, rata anuală a inflației de bază va

⁵⁴ Prin intermediul componentei adaptive a acestora.

cunoaște o atenuare mai pronunțată. Ulterior aceasta se va re poziționa pe o traiectorie ascendentă, atingând 3,5 la sută la finele anului 2020, în contextul dinamizării anticipate a prețurilor bunurilor din import, sub impactul majorării graduale a inflației externe și al menținerii presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, atribuite excesului de cerere (Tabel 4.3, Grafic 4.3).

Comparativ cu *Raportul* din februarie 2019, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus cu 0,5 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent și cu 0,1 puncte procentuale pentru finele anului viitor. Revizuirea s-a produs în contextul creșterilor menționate ale unor tarife la serviciile de telecomunicații, neanticipate în runda precedentă de prognoză, cu impact îndeosebi pentru anul 2019 și, inclusiv sub efectul acestora, al poziționării anticipațiilor inflaționiste la valori mai ridicate pe tot intervalul proiecției. Influența acestor factori este contrabalansată doar parțial de manifestarea unor presiuni inflaționiste de amploare mai redusă provenind din partea excedentului de cerere și de reevaluarea descendentă a ratei anuale a inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice, cu impact relativ mai favorabil asupra prețurilor bunurilor din import.

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

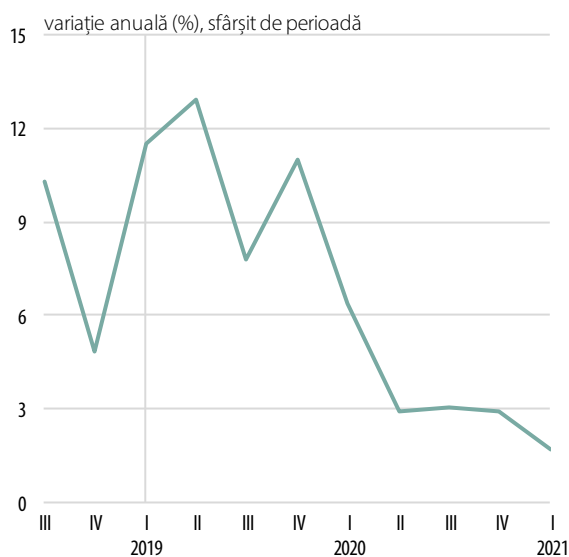
	puncte procentuale	
	2019	2020
Prețuri administrate	0,3	0,4
Combustibili	0,5	0,1
Prețuri LFO	0,6	0,2
CORE2 ajustat	2,4	2,2
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,3	0,4

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

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,8 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și de 1,1 puncte procentuale la finele celui viitor, valori revizuite ascendent față de *Raportul* anterior, cu 0,9 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,1 puncte procentuale (Tabel 4.4).

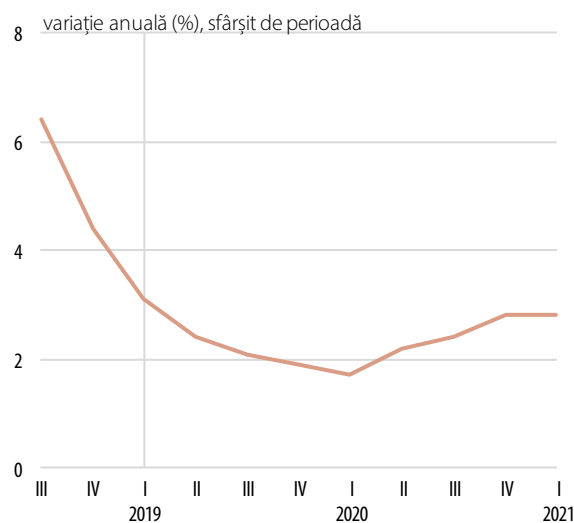
Traectoria prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) prevede o creștere de 11,0 la sută la finele anului curent, valoare revizuită semnificativ în sens ascendent (cu 10,3 puncte procentuale) comparativ cu *Raportul* din luna februarie. Modificarea prognozei a survenit, în principal, pe fondul scumpirii ample a legumelor de la începutul anului (fenomen cu reverberații asupra tuturor statelor membre ale UE). În același timp, dinamica prețurilor pentru această componentă a coșului de consum a fost influențată și de producția redusă de cartofi de pe plan local, precum și de disiparea treptată a șocului pozitiv de ofertă din anul anterior privind recolta abundentă de citrice pe piețele de origine. Dinamica prețurilor LFO pe intervalul de prognoză reflectă adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale pe plan intern în 2019 și 2020. În acest context, pentru finele anului viitor valoarea prognozată a dinamicii anuale a grupei este de 2,9 la sută, nivel relativ similar celui din *Raportul* anterior (Grafic 4.4).

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



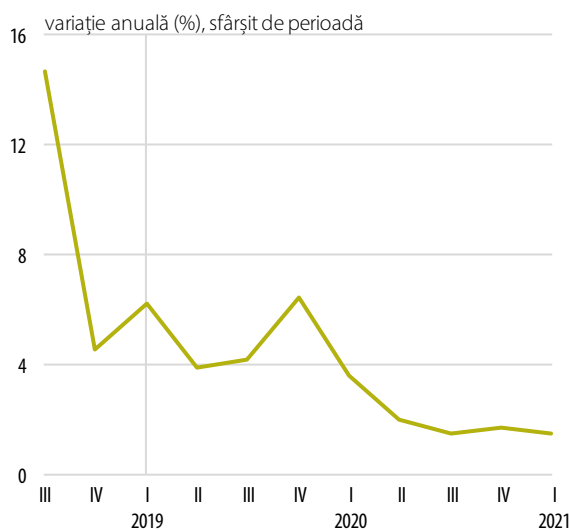
Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul exogen privind prețurile administrate prevede creșteri de 1,9 la sută și 2,8 la sută la finalul anului curent și, respectiv, al celui viitor (Grafic 4.5). Comparativ cu *Raportul* anterior, proiecția pentru finele anului curent a fost ajustată în jos cu 0,1 puncte procentuale⁵⁵, pe seama reevaluării descendente a prețurilor gazelor naturale și ale energiei electrice, contrabalansate parțial de creșterile deja operate sau preconizate la nivelul prețurilor pe segmentul apă, canal, salubritate și al celor ale medicamentelor. Pentru sfârșitul anului viitor revizuirea față de *Raportul* anterior cu

0,3 puncte procentuale survine pe fondul modificării ipotezei privind dinamica prețurilor pentru segmentul apă, canal, salubritate, în contextul evoluțiilor recente.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este preconizată să atingă 6,4 la sută la finele anului curent, nivel revizuit în sens ascendent cu 4,4 puncte procentuale, și 1,7 la sută la sfârșitul celui viitor, valoare reevaluată în sens descendent cu 0,3 puncte procentuale (Grafic 4.6). Pentru anul curent revizuirea semnificativă are loc în contextul unei dinamici anuale a prețului petrolului superioare celei prevăzute în *Raportul* anterior la acest orizont (pe fondul unor dinamici trimestriale mai ample în prima jumătate a anului curent), al plasării anticipațiilor inflaționiste la un nivel mai ridicat și al preconizării unei depreciere de mai mare amploare a monedei

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

⁵⁵ În contextul reducerii gradului ridicat de incertitudine din runda precedentă asociat lipsei unor norme ale autorităților de profil privind modul de transpunere a prevederilor cu caracter general ale OUG nr. 114/2018. Însă, rămân relevante unele incertitudini asociate transunerii în norme și metodologiilor ale unor prevederi din OUG nr. 19/2019 (pentru mai multe detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.4. Riscuri asociate proiecției).

europene față de dolarul SUA, cu impact asupra prețului în lei al acestei categorii de produse (prețul sortimentului Brent de pe piețele internaționale fiind cotelat în dolari SUA).

Scenariul de evoluție a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice prevede dinamici anuale de 4,3 la sută la finele anului curent, nivel revizuit ușor în jos față de *Raportul* precedent cu 0,5 puncte procentuale, și de 4,5 la sută la sfârșitul celui viitor. Pentru anul 2020 reevaluarea în sens ascendent, cu 1,7 puncte procentuale, survine pe fondul înglobării în prognoză a comportamentului istoric al operatorilor economici din acest sector privind creșterile prețului final, inclusiv pe fondul persistenței excesului de cerere format în economie.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁵⁶

Deviația PIB

În trimestrul IV 2018, PIB real a consemnat o nouă creștere trimestrială (de 0,9 la sută, în atenuare față de cea aferentă trimestrului III⁵⁷), iar dinamica anuală a rămas la valori ușor peste 4 la sută⁵⁸, ca în majoritatea trimestrelor din anul anterior. Creșterea trimestrială a PIB a reflectat o nouă contribuție ridicată a consumului (a cărui dinamică s-a menținut peste cea a PIB), cea a FBCF redevenind negativă (însă mai redusă comparativ cu valorile înregistrate în prima jumătate a anului). În paralel, exporturile nete au avut un aport negativ, în amplificare față de trimestrele anterioare, în condițiile revenirii dinamicii trimestriale a exporturilor în teritoriul pozitiv, însă cu un ritm inferior celui al importurilor⁵⁹.

În primele două trimestre ale anului curent, dinamica trimestrială a PIB este anticipată a fi moderată. Traectoria PIB este evaluată a include efecte nefavorabile asociate incertitudinii provenite din partea unor măsuri legislative recente, cu probabile efecte adverse asupra proiectelor de investiții⁶⁰. Din rândul indicatorilor cu frecvență înaltă provin semnale mixte. Spre deosebire de contracția producției industriale de pe parcursul trimestrului I 2019 față de cel precedent, volumul comerțului cu amănuntul și câștigurile salariale nete în termeni reali (cu efecte asupra cererii interne) au înregistrat evoluții favorabile. Anchetele de conjunctură⁶¹ indică, în perioada ianuarie-mai 2019, o traiectorie oscilantă în sectorul construcțiilor și respectiv creșteri așteptate ale

⁵⁶ 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.

⁵⁷ Trimestrul III 2018 a fost caracterizat de o contribuție excepțională a producției agricole, cu impact și asupra consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, prin componenta de autoconsum și achiziții de pe piața țărănească.

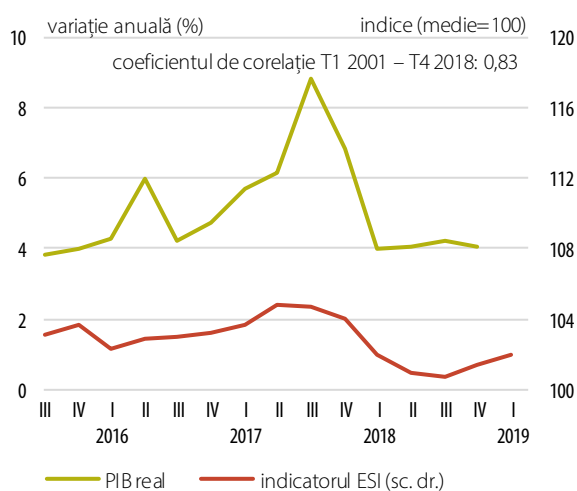
⁵⁸ Conform Comunicatului INS nr. 83 din 8 aprilie 2019, PIB real a crescut în trimestrul IV 2018 cu 4,1 la sută față de același trimestru din anul 2017. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

⁵⁹ Pentru detalii, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

⁶⁰ Prognozele pe termen scurt ale PIB reflectă pentru trimestrul I 2019 efectele adverse asupra FBCF aferente prevederilor OUG nr. 114/2018. Pentru trimestrele următoare rămâne persistent impactul nefavorabil al OUG nr. 114/2018 asupra planurilor de investiții, în condițiile în care modificările operate prin OUG nr. 19/2019 au vizat doar procedurile privind impozitarea activelor bancare, iar cele referitoare la impozitarea domeniului telecomunicațiilor și a celui al producției de energie electrică și gaze naturale au rămas în cea mai mare parte nemodificate. În cazul fondurilor de pensii administrate privat, se prevede doar amânarea vărsării obligațiilor suplimentare de capital social minim.

⁶¹ Comunicatele INS nr. 47 din 28 februarie 2019 și, respectiv, nr. 73 din 28 martie 2019.

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

activității în comerț. La aceste semnale se adaugă îmbunătățirea indicatorului de încredere în economie, în principal pe seama componentei servicii – Grafic 4.7. În structură, creșterea trimestrială a PIB este anticipată a rămâne în principal alimentată de componenta de consum. În paralel, exporturile nete de bunuri și servicii sunt proiectate a avea în continuare un aport negativ însemnat.

Scenariul de bază al proiecției reconfirmă (după temperarea din 2018) noi decelerări de ritm ale creșterii economice în 2019 și 2020, la orizontul proiecției fiind anticipată poziționarea acesteia în apropierea celei potențiale. Similar *Raportului asupra inflației* anterior, rămân relevante pentru prognoză recente modificări legislative, cu efecte asupra FBCF și implicit asupra creșterii PIB și a PIB potențial, având însă magnitudini dificil de cuantificat. În acest sens, Casetă „Evoluția investițiilor în perioada

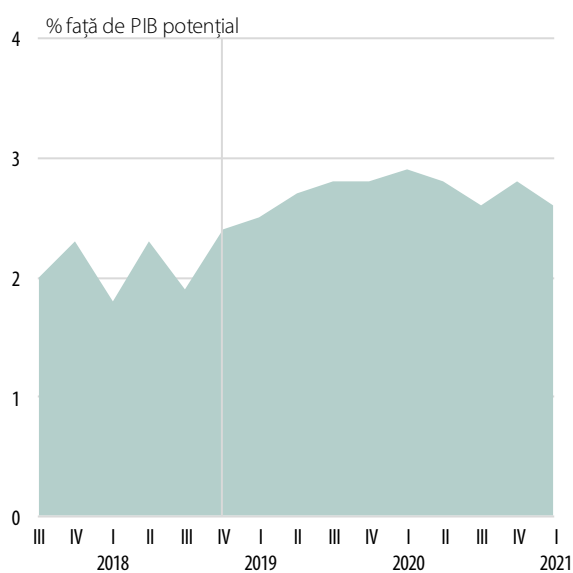
recentă: câteva coordonate” din *Raportul asupra inflației* anterior estimează un rol inhibitor al incertitudinii (măsurată prin volatilitatea acțiunilor firmelor listate la Bursa de Valori București) și al nivelului îndatorării asupra acumulării de capital și, respectiv, a deciziilor de demarare a proiectelor de investiții. Pe parcursul intervalului de prognoză, principalul determinant al creșterii economice este anticipat a rămâne consumul final, cu un aport apropiat celui din anul 2018. Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a beneficia de dinamizarea în continuare a venitului disponibil real, în principal pe seama avansului salariilor, la care se adaugă creșterile transferurilor bugetare, în contextul prevederilor privind majorarea punctului de pensie⁶². După contracția înregistrată pe parcursul anului 2018 (pe seama evoluției nefavorabile a sectorului construcțiilor), FBCF este proiectată să cunoască o ameliorare, însă aportul componentei va continua să rămână grevat de predictibilitatea limitată a cadrului legislativ. În condițiile unei evoluții mai alerte a importurilor de bunuri și servicii comparativ cu cea a exporturilor, contribuția exportului net este anticipată a se poziționa la valori negative, cu o intensitate ridicată și pe parcursul anului 2019, iar ulterior în atenuare. Este de menționat anticiparea unei contribuții încă substanțiale a variației stocurilor pe parcursul anului curent, în mare parte datorată unui efect statistic de reportare (engl. *carry-over*) din 2018, contribuția încă însemnată a acestei componente făcând dificilă decelarea precisă a structurii creșterii economice între consum, investiții și export net.

Așa cum s-a anticipat încă din *Raportul asupra inflației* anterior, în paralel cu tendința de decelerare a creșterii economice, dinamica anuală a PIB potențial pe intervalul de proiecție este evaluată a fi ușor inferioară celei estimate pentru anul precedent, ca urmare a unor contribuții mai reduse din partea tuturor factorilor de producție.

⁶² Conform OUG nr. 114/2018, în septembrie 2019 se va efectua o majorare semnificativă a punctului de pensie. La finalul anului 2018, Camera Deputaților a aprobat și trimis pentru promulgare cea mai recentă configurație a legii privind sistemul public de pensii în care sunt prevăzute alte majorări semnificative ale punctului de pensie în septembrie 2020 și, respectiv, septembrie 2021.

Traectoria PIB potențial – în special prin acumularea de capital productiv și dinamica productivității totale a factorilor (TFP) – rămâne grevată de incertitudini asociate măsurilor legislative adoptate recent. Acestea ar putea avea efecte de amânare sau diminuare a volumului proiectelor de investiții din domenii precum telecomunicațiile sau producția de energie electrică și gaze naturale. Suplimentar, dinamica trendului TFP va continua să fie plafonată de deficiențele structurale ale economiei – alocarea modestă de resurse pentru inovație, infrastructura deficitară, gradul ridicat de neconcordanță între competențele cerute și cele oferite la angajare⁶³. La realizarea unor câștiguri de eficiență ar putea contribui ipoteza unei îmbunătățiri a atragerii de fonduri UE structurale și de investiții⁶⁴ și continuarea tendinței de creștere a ponderii angajaților în activitățile cu nivel ridicat de sofisticare tehnologică sau în sectorul serviciilor. Chiar și în condițiile menținerii tendințelor demografice pe o pantă nefavorabilă (îmbătrânirea populației, spor natural negativ, emigrație), aportul factorului muncă este anticipat a rămâne ușor pozitiv, preponderent pe seama creșterii anticipate a ratei de activitate, în paralel cu avansul economiei⁶⁵.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Deviația PIB de la nivelul potențial (Grafic 4.8) se va plasa pe o traiectorie ușor ascendentă până la începutul anului 2020, urmată de o relativă aplatizare pe restul intervalului de prognoză. Traectoria reflectă: (i) persistența, până în prima parte a anului viitor, a caracterului acomodativ al condițiilor monetare reale în sens larg și, respectiv, inversarea ulterioară a acestuia; (ii) avansul cererii externe efective, însă în ritmuri ușor sub cele potențiale și inferioare celor preconizate în *Raportul* anterior; (iii) stimulii asociați conduitei discreționare a politicii fiscale, în principal pe seama prevederilor privind majorarea semnificativă a punctului de pensie. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este proiectată a fi imprimată de cea aferentă consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, în timp ce componenta ciclică a FBCF va avea un aport redus. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor de bunuri și

servicii sunt evaluate la valori pozitive, însă contribuția netă a acestora la deviația PIB va rămâne negativă. Evaluarea magnitudinii *gap*-ului PIB și a componentelor acestuia este caracterizată de un grad de incertitudine care reflectă volatilitatea relativ ridicată a acestora, dar și frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice.

⁶³ Evidențe conexe sunt aduse de analiza *European Innovation Scoreboard* a Comisiei Europene, clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale sau raportul *Global Competitiveness Index* al World Economic Forum.

⁶⁴ În cadrul Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2019-2021 Guvernul „își propune accelerarea ritmului de cheltuire a fondurilor europene pentru a ajunge la o rată de 72,5 la sută până la 31 decembrie 2020 și de 100 sută până la 31 decembrie 2023”. Conform *Balanței Financiare Nete* publicate de MFP, în primele două luni ale anului 2019 intrările de fonduri structurale și de coeziune au cumulat 0,7 miliarde euro.

⁶⁵ Astfel, la începutul anului 2019, studiul Manpower Group evaluează previziuni nete pozitive de angajare, cu precădere în companiile de dimensiuni medii și mari.

Deși traiectoria deviației PIB este similară celei din *Raportul asupra inflației* anterior, nivelul variabilei a fost ușor reevaluat în jos pe parcursul întregului interval de prognoză. În 2019, revizuirea reflectă reevaluările în sens descendent ale cererii externe (cu perspective deteriorate) și ale impactului condițiilor monetare reale în sens larg, parțial contrabalansate de cea ascendentă a impulsului fiscal. Pentru anul viitor, revizuirea cumulează contribuții reevaluate în jos din partea tuturor factorilor fundamentali.

Componentele cererii agregate

Dinamica trimestrială a consumului final s-a temperat până la 1,3 la sută în trimestrul IV 2018, reflectând decelerarea celui individual efectiv al gospodăriilor populației⁶⁶. Pe termen scurt, se anticipează menținerea ritmurilor trimestriale la valori similare, alimentate de tendința ascendentă a venitului disponibil real și de impactul, evaluat a rămâne stimulat, al ratelor reale ale dobânzilor.

Pe parcursul intervalului de prognoză, în condițiile anticipării unor contribuții modest pozitive din partea FBCF și, respectiv, negative ale exporturilor nete, principalul determinant al creșterii economice este proiectat a rămâne consumul final. Acesta va fi alimentat cu precădere de ritmurile de creștere robuste ale consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, corelate cu dinamica venitului disponibil real, prognozată a se menține la valori ridicate. Această traiectorie este determinată atât de creșterile salariale (nete) reale așteptate, cât și de majorările preconizate ale transferurilor bugetare, în contextul prevederilor privind quantumul punctului de pensie. Pe parcursul anului curent, dar și al celui următor (deși într-o măsură atenuată), avansul salariilor va reflecta nivelurile relativ ridicate ale gradului de tensionare a pieței forței de muncă, în contextul constrângerilor persistente ale factorilor structurali determinanți. Relevante sunt, la începutul anului 2019, și creșterea nivelului salariului minim pe economie și, respectiv, majorările salariale din sectorul public.

În trimestrul IV 2018 FBCF s-a contractat cu 0,7 la sută comparativ cu trimestrul anterior, în timp ce la nivelul întregului an componenta s-a restrâns cu 3,2 la sută. În continuare, pe termen scurt este anticipată o cvasistagnare a FBCF, semnalele aferente unor indicatori cu frecvență înaltă fiind mixte. Astfel, pe de o parte, sectorul construcțiilor a prezentat evoluții favorabile pe toate segmentele (rezidențiale, nerezidențiale și ingineresti) în perioada ianuarie-februarie 2019 relativ la media trimestrului IV 2018. Pe de altă parte, în primele două luni ale anului curent fluxul de credite acordate societăților nefinanciare este evaluat în scădere puternică atât față de trimestrul IV 2018, cât și raportat la aceeași perioadă a anului anterior.

Pe parcursul intervalului de prognoză FBCF este proiectată a-și redresa dinamica anuală, traiectoria fiind însă grevată de incertitudini ample. Acestea sunt asociate inclusiv modificărilor legislative recente, cu potențiale efecte nefavorabile asupra planurilor de investiții ale unor companii din domenii majore ale economiei, de natură a putea greva inclusiv atragerile de investiții străine directe alocate acestor sectoare. Față de *Raportul* anterior însă, impactul negativ asupra profitabilității unor sectoare

⁶⁶ Pe seama unui ritm de creștere atenuat a salariilor nete reale în trimestrul IV 2018 față de cel anterior. În schimb, pe parcursul trimestrului menționat, s-a observat îmbunătățirea indicatorului de încredere al consumatorilor.

– în particular cel bancar – este evaluat a fi mai atenuat, în condițiile modificărilor aduse de OUG nr. 19/2019 prevederilor OUG nr. 114/2018. Rămâne relevantă și conduita autorităților în privința cheltuielilor de investiții⁶⁷, care a implicat, în runde succesive, diminuarea alocărilor către această categorie. Factorii cu caracter structural specifici economiei autohtone – predictibilitatea limitată a cadrului legislativ, calitatea relativ precară a infrastructurii, neconcordanța în creștere dintre abilitățile solicitate de angajatori și cele oferite de potențialii salariați – vor trena evoluția viitoare a investițiilor. Pe de altă parte, FBCF este anticipată a fi susținută de fluxul de investiții străine directe, condiționate însă de încetinirea creșterii economice din România și din principalele state de proveniență. Suplimentar, se adăugă efectele antrenante provenite din menținerea ipotezei de continuare a absorbției fondurilor UE structurale și de investiții.

Exporturile de bunuri și servicii sunt așteptate a-și continua avansul pe intervalul de proiecție, însă în ritmuri anuale în decelerare. Evoluția anticipată a componentei are în vedere: (i) reducerea competitivității prin componenta de preț, în contextul majorării costurilor unitare cu forța de muncă, în ritmuri ce vor cunoaște însă o atenuare; (ii) tracțiunea în diminuare exercitată de cererea externă efectivă, respectiv (iii) o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura sau gradul de sofisticare în procesele de producție, cu efect direct asupra structurii valorii adăugate a produselor destinate piețelor externe. Dinamica anuală a componentei este proiectată a fi mai redusă față de evaluarea din *Raportul asupra inflației* anterior, pe fondul deteriorării perspectivelor privind cererea externă efectivă și a celor aferente competitivității prin preț a produselor autohtone.

Creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a rămâne alertă în prima parte a intervalului de prognoză, urmând a se tempera ulterior, reflectând traiectoria cererii interne⁶⁸ și efectul de antrenare, deși în reducere, din partea exporturilor. Dinamica importurilor este evaluată a se poziționa peste cea a exporturilor, ecarterul pe parcursul anului curent fiind încă substanțial, determinând o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea PIB și astfel accentuarea aportului negativ al balanței comerciale la deficitul de cont curent.

Pe parcursul anului 2018, deficitul contului curent și-a continuat tendința de majorare inițiată în anul 2015, atingând 4,5 la sută din PIB nominal, în principal pe fondul accentuării deficitului balanței bunurilor și serviciilor. Pe parcursul intervalului de proiecție este de așteptat ca această tendință să continue, deficitul extern fiind estimat să se mențină la finele anilor 2019 și 2020 la valori superioare celei de tip „reper” de 4 la sută din PIB, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene⁶⁹. În plan regional, economia românească

⁶⁷ Coordonatele preliminare ale bugetului de stat pentru anul 2019 vizează creșterea ponderii în PIB a cheltuielilor de investiții derulate din fonduri publice cu aproximativ 1 punct procentual (în special pe seama celor aferente proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile). Pe parcursul anului 2018, indicatorul a înregistrat o creștere de aproximativ 0,5 puncte procentuale.

⁶⁸ În contextul trenării componentei FBCF, comparativ cu contracția înregistrată în 2018, și al unei dinamici a consumului gospodăriilor populației susținute de cea a venitului disponibil real, cererea internă este preconizată a înregistra în 2019 o evoluție mai favorabilă comparativ cu cea din anul anterior.

⁶⁹ Indicatorul este calculat ca medie a valorilor pentru ultimii trei ani. Detalii pot fi regăsite pe *website*-ul Comisiei Europene, secțiunea Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard.

se remarcă prin accentuarea deficitului contului curent al balanței de plăți, pe seama soldului negativ al balanței comerciale (în special cel în relație cu state din afara Uniunii Europene⁷⁰). Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a fi doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. Factorii principali care influențează gradul de acoperire a deficitului de cont curent pe baza acestor fluxuri sunt, pe de o parte, posibilele efecte adverse asupra investițiilor directe pe fondul încetinirii activității economice a principalilor parteneri, dar și al modificărilor legislative frecvente, cu potențial de a afecta percepția investitorilor asupra predictibilității mediului de afaceri intern. Pe de altă parte, un efect de contrabalansare parțială îl are anticiparea unei îmbunătățiri a absorbției de fonduri europene (preponderent fonduri structurale și de coeziune), pe măsura avansării în exercițiul financiar 2014-2020. Accentuarea deficitului de cont curent are potențialul de a acționa în sensul amplificării dezechilibrelor macroeconomice, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești, mai ales în condițiile în care poziția și magnitudinea soldului contului curent din România sunt semnificativ diferite față de cele înregistrate în alte economii emergente din regiune.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor la lei și valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁷¹ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁷².

Ratele nominale ale dobânzilor la depozitele noi la termen în lei și cele aferente creditelor noi în lei sunt estimate în creștere în trimestrul I 2019. Ratele reale ale dobânzilor urmează traiectoria celor nominale, variația acestora fiind însă ușor mai accentuată, pe fondul dinamicii ușor descendente a anticipațiilor privind inflația, după valoarea ridicată, apropiată de 4 la sută, înregistrată la finele anului 2018. Pentru restul intervalului de prognoză, ratele reale ale dobânzilor vor continua să exercite un impact stimulat în diminuare graduală, în condițiile menținerii anticipațiilor asupra inflației la valori ridicate pe parcursul anului 2019 și reducerii ușoare a acestora în anul 2020.

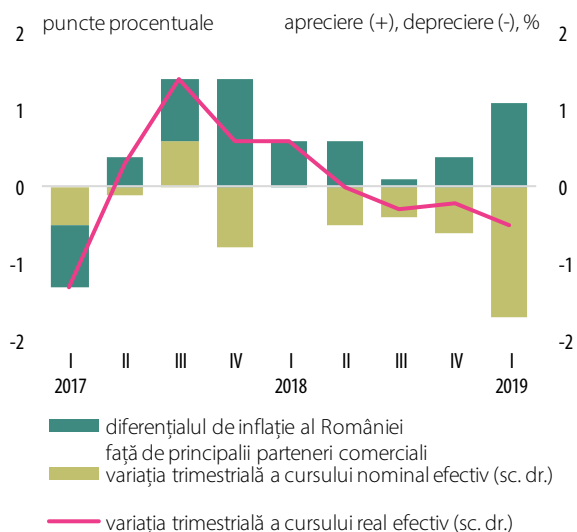
Moneda națională s-a depreciat în termeni reali efectivi în trimestrul I 2019 pe seama evoluției cotațiilor în termeni nominali ale leului (față de euro și dolarul SUA), compensate doar parțial de accentuarea diferențialului de inflație (Grafic 4.9). După o cvasistabilitate a acestuia în trimestrul II 2019 (pe fondul compensării dinamicii în termeni nominali cu cea a diferențialului de inflație), pe restul intervalului de prognoză moneda națională este anticipată a se aprecia ușor în termeni reali efectivi, în principal

⁷⁰ Pentru România, la adâncirea soldului negativ al balanței bunurilor o contribuție importantă a revenit grupei combustibili minerali, lubrifianți, în contextul creșterii cotațiilor globale ale petrolului.

⁷¹ 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.

⁷² Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei față de cele în valută.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

pe seama poziționării ratei interne a inflației la valori sistematic mai ridicate decât cele ale partenerilor comerciali. Astfel, în primul semestru al anului 2019, cursul de schimb real efectiv continuă să exercite, prin canalul exporturilor nete, un impact stimulat asupra activității economice viitoare, iar ulterior, acesta devine restrictiv, în uşoară accentuare până la orizontul prognozei.

Pe ansamblul trimestrelor I și II 2019, efectul de avuție și de bilanț este evaluat a exercita influențe stimulative asupra *gap*-ului PIB din perioadele viitoare, în special pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni) sub nivelul de echilibru (*gap* semnificativ negativ), pe fondul politicii monetare încă persistent acomodative a BCE. În intervalul analizat, contribuția variației deviației cursului de schimb real efectiv este aproximativ neutră în trimestrul I 2019 și marginal stimulat în

trimestrul II 2019. Prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este evaluată a exercita un efect restrictiv, traiectoria acesteia putând fi influențată de incertitudini asociate impactului celor mai recente măsuri legislative și de efectele directe și indirecte ale acestora inclusiv asupra configurației echilibrelor interne și externe ale economiei. Pe parcursul intervalului de prognoză, sub impactul ratei reale a dobânzii externe, efectul de avuție și de bilanț va transmite un impuls stimulat asupra activității economice viitoare, însă în diminuare.

În ansamblu, în trimestrele I și II 2019, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a-și păstra caracterul stimulat la adresa cererii agregate din trimestrele următoare, în condițiile unor magnitudini apropiate celor din trimestrul IV 2018. Acestea vor continua să exercite un impact stimulat, însă în diminuare, asupra activității economice până la mijlocul anului viitor și ușor restrictiv ulterior. Traiectoria prognozată este imprimată de tendința descendentă a contribuțiilor tuturor componentelor. Cea mai proeminentă este evoluția cursului de schimb real efectiv – ce va exercita, începând din a doua jumătate a anului curent, un impact restrictiv în accentuare asupra competitivității prin preț a economiei naționale. Suplimentar, impactul stimulat al ratelor reale ale dobânzilor se diminuează gradual pe parcursul intervalului de prognoză.

Conduita politicii monetare este configurată în vederea unui dozaj și a unei cadențe de ajustare adecvate din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste și a menținerii ratei anuale a inflației pe traiectoria evidențiată de cea mai recentă prognoză pe termen mediu a BNR, în condițiile protejării stabilității financiare, asigurării unei creșteri economice sustenabile și conservării unui cadru macroeconomic stabil.

1.4. Riscuri asociate proiecției

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

Riscurile specifice acestei runde sunt localizate atât în mediul intern, cât și în cel

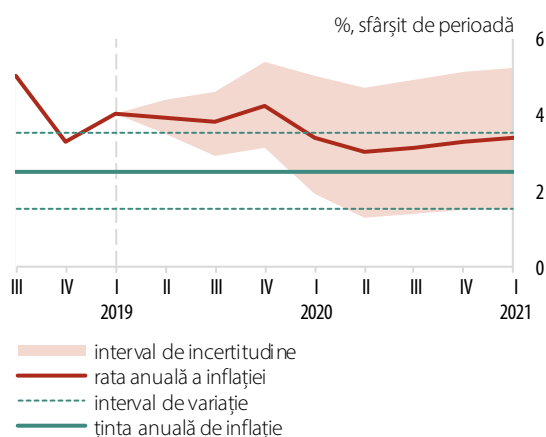
extern. Pe plan intern, prezintă relevanță conduita viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor, dar și gradul ridicat de tensionare a pieței muncii, inclusiv în plan regional. Pe plan extern, evoluția prețurilor internaționale ale materiilor prime are potențialul de a exercita presiuni inflaționiste suplimentare. Influențe de sens contrar sunt asociate perspectivelor nefavorabile ale dinamicii activității economice europene și a celei globale.

Incertitudini ample continuă să persiste din partea politicii fiscale și a celei de venituri, pe seama atât a conduitei viitoare a acestora, inclusiv în contextul calendarului electoral încărcat din perioada 2019-2020, cât și a măsurilor fiscale implementate în cursul anului curent⁷³. Toate acestea sunt de natură să exercite efecte semnificative asupra activității economice, implicit și asupra potențialului de creștere a economiei, prin intermediul: (i) conduitei

discreționare a politicii fiscale⁷⁴ și al structurii cheltuielilor bugetare și (ii) afectării comportamentului investițional și al celui de consum ale agenților din sectorul privat. În plus, o potențială majorare a deficitului bugetar, concretizată în depășirea valorii de referință de 3 la sută din PIB prevăzute în Pactul de stabilitate și creștere, în eventualitatea configurării unor dificultăți în asigurarea surselor stabile de finanțare a acestuia, ar conduce, *ceteris paribus*, inclusiv la afectarea poziției externe a economiei. Pe această cale, nu ar fi exclusă o posibilă deteriorare a percepției investitorilor străini, cu impact asupra primei de risc și a cursului de schimb. Efectele inflaționiste rezultate ar fi doar parțial contrabalansate de influențele asociate dinamicii prețurilor bunurilor din import, plasată în continuare la valori relativ reduse. Din această perspectivă, evoluția deficitului de cont curent, inclusiv în contextul unor cauze structurale cronicizate de-a lungul timpului, rămâne relevantă.

În pofida diminuării unor riscuri evidențiate în runda precedentă, potențiale efecte adverse ale OUG nr. 114/2018 fiind parțial atenuate de prevederile OUG nr. 19/2019, noi incertitudini se abat asupra mecanismului de transmisie a politicii monetare în

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2018. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

⁷³ La 1 ianuarie 2019 au intrat în vigoare o serie de măsuri fiscale, dintre care: (i) majorarea salariului minim; (ii) modificarea impozitării în sectorul construcțiilor; (iii) introducerea taxei pe active (rectificată însă în OUG nr. 19/2019). Noi măsuri urmează a fi implementate (majorarea punctului de pensie).

⁷⁴ Impulsul fiscal, exprimat ca variație a deficitului bugetar structural primar.

contextul introducerii unui indice calculat pe baza tranzacțiilor interbancare (indice de referință trimestrial pentru creditele acordate consumatorilor)⁷⁵.

Într-o perspectivă mai largă, este dezirabilă menținerea unui echilibru între setul de măsuri fiscale și de venituri, cu rol de stimulare a cererii agregate și, respectiv, a potențialului economiei, pe seama sporirii volumului derulat de investiții productive. Se impune astfel implementarea unui mix echilibrat de politici macroeconomice, fără periclitarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

Un alt factor de risc specific mediului intern, care își reconfirmă importanța și în runda curentă, se referă la condițiile de pe piața muncii, pe seama menținerii gradului relativ ridicat de tensionare, caracteristică structurală vizibilă inclusiv în plan regional. La aceasta contribuie gradul în creștere de necorelare a pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, rata de inactivitate ridicată, amploarea fenomenului de emigrație, cu potențial de a exercita presiuni asupra costurilor firmelor, ulterior transferabile în prețurile bunurilor de consum finale, cu impact inclusiv asupra competitivității interne și externe a unor sectoare economice.

În ceea ce privește tarifele la gazele naturale și energia electrică, incertitudini sunt asociate transpunerii prevederilor OUG nr. 19/2019 în norme detaliate ale autorităților de profil⁷⁶. Rămân relevante evoluțiile din sectorul gazelor naturale, inclusiv o posibilă alterare a balanței între producția internă și importuri, pe fondul plafonării prețului de achiziție al acestora la 68 lei/MWh, concomitent cu impunerea contribuției de 2 la sută din cifra de afaceri în cazul titularilor de licențe care activează în acest domeniu.

Din perspectiva prețurilor volatile ale alimentelor, chiar dacă runda curentă a marcat înregistrarea unor șocuri semnificative ale prețurilor pe acest segment de produse, surse de incertitudine persistă în contextul impactului condițiilor meteorologice asupra ofertei de produse agricole, atât pe plan local, cât și regional sau chiar global.

Pe plan extern, riscuri decurg din încetinirea economiei globale⁷⁷, inclusiv pe fondul unei potențiale intensificări a măsurilor protecționiste, în contextul deteriorării relațiilor comerciale dintre SUA și China. Totodată, își păstrează relevanța conduita politicii monetare a BCE, pe seama recente schimbări de perspectivă, dar și atitudinea probabilă a băncilor centrale din regiune. Configurația finală a *Brexit* rămâne în continuare o sursă importantă de incertitudini, în pofida diminuării acestora în contextul amânării până la 31 octombrie 2019 a termenului de finalizare a procesului. Economia românească ar putea fi afectată atât direct, prin intermediul canalului comercial, cât și indirect, pe fondul unei potențiale amplificări a volatilității pe piețele financiare internaționale. În aceste condiții, sunt posibile realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu impact asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației.

⁷⁵ În OUG nr. 19/2019 a fost respecificată modalitatea de impunere a taxei pe active, cu impact asupra cuantumului acesteia (în sensul diminuării încasărilor din taxă), conducând astfel și la atenuarea unor potențiale efecte adverse. Noile prevederi referitoare la calcularea la finele unui trimestru a indicelui de referință pe baza tranzacțiilor interbancare din trimestrul anterior au însă potențialul de a complica transmisia monetară.

⁷⁶ Conform OUG nr. 19/2019, cuantumul contribuției datorate de titularii de licențe în domeniul energiei electrice pe bază de cărbune și al celei electrice și termice în cogenerare urmează a fi stabilit prin norme emise de ANRE.

⁷⁷ A se vedea Casetă „Evoluția recentă și perspectivele activității economice globale”.

Balanța riscurilor din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime, cu precădere cele energetice, este apreciată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Incertitudini ridicate persistă cu privire la dinamica prețului petrolului, pe fondul desfășurării conflictului din Libia și al sancțiunilor impuse Iranului. Totodată, evoluția viitoare a acestora este condiționată de factori atât pe latura cererii – cererea încă robustă, reflectată de scăderea stocurilor de petrol din SUA –, cât și pe cea a ofertei – semnalarea menținerii reducerilor producției de petrol de către OPEC+.

Abrevieri

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

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	35
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	37
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	41
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	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Importurile de legume	14
Grafic 1.3	Inflația legumelor în Europa	14
Grafic 1.4	Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat	15
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	15
Grafic 1.6	IAPC mediu anual în UE – mar. 2019	16
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	17
Grafic 2.2	Activitatea comercială și indicatorii de încredere	18
Grafic 2.3	Investiții	19
Grafic 2.4	Perspective privind construcțiile	20
Grafic 2.5	Exporturi	20
Grafic 2.6	Balanța bunurilor	21
Grafic 2.7	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	22
Grafic 2.8	Percepția investitorilor privind evoluția recentă a condițiilor de afaceri	22
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie	23
Grafic 2.10	Șomajul și locurile de muncă vacante	24
Grafic 2.11	Câștigul salarial nominal brut	24
Grafic 2.12	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	25
Grafic 2.13	Prețurile producției industriale pentru piața internă	26
Grafic 2.14	Prețurile producției agricole	27
Grafic 2.15	Costurile unitare cu forța de muncă	28
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	32
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	33
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	33
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	34
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	35

Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	36
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	37
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	38
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	39
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	42
Caseta		
Grafic A	Creșterea economică la nivel global	42
Grafic B	Creșterea economică, principalele economii ale lumii	43
Grafic C	Revizuirea prognozelor creșterii economice pentru UE efectiv	43
Grafic D	Evaluarea impactului scenariului privind decelerarea suplimentară a activității economice externe	44
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	45
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	45
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	47
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	47
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	47
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	49
Grafic 4.8	Deviația PIB	50
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	54
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	55

