



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

august 2019

Anul XV, nr. 57

Raport asupra inflației

August 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 5 august 2019, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 iulie 2019.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	13
2. Evoluții ale activității economice	16
1. Cererea și oferta	16
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	33
2.1. Ratele dobânzilor	33
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	36
2.3. Moneda și creditul	37
4. Perspectivele inflației	41
1. Scenariul de bază	41
1.1. Ipoteze externe	41
1.2. Perspectivele inflației	43
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	46
1.4. Riscuri asociate proiecției	53
Abrevieri	56
Lista tabelor din text	57
Lista graficelor din text	57

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a cunoscut o temperare în trimestrul II 2019, până la 3,84 la sută în luna iunie. Deși valoarea a fost cu 0,2 puncte procentuale inferioară celei consemnate la finele trimestrului I și, respectiv, cu 0,1 puncte procentuale nivelului anticipat în *Raportul asupra inflației* din mai, aceasta a continuat să se plaseze peste limita superioară a intervalului de variație asociat țintei. Tracțiunea dezinflaționistă a fost imprimată de componentele exogene, dinamica prețurilor combustibililor beneficiind de corecția cotației petrolului în a doua parte a trimestrului, în timp ce în cazul produselor din tutun, aportul favorabil a fost asociat devansării calendarului de majorare a accizei pentru acest an (în 2018, ajustarea accizei a avut loc la 1 aprilie). Totuși, în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a fost decelată o tendință pronunțat ascendentă, aceasta avansând pe parcursul trimestrului II cu 0,6 puncte procentuale față de finele celui anterior, până la 3,3 la sută. Indicii medii anuali ai ratei inflației au înregistrat evoluții divergente pe parcursul trimestrului II: în timp ce rata medie anuală a inflației IPC calculată pe baza metodologiei naționale a evoluat pe o traiectorie descendentă în intervalul aprilie-iunie, atingând 4,1 la sută la finele trimestrului II, indicatorul calculat folosind indicii armonizat (IAPC) s-a menținut în luna iunie la 4 la sută, ecartul indicatorului față de media europeană continuând să rămână ridicat (peste 2 puncte procentuale).

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a continuat și pe parcursul trimestrului II 2019 traiectoria ascendentă vizibilă de la începutul anului, mișcare imprimată în intervalul analizat cu precădere de componentele servicii și, respectiv, bunuri alimentare. Astfel, s-au evidențiat creșterile de prețuri pentru serviciile de telefonie și televiziune înregistrate pe fondul modificărilor legislative ce au vizat majorarea taxelor aplicabile companiilor din telecomunicații. La fel de importantă a fost și mișcarea prețurilor alimentelor procesate, care a reflectat șocurile de ofertă pe segmentul cărnii de porc, în acest caz potențialul inflaționist menținându-se relevant și pentru perioadele viitoare. În același timp, inflația de bază a continuat să recepteze în manieră persistentă presiuni pe canalul costurilor cu forța de muncă ale companiilor, pe fondul menținerii la niveluri ridicate a gradului de tensionare a pieței forței de muncă, precum și din partea cererii excedentare de consum. În paralel, deși dinamica așteptărilor inflaționiste ale agenților economici în cursul trimestrului II a stagnat sau a marcat unele evoluții descendente, nivelurile înregistrate continuă să fie ridicate, certificând presiunile inflaționiste latente existente în economie.

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat în trimestrul I 2019 până la 6,1 la sută (-4,5 puncte procentuale comparativ cu cea din trimestrul precedent), odată cu atenuarea dinamicii anuale a remunerării pe

salariat și cu redresarea productivității muncii. În schimb, dinamica anuală a costurilor salariale unitare în industrie a urcat în primele cinci luni ale anului 2019 până la 10,5 la sută (+4,7 puncte procentuale față de trimestrul IV 2018¹), nivel remarcabil în perioada postcriză. Deși saltul este atribuit în principal accelerării vitezei de creștere a salariilor, importantă a fost și erodarea ritmului anual al productivității muncii din industrie. Cu toate acestea, există și ramuri care s-au înscris într-un registru pozitiv (industria de prelucrare a țicleiului, industria chimică, cea de prelucrare a lemnului), în timp ce în industria auto dinamica anuală a costurilor salariale continuă să fie inferioară celei aferente productivității muncii.

Lărgirea decalajului dintre cele două componente ale costurilor salariale unitare poate contribui atât la periclitarea atractivității exporturilor românești pe piețele internaționale, cât și la majorarea prețurilor plătite de consumatorii interni.

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

În ședința din 15 mai 2019, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută pe an, precum și a ratelor dobânzii la facilitățile de depozit și de credit, la 1,50 la sută și, respectiv, 3,50 la sută pe an. Rata anuală a inflației a crescut la 4,11 la sută în luna aprilie, situându-se deasupra intervalului de variație al țintei și peste nivelul prognozat. Evoluția ascendentă a ratei anuale a inflației a avut loc pe seama creșterii prețurilor la legume și fructe, precum și a celor la combustibili și produse din tutun, o contribuție semnificativă revenind însă și componentei de bază a inflației. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat de la 2,7 la sută în luna martie la 3 la sută în aprilie, pe seama presiunilor inflaționiste în creștere pe partea cererii și a costurilor salariale, dar și a scumpirii serviciilor de telecomunicații, în contextul noii taxe impuse companiilor din acest sector. Cea mai recentă prognoză evidențiază perspectiva menținerii ratei anuale a inflației pe parcursul următoarelor trei trimestre deasupra intervalului țintei, urmată de revenirea și menținerea acesteia în jumătatea superioară a intervalului, până la finele orizontului prognozei.

Incertitudinile și riscurile asociate perspectivei inflației erau legate în continuare de impactul setului de măsuri fiscale și bugetare implementate în acest an², de conduita politicii fiscale și a celei de venituri și de condițiile de pe piața muncii. Preocupantă era și evoluția deficitului de cont curent. De asemenea, rămăneau importante și incertitudinile legate de ritmul creșterii economiei zonei euro și a celei globale, de evoluția prețului petrolului pe piețele internaționale și de conduita politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și ale băncilor centrale din regiune.

Ulterior, datele statistice au indicat menținerea relativ constantă a ratei anuale a inflației în luna mai, la nivelul de 4,1 la sută (4,11 la sută în luna aprilie), deasupra intervalului de variație al țintei și ușor peste nivelul prognozat, în condițiile în care, în termeni anuali, temperarea creșterii prețurilor combustibililor și ale produselor din

¹ Calculul exclude efectul modificărilor fiscale implementate la începutul anului 2018.

² Inclusiv impactul taxei pe activele bancare și al noului indice IRCC asupra creditării și mecanismului de transmisie a politicii monetare.

tutun a fost compensată integral de accelerarea inflației de bază (până la valoarea de 3,2 la sută). Pe lângă influențele noii taxe din sectorul telecomunicațiilor și ale creșterii prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare, avansul evidențiază presiuni inflaționiste ridicate pe partea cererii și a costurilor salariale, concomitent cu ajustarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Datele privind creșterea economică în trimestrul I 2019 indicau accelerarea dinamicii anuale a PIB real la 5 la sută, de la 4,1 la sută în trimestrul anterior. Pe partea cererii, consumul final a fost factorul determinant al creșterii economice, intensificarea de ritm datorându-se inclusiv unui efect de bază, urmat de aportul variației stocurilor și de cel al formării brute de capital fix, a cărei dinamică a revenit în teritoriul pozitiv. În schimb, contribuția negativă a exportului net la dinamica PIB a crescut, pe fondul lărgirii ecartului nefavorabil dintre dinamica exporturilor și cea a importurilor de bunuri și servicii. Datele aferente lunii aprilie relevau accelerarea creșterii în termeni anuali atât a deficitului balanței comerciale, cât și a celui de cont curent comparativ cu ritmurile înregistrate în trimestrul I 2019.

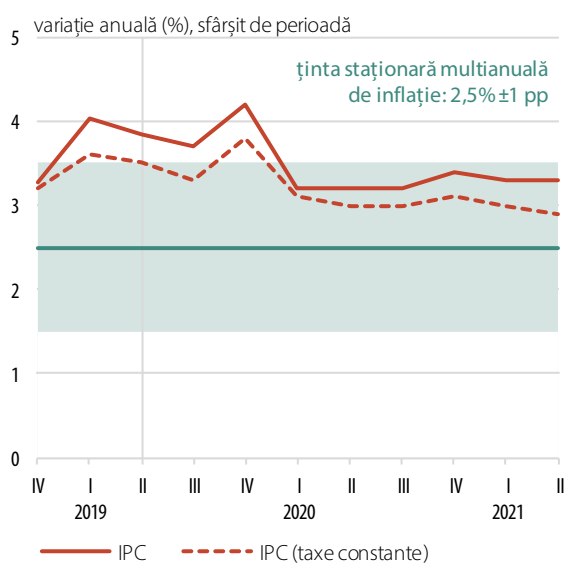
În ședința Consiliului de administrație al BNR din 4 iulie 2019, cele mai recente evaluări relevau perspectiva menținerii ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei pe orizontul scurt de timp, în condițiile unor mici fluctuații, pe o traiectorie compatibilă cu cea evidențiată în prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din mai 2019. Factorii de incertitudine identificați anterior își mențineau relevanța. Deosebit de importante au fost considerate perspectivele relaxării conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și comportamentul băncilor centrale din regiune.

Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 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 3,4 la sută la finele anului 2020. Față de *Raportul* precedent, scenariul actualizat prevede înregistrarea unei valori similare pentru finele anului curent și o revizuire marginal în sus cu 0,1 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor. Pentru anul curent, evoluția relativ mai favorabilă a componentelor exogene ale coșului de consum este de așteptat a fi compensată de avansul mai alert al inflației de bază, în timp ce pentru finele anului 2020 revizuirea ascendentă a prognozei de inflație reflectă contribuția exclusivă a indicelui CORE2 ajustat. Deși contribuția cumulată a componentelor exogene este revizuită doar marginal față de cea anticipată în *Raportul asupra inflației* din mai, la nivelul subcomponentelor au avut loc reevaluări mai ample, acestea fiind rezultatul unor evoluții deja înregistrate în prima parte a anului: reducerea cotațiilor petrolului de pe parcursul lunii iunie cu influență

Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

asupra prețurilor combustibililor și diminuarea în iulie a prețului gazelor furnizate clienților casnici, cu impact asupra prețurilor administrate. În sens invers a acționat creșterea din iulie a prețului țigaretelor, cu un impact notabil la nivelul indicelui agregat IPC.

Dinamica inflației a continuat să fie marcată de efectele prevederilor legislative adoptate recent (OUG nr. 114/2018, modificată prin OUG nr. 19/2019), deși cuantumul unora dintre ajustări a suferit unele revizuirii față de runda precedentă. Astfel, în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat presiunile din partea majorării tarifelor la serviciile de telecomunicații ca urmare a impunerii unor taxe suplimentare asupra cifrei de afaceri a companiilor din acest domeniu, deși au explicat jumătate din avansul componentei de pe parcursul trimestrului II 2019, au suferit ușoare corecții descendente. În cazul prețurilor administrate, scenariul actualizat a luat în considerare decizia ANRE

de a diminua cu peste 5 la sută, începând cu 1 iulie, prețul gazelor naturale furnizate în regim reglementat către clienții casnici, măsură favorizată de plafonarea la 68 lei/MWh a prețului de vânzare a gazului de către producătorii interni.

Datele publicate ulterior *Raportului* din luna mai 2019 au consemnat evoluții mai favorabile ale activității economice în primul trimestru al anului, pe fondul unor acumulări mai consistente de capital și al unei reaccelerări a dinamicii consumului populației, în timp ce, acționând în sens invers, exporturile nete și-au sporit contribuția negativă. Beneficiind de aceste premise, activitatea economică este de așteptat să înregistreze în anul curent o dinamică anuală similară celei din 2018, urmată de o ușoară decelerare în 2020. Structura creșterii economice va continua să reflecte contribuția predominantă a consumului populației. În paralel, se evidențiază perspectiva revenirii și menținerii pe tot intervalul analizei a dinamicii formării brute de capital fix la valori pozitive, în timp ce contribuția exporturilor nete reale de bunuri și servicii va rămâne negativă, cu o ușoară diminuare a acestui ecart preconizată a se manifesta în cursul anului 2020. Deși scenariul de bază evidențiază perspective îmbunătățite în cazul formării brute de capital fix, dinamicile anuale proiectate sunt de așteptat să fie poziționate în apropierea mediei înregistrate în perioada postcriză. În plus, materializarea scenariului este strict condiționată de absența unor efecte adverse pe termen mediu asociate măsurilor fiscale recente, de un ritm susținut al atragerilor de fonduri europene, de efectuarea de investiții din fonduri publice și de continuarea atragerii de investiții străine directe, într-un mediu extern marcat de un grad ridicat de incertitudine.

Pornind de la ultimele valori înregistrate, scenariul de bază preconizează continuarea majorării în anul curent a deficitului de cont curent ca pondere în PIB – raportat la valoarea de 4,5 la sută înregistrată în 2018 –, urmată de o relativă stagnare în 2020. În aceste condiții, indicatorul de performanță stipulat de Comisia Europeană pentru

țările membre, ce vizează dezechilibrul extern³, este de așteptat să depășească nivelul reper de 4 la sută din PIB nominal încă din anul curent. Pe fondul acumulării într-un ritm mai rapid a dezechilibrelor în plan extern în cazul României comparativ cu economiile din regiune și al perspectivei unei încetiniri a activității economice a partenerilor comerciali, această evoluție este de natură a amplifica o serie de vulnerabilități ale economiei românești, cu impact inclusiv asupra gradualității și, respectiv, a consecințelor în plan macroeconomic ale ajustărilor viitoare necesare corectării acestor dezechilibre.

Deviația PIB de la nivelul potențial va urma o traiectorie ușor ascendentă până la începutul anului 2020, urmată de o relativă aplatizare. Evoluția reflectă caracterul în continuare 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 față de anul 2018 –, precum și orientarea prociclică a politicii fiscale – în principal pe seama majorărilor semnificative ale punctului de pensie. Noile valori ale deviației PIB au fost revizuite în sus față de *Raportul* anterior pe întregul interval de prognoză și reflectă un impact mai stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, precum și revizuirea la valori mai ridicate a impulsului fiscal în 2019, dar cu efecte persistente pe orizontul proiecției. Cererea externă este de așteptat să exercite un impact relativ mai favorabil comparativ cu runda precedentă, însă doar din a doua parte a 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 nivelul de 3,9 la sută, decelerând ulterior și poziționându-se la finele anului 2020 ușor peste limita superioară a intervalului de variație al țintei (3,6 la sută). Pornind de la nivelul de 3,3 la sută atins în iunie 2018, presiunile inflaționiste acumulate la nivelul acestei componente se vor amplifica, în tandem cu majorarea excesului de cerere agregată din economie, cu dinamizarea anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici și pe fondul intensificării, începând din a doua jumătate a anului viitor, a presiunilor inflaționiste provenind din partea prețurilor bunurilor din import transformate în lei.

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 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, cu precădere pe seama factorilor interni. Riscuri relevante continuă să fie asociate și mediului extern, însă presiunile provenind din această sursă par a avea mai degrabă potențial dezinflaționist.

În pofida diminuării unor riscuri evidențiate în runda precedentă, conduita politicii fiscale și a celei de venituri își păstrează relevanța ca sursă de riscuri, dar mai ales de incertitudini pe intervalul de proiecție. Configurația acestor politici ar putea fi grevată

³ 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 calendarul electoral încărcat din perioada 2019-2020 – cu runde succesive de alegeri prezidențiale, locale și parlamentare –, în condițiile în care atât caracteristicile execuției bugetare din anul curent, cât și setul de măsuri ce vizează majorarea punctului de pensie (în 2019 și 2020) ar impune, cel mai probabil, măsuri compensatorii consistente, în vederea încadrării în plafoanele bugetare de referință. Astfel de măsuri sunt reclamate și de necesitatea realizării unei compresii a cererii agregate excedentare din economie, indispensabilă din perspectiva diminuării riscurilor unei continuări a amplificării dezechilibrului extern și, astfel, a asigurării în manieră sustenabilă a surselor de finanțare a acestuia.

Se mențin deosebit de relevante 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, cu un plus potențial de severitate în cazul României, caracterizată de cea mai redusă rată de participare a populației în vârstă de muncă pe piața forței de muncă. Aceste tensiuni pot, pe de o parte, să producă reconfigurări ale dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației, iar pe de altă parte, să exercite presiuni asupra costurilor firmelor, cu impact inclusiv asupra competitivității interne și externe a unor sectoare economice.

Pe plan extern, riscuri în accentuare raportat la runda precedentă decurg din încetinirea economiei globale, inclusiv pe fondul trenării rezolvării unora dintre tensiunile comerciale, îndeosebi cele având ca protagoniști SUA și China. Orice escaladare a acestor tensiuni, prin riscul generalizării măsurilor protecționiste impuse în mod unilateral de diverse țări, poate conduce la încetiniri mai ample ale activității economice, cu consecințe directe și semnificative asupra unor economii mici și deschise, cum este cea a României. Rămân relevante riscurile asociate conduitei politicii monetare a BCE și, în acest context, atitudinii probabile a băncilor centrale din regiune, în condițiile plasării acestora în diferite faze ale ciclului economic. Configurația finală a *Brexit* rămâne în continuare o sursă importantă de incertitudini, în pofida diminuării aparente a acestora în contextul amânării până la 31 octombrie 2019 a termenului de finalizare a procesului.

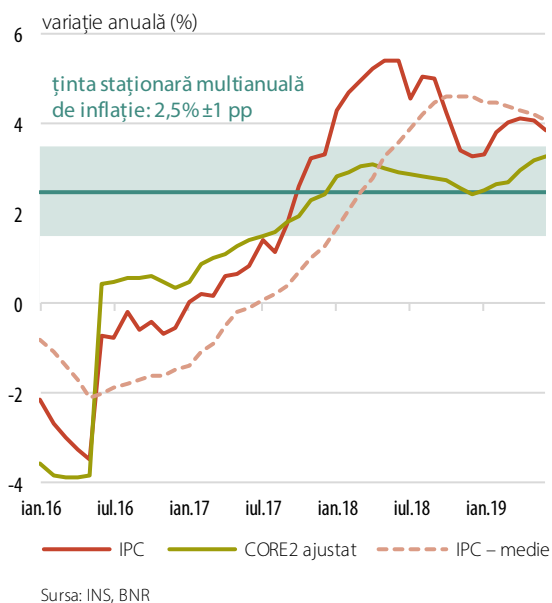
Decizia de politică monetară

Având în vedere caracteristicile perspectivei inflației, dar și multitudinea incertitudinilor și riscurilor induse la adresa ei de mediul intern și de cel extern, inclusiv în contextul așteptărilor/deciziilor de relaxare a conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed și al atitudinii probabile a băncilor centrale din regiune, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 august 2019 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută pe an, concomitent cu păstrarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. În același timp, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,50 la sută pe an și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 3,50 la sută pe an. 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

Inflația anuală a prețurilor de consum s-a redus ușor în trimestrul II 2019, până la 3,84 la sută în iunie, cu 0,19 puncte procentuale sub nivelul consemnat la finele perioadei anterioare, rămânând totuși peste limita superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Mișcarea a fost imprimată de această dată de componentele exogene, mai precis de grupa combustibililor, pe fondul corecției cotației petrolului în a doua parte a trimestrului, respectiv de grupa produselor din tutun, ca urmare a devansării calendarului de creștere a accizei pentru acest an. Pe de altă parte, o serie de șocuri specifice de ofertă și de natură legislativă, precum și coordonatele fundamentale ce continuă să caracterizeze economia (costuri salariale ridicate, excedent de cerere consistent) au oferit un imbold semnificativ inflației de bază CORE2 ajustat, care a accelerat puternic până la 3,3 la sută în iunie, față de 2,7 la sută cu trei luni în urmă (Grafic 1.1).

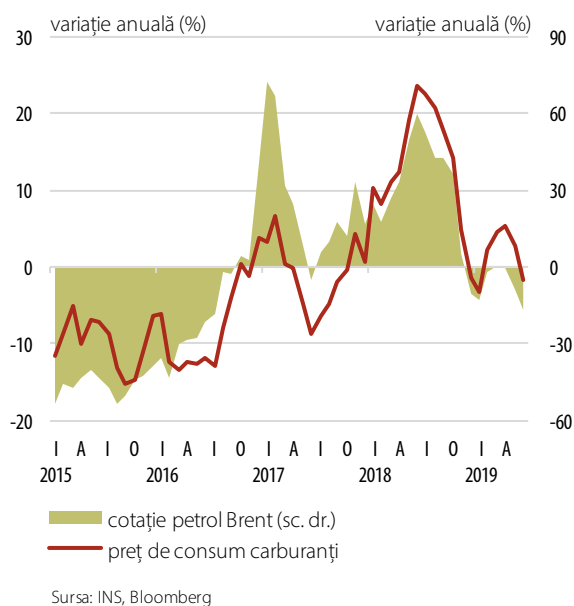
Grafic 1.1. Evoluția inflației



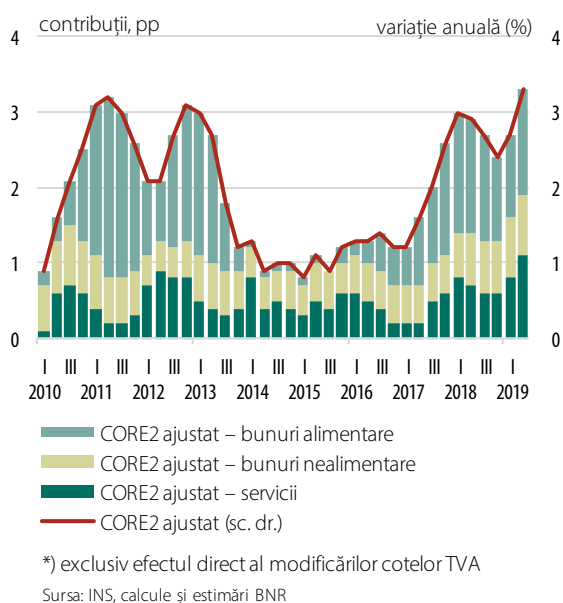
Trimestrul II 2019 a stat sub semnul unei volatilități ridicate a prețului barilului de petrol pe piețele internaționale, în contextul unui mediu geopolitic dominat de incertitudine. Astfel, pe fondul escaladării conflictului din Libia, dar și al noilor sancțiuni impuse Iranului de către SUA, cotația barilului Brent a atins un vârf de aproape 75 USD către finalul lunii aprilie. Ulterior însă, îngrijorările cu privire la încetinirea economiei globale cauzate de conflictul comercial dintre SUA și China au început să prevaleze, imprimând cotației țițeiului o traiectorie descendentă, pe alocuri până sub nivelul de 60 USD/baril. În aceste condiții, dar și sub influența unui efect de bază favorabil asociat scumpirilor ample din perioada similară a anului precedent, dinamica anuală a prețurilor grupei combustibililor s-a redus considerabil în lunile mai și iunie, având o contribuție importantă la dezinflația indicelui agregat (Grafic 1.2).

În cazul produselor din tutun, reducerea ratei anuale a inflației a venit pe fondul modificării calendarului de majorare a accizei aplicate acestora. Mai exact, creșterea anuală a accizei, implementată de obicei în fiecare an la data de 1 aprilie, a fost devansată în 2019, fiind realizată în prima lună a anului. Ca atare, contribuția grupei produselor din tutun la dinamica anuală a IPC s-a redus comparativ cu finele trimestrului I, pe fondul ieșirii din baza de calcul a majorării accizei realizate în 2018. De asemenea, o evoluție descendentă s-a înregistrat și în cazul inflației prețurilor

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul carburanților



Grafic 1.3. Componentele inflației de bază*



administrate, dar de mai mică amploare, în contextul diminuării ritmului anual de creștere a prețului gazelor naturale, dar tot ca urmare a unui efect statistic aferent scumpirilor înregistrate pe acest segment în luna aprilie 2018.

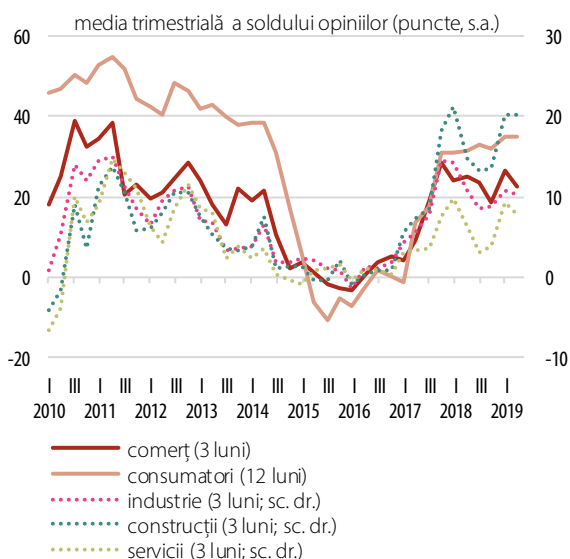
Componenta de bază a inflației, CORE2 ajustat, care exclude din coșul de consum elementele ale căror prețuri se află în afara sferei de influență a politicii monetare, a cunoscut un avans semnificativ în trimestrul II 2019, determinat însă cu precădere de unele șocuri nefavorabile care au afectat grupele servicii și bunuri alimentare (Grafic 1.3). În primul caz, hotărâtoare au fost modificările legislative introduse la finalul anului precedent în domeniul taxelor aplicabile companiilor din telecomunicații, care s-au transpus în majorări ale prețurilor pentru serviciile de telefonie și televiziune aplicate de toți marii furnizori din piață. Suprapuse unei ușoare depreciere a monedei naționale în raport cu euro, acestea au împins rata anuală a componentei servicii a inflației de bază până la cel mai ridicat nivel de după 2012 (4,2 la sută), explicând circa jumătate din avansul dinamicii CORE2 ajustat în trimestrul II 2019. La fel de importantă a fost și mișcarea prețurilor alimentelor procesate, pe măsură ce șocurile de ofertă pe segmentul cărnii de porc au început să se transmită în prețurile finale plătite de consumatori. La finele intervalului analizat, la nivel mondial erau raportate focare de pestă porcină africană în 14 țări din Europa și Asia, cu numeroase cazuri în China, unde există aproape jumătate din efectivul global de porcine. Pe plan local, epidemia a generat, conform celor mai recente date ale Ministerului Agriculturii, aproximativ 370 000 de sacrificări de porcine, reprezentând în jur de 10 la sută din efectivele totale de pe teritoriul României. Cu toate acestea, creșterea de circa 20 la sută a prețului agricol al cărnii de porc față de

perioada similară din anul anterior nu s-a transmis deocamdată decât în mică măsură în prețul final, inflația acestei grupe atingând 4,5 la sută în iunie, existând premise pentru scumpiri suplimentare în lunile următoare.

Dincolo de aceste șocuri specifice, factorii fundamentali ce descriu peisajul economic sugerează în continuare acumularea de presiuni inflaționiste la nivelul componentei de bază CORE2 ajustat. Astfel, gradul foarte ridicat de tensionare a pieței muncii a alimentat și în intervalul aprilie-iunie dinamici anuale de două cifre ale salariului mediu net din economie, pentru al cincisprezecelea trimestru consecutiv. Situându-se sistematic peste ritmul câștigurilor de productivitate a muncii, aceste evoluții generează,

pe de o parte, costuri unitare tot mai ridicate cu forța de muncă pentru companii, și pe de altă, impulsionează parte cererea de consum, facilitând transmisia acestor costuri în prețurile finale suportate de consumatori. În consecință, inflația de bază CORE2 ajustat a urcat în luna iunie la cel mai înalt nivel de după septembrie 2009, luând în considerare valorile care exclud efectele de runda I ale modificărilor cotelor TVA.

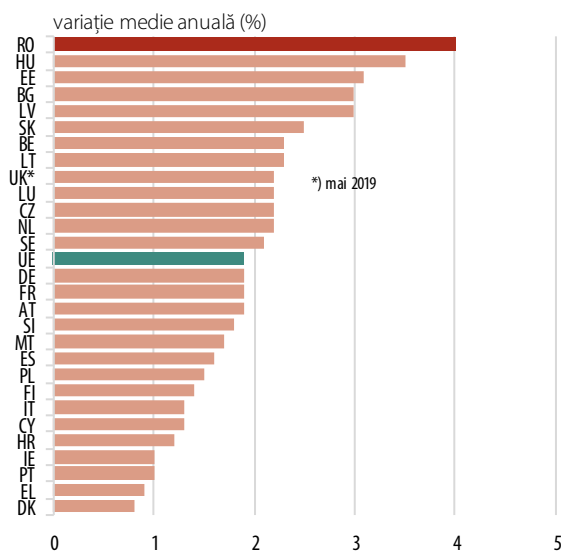
Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

În trimestrul II 2019, operatorii economici din comerț, industrie și servicii și-au ajustat descendent anticipațiile privind evoluția prețurilor (cea mai mare reducere a soldului conjunctural remarcându-se în cazul primei categorii), în timp ce așteptările consumatorilor și ale agenților din construcții au rămas similare celor din intervalul ianuarie-martie 2019 (Grafic 1.4). În contrast, analiștii bancari anticipează pentru rata anuală a inflației la finele anului 2019 o valoare mai ridicată față de cea curentă, dar și față de cea pe care o anticipau la sfârșitul perioadei precedente. În plus, și ratele așteptate ale inflației pe orizonturile mai îndepărtate (până la doi ani) au fost recalibrate la valori ușor mai înalte comparativ cu perspectiva prevalentă în primele trei luni ale anului 2019, continuând totuși să se situeze în interiorul intervalului țintei.

Grafic 1.5. IAPC mediu anual în UE – iun. 2019



Sursa: Eurostat

În cel de-al doilea trimestru al anului 2019 valoarea medie a ratei anuale a inflației IPC a urmat o traiectorie descendentă, atât pe fondul mișcării descrescătoare a variației anuale a prețurilor de consum, cât și datorită eliminării din baza de calcul a valorilor din perioada aprilie-iunie 2018, când inflația se plasa la cel mai mare nivel din ultimii cinci ani. Astfel, valoarea medie determinată pe baza metodologiei naționale a coborât ușor până la 4,1 la sută în luna iunie, în timp ce rata medie calculată conform structurii armonizate s-a menținut la 4 la sută, cel mai ridicat nivel din rândul statelor membre ale UE pentru a unsprezecea lună consecutiv, diferența față de media europeană rămânând semnificativă, de peste 2 puncte procentuale (Grafic 1.5).

Rata anuală a inflației înregistrată în iunie 2019 s-a plasat cu 0,1 puncte procentuale sub nivelul anticipat în ediția din luna mai a *Raportului asupra inflației* (3,8 la sută, comparativ cu o prognoză de 3,9 la sută).

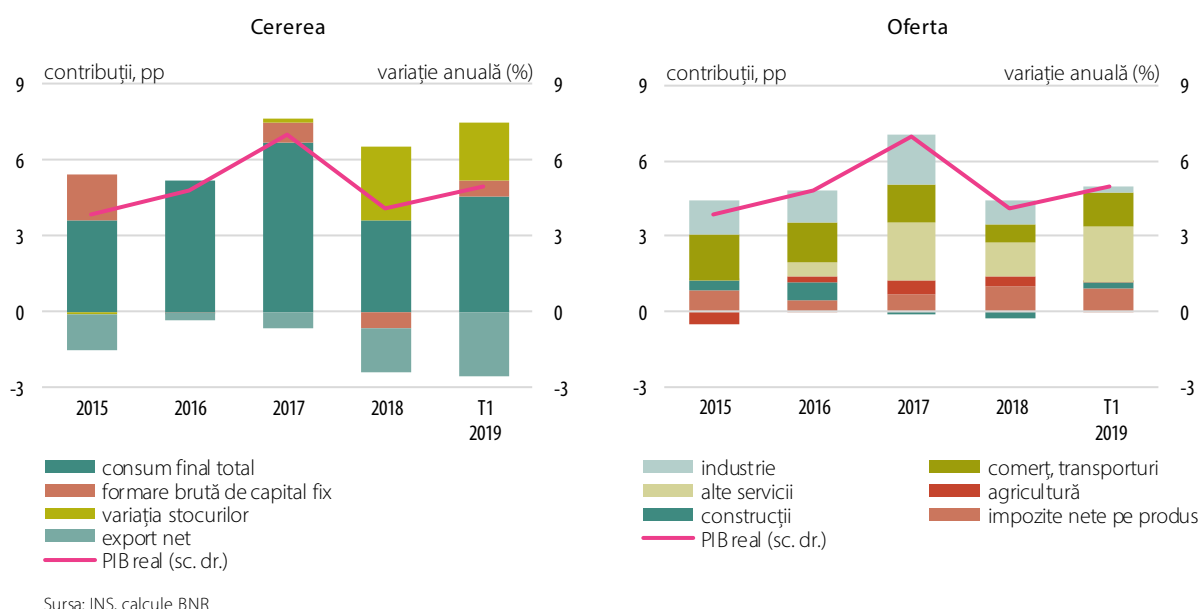
Această diferență marginală față de prognoză a fost cauzată în esență de reducerile mai ample decât cele așteptate ale prețurilor legumelor și combustibililor în luna iunie 2019. În cazul inflației de bază CORE2 ajustat, valoarea înregistrată la sfârșitul trimestrului II 2019 a fost ușor superioară prognozei de 3,2 la sută.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

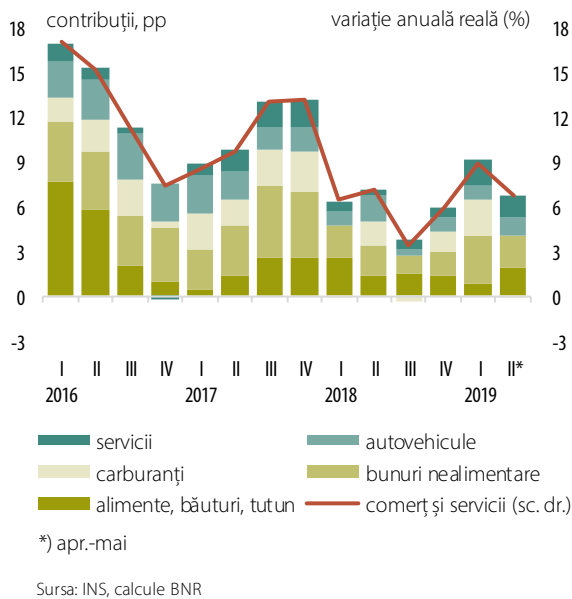
Anul 2019 a debutat printr-o accelerare a dinamicii PIB real comparativ cu trimestrul IV 2018 (până la 5 la sută, variație anuală), imprimată de intensificarea absorbției interne, atât la nivelul consumului, cât și al investițiilor. Impulsul transmis asupra importurilor, în paralel cu traiectoria modestă a exporturilor, au condus însă la adâncirea dezechilibrului extern (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



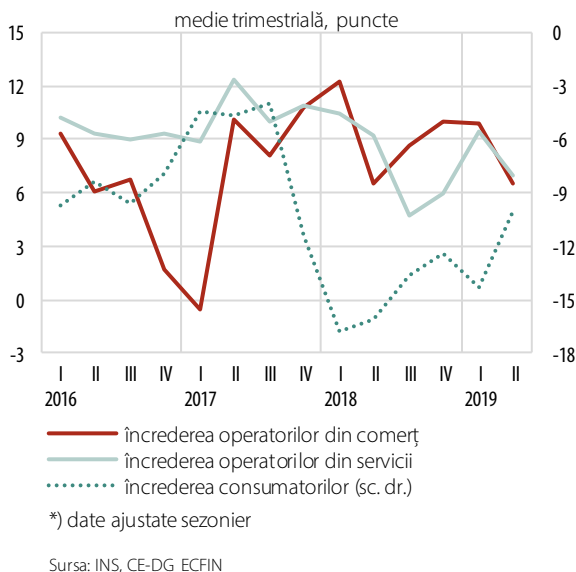
Cererea de consum a populației s-a extins cu 6,2 la sută, însă evoluția poate fi atribuită unui efect statistic – dacă la începutul anului 2018 incertitudinea asociată transferării obligațiilor de plată a contribuțiilor de asigurări sociale din sarcina angajatorului în cea a angajatului a condus la restrângerea consumului, în perioada ianuarie-martie 2019 rata trimestrială de creștere a fost de 1,3 la sută, în atenuare față de finele anului 2018. Moderarea cererii de consum ar putea fi pusă pe seama adoptării unui comportament mai prudent din partea populației, în asociere cu unele modificări legislative cu impact asupra mediului economic (precum OUG nr. 114/2018), fapt ilustrat de erodarea ușoară a încrederii consumatorilor în trimestrul I, în pofida unor avansuri importante ale salariului net real. O evoluție similară s-a observat și la nivelul majorității componentelor comerțului cu amănuntul, excepție făcând achizițiile de bunuri pentru dotarea locuinței, a căror variație trimestrială a accelerat semnificativ, odată cu revigorarea sectorului imobiliar.

Grafic 2.2. Activitatea comercială



În perioada următoare, apetitul pentru consum al populației va cunoaște probabil o ușoară temperare, în condițiile în care forța de tracțiune imprimată de majorările salariale nu se va intensifica (deși în termeni anuali veniturile populației își vor menține ritmul alert⁴), iar cererea de credite va înregistra o anumită diminuare în trimestrul II, pe fondul înăsprii moderate a standardelor de creditare practicate de băncile comerciale⁵. Tendința de atenuare a consumului final al populației se regăsește deja la nivelul cifrei de afaceri din comerț și servicii – dinamica anuală a decelerat în intervalul aprilie-mai 2019 până la aproximativ 7 la sută, evoluție atribuită achizițiilor de bunuri nealimentare (Grafic 2.2). În schimb, vânzările de mărfuri alimentare și-au dublat rata de creștere (până la 6,8 la sută), parcursul robust din ultimii ani al acestui segment fiind așteptat să continue, după cum sugerează investițiile anunțate pentru perioada 2019-2020, care sunt de natură să antreneze consolidarea cotei de piață a lanțurilor moderne de *retail* (circa 62 la sută în 2018, cu 2 puncte procentuale peste cea din anul precedent⁶). Optimismul mai temperat al cererii de consum este împărtășit și de operatorii din comerțul cu amănuntul și servicii, indicatorul de încredere calculat de CE-DG ECFIN reducându-se, în ambele cazuri, cu 2-3 puncte în perioada aprilie-iunie față de media primului trimestru. La nivelul consumatorilor, perspectiva este însă favorabilă, în principal datorită expectațiilor pozitive privind situația economică în următoarele 12 luni (Grafic 2.3).

Grafic 2.3. Perspective privind consumul populației*



Execuția bugetului general consolidat a generat în primul trimestru din 2019 un deficit superior celui din aceeași perioadă a anului anterior – de 5,5 miliarde lei (echivalent cu 0,53 la sută din PIB), față de 4,5 miliarde lei (0,47 la sută din PIB). Totodată, restrângerea acestuia în raport cu soldul negativ din ultimul

trimestru al anului anterior⁷, implicată de *pattern*-ul interanual al execuției bugetare, a fost mult mai puțin amplă decât cea înregistrată în 2018⁸. Ea a survenit ca urmare a

⁴ În perioada aprilie-mai, veniturile salariale nete și-au păstrat o dinamică anuală reală de peste 10 la sută, dar comparativ cu trimestrul I aceasta a încetinit cu circa 2 puncte procentuale.

⁵ Conform *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* (mai 2019).

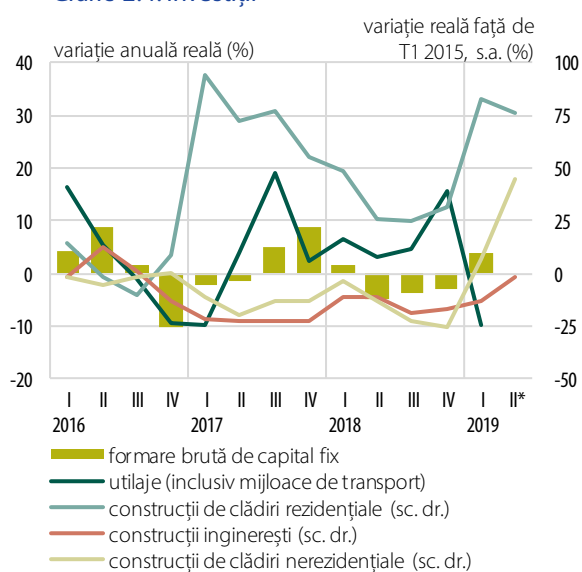
⁶ Potrivit GfK România.

⁷ În ultimul trimestru din 2018, execuția bugetului general consolidat s-a finalizat cu un deficit de 10,6 miliarde lei (echivalent cu 1,1 la sută din PIB) conform datelor operative din execuțiile bugetare lunare publicate de MFP.

⁸ În trimestrul IV din 2017, deficitul bugetar a fost de 17,5 miliarde lei (echivalent cu 2,0 la sută din PIB).

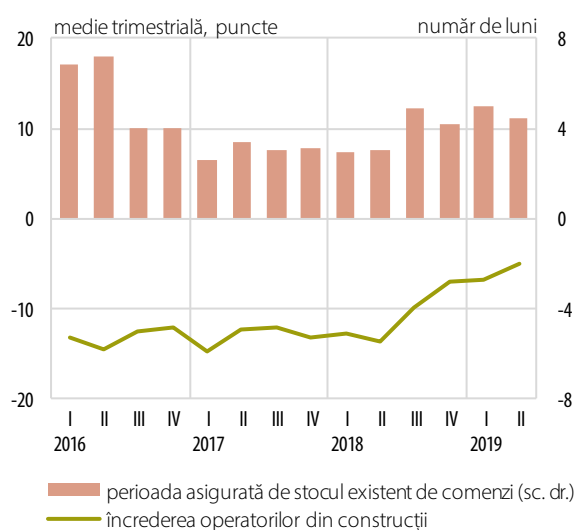
reducerii cheltuielilor bugetare totale⁹, în principal pe seama componentelor de capital¹⁰ și cu bunuri și servicii¹¹, dar și în condițiile majorării cheltuielilor de asistență socială și de personal¹². Și veniturile bugetare au consemnat o scădere în acest interval¹³, dincolo de diminuarea sumelor primite de la UE¹⁴, evoluția reflectând preponderent reducerea veniturilor nefiscale¹⁵ și a celor din TVA¹⁶; impactul lor a fost doar parțial compensat de cel al creșterii sumelor încasate din impozitele și taxele pe proprietate și din taxa pe utilizarea bunurilor, autorizarea utilizării bunurilor sau pe desfășurarea activității¹⁷.

Grafic 2.4. Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.5. Perspective privind construcțiile*



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Intensificarea creșterii economice a fost susținută și de revigorarea formării brute de capital fix (+3,9 la sută, față de -3,2 la sută în trimestrul IV 2018, variații anuale), pe fondul expansiunii lucrărilor de construcții (Grafic 2.4). Această evoluție confirmă semnele de revenire apărute către finalul anului 2018 și este posibil să se prelungească la nivelul acestui an, după cum sugerează ameliorarea încrederii

- ⁹ În termeni anuali însă, acestea au continuat să înregistreze un ritm susținut de creștere reală, similar celui din trimestrul precedent (9,1 la sută, față de 9,3 la sută în trimestrul IV 2018).
- ¹⁰ Inclusiv pe fondul unui efect de bază asociat evoluției unor plăți aferente cheltuielilor în domeniul apărării.
- ¹¹ O scădere substanțială s-a înregistrat de asemenea la nivelul cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile, impactul acesteia asupra variației soldului bugetului general consolidat fiind însă compensat de diminuarea sumelor primite de la UE.
- ¹² Creșterea reală în termeni anuali a acestora chiar a accelerat în trimestrul I din 2019, inclusiv pe fondul majorărilor salariale acordate în baza Legii-cadru privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice și al acordării unui spor de suprasolicitare pentru personalul didactic de predare din învățământ.
- ¹³ Context în care dinamica lor anuală reală s-a comprimat substanțial, coborând din nou sub cea a cheltuielilor bugetare totale (la 8,5 la sută, de la 21,8 la sută în trimestrul precedent).
- ¹⁴ Evoluția acestora a încorporat și un efect de bază datorat unor sume cu caracter excepțional de la UE în ultimul trimestru din 2018.
- ¹⁵ Cel mai probabil și ca urmare al unui efect de bază asociat evoluției unor încasări din dividende de la entități cu capital de stat în trimestrul precedent.
- ¹⁶ Acestea și-au continuat totuși creșterea în termeni anuali reali, decelerând însă ușor în raport cu trimestrul precedent.
- ¹⁷ Caracteristic debutului de an.

operatorilor din construcții pe parcursul primelor șase luni (valoarea medie a indicatorului fiind sensibil îmbunătățită față de anul 2018), dar și avansul de peste 30 la sută consemnat în intervalul aprilie-mai de activitatea din acest sector (Grafic 2.5). În schimb, achizițiile de echipamente s-au ajustat (după saltul din trimestrul IV 2018) și vor consemna probabil o creștere moderată în următoarea perioadă.

Pe segmentul rezidențial, cererea s-a menținut robustă, pe fondul dinamicii alerte a veniturilor populației pe parcursul trimestrelor anterioare (deși apelul la resurse împrumutate a scăzut, ca urmare a înăsprii condițiilor de creditare practicate de băncile comerciale¹⁸). Răspunsul din partea ofertei s-a materializat în extinderea cu 26,7 la sută a volumului lucrărilor de construcții de locuințe în trimestrul I, traiectorie care se va menține probabil în perioada următoare, în pofida dificultăților cu care continuă să se confrunte constructorii (creșterea costului cu materialele și a celui salarial unitar). În planul forței de muncă se evidențiază totuși o anumită ameliorare, odată cu relaxarea condițiilor privind acordarea permiselor de muncă pentru cetățenii non-UE și cu creșterea atractivității sectorului pentru angajați, imprimată de stabilirea unui prag minim salarial consistent, de scutirea de la plata impozitului pe venit și de reducerea contribuțiilor sociale.

Un avans semnificativ au consemnat și lucrările pentru clădiri nerezidențiale (15,5 la sută în trimestrul I), iar semnalele din piață conturează, și în acest caz, o perspectivă favorabilă a investițiilor pentru întregul an, nivelul relativ scăzut al suprafeței construite pe locuitor recomandând România drept o țară cu potențial superior statelor din regiune. Creșteri ale suprafețelor noi livrate se întrevăd pentru toate categoriile de clădiri, așteptările cele mai optimiste fiind formulate pentru spațiile logistice și pentru cele de *retail*. În acest din urmă caz, expansiunea din ultimii ani a cererii de consum a adus în prim-plan prezența insuficientă a rețelelor de comerț modern în profil teritorial, fapt care a antrenat intensificarea construirii de spații noi; astfel, pentru 2019-2020 se estimează că suprafețele noi livrate vor crește semnificativ față de perioada 2017-2018¹⁹.

Chiar dacă de amplitudine mai mică comparativ cu situația construcțiilor de clădiri, o intensificare s-a consemnat și pe segmentul lucrărilor ingineresti în primele luni ale anului 2019, care s-a regăsit în creșterea cu circa 19 la sută a volumului investițiilor realizate de sectorul public (prin utilizarea de resurse financiare naționale și absorbția de fonduri europene nerambursabile).

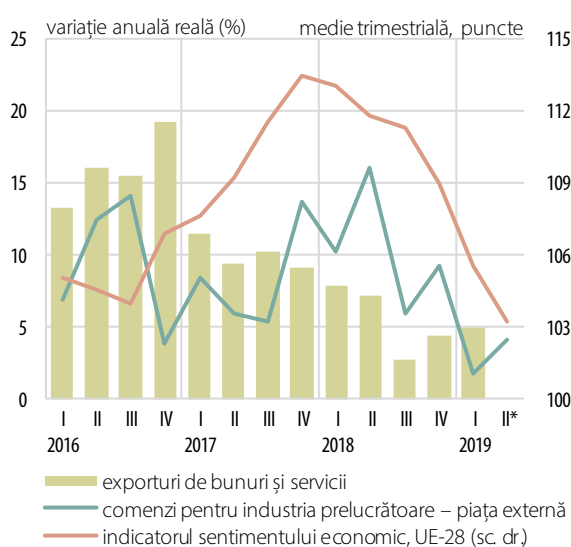
Achizițiile de utilaje (inclusiv autovehicule cumpărate de companii și instituții) s-au restrâns cu 9,8 la sută în termeni anuali, în aparentă corectare după saltul de peste 15 la sută din trimestrul IV 2018. În medie, în perioada octombrie 2018 – martie 2019 acestea au avansat cu circa 3 la sută în termeni anuali, în ușoară temperare față de restul anului 2018, preocupări mai vizibile în sensul extinderii sau modernizării

¹⁸ Conform *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* (mai 2019).

¹⁹ Potrivit *Research & Forecast Report*, Colliers International Romania (2019).

capacităților de producție observându-se în industria materialelor de construcții, industria auto și cea a altor mijloace de transport. În următoarele luni, acumulările de capital fix își vor păstra probabil intensitatea moderată, sectorul industrial părând a dispune de resurse de capital suficiente pentru acoperirea cererii. Această concluzie este sugerată de faptul că în intervalul octombrie 2018 – iunie 2019 gradul de utilizare a capacităților de producție din industria prelucrătoare s-a plasat sub media ultimilor ani, în timp ce noile comenzi nu par a fi deosebit de ridicate pentru a tensiona procesul de producție – volumul comenzilor și-a redus la mai puțin de jumătate viteza anuală de creștere în primele cinci luni ale anului curent comparativ cu anul 2018. Totodată, prima parte a anului 2019 marchează o temperare a anumitor surse de finanțare. Astfel, în perioada ianuarie-mai 2019 fluxul investițiilor directe sub forma participațiilor la capital și a profiturilor reinvestite de companiile străine s-a plasat sub cel din perioada similară a anului 2018, iar volumul creditelor noi pe termen lung contractate de societățile nefinanciare în intervalul aprilie-mai și-a frânat creșterea comparativ cu trimestrele precedente, cererea de credite pe segmentul corporativ fiind preconizată să stagneze în trimestrul II 2019²⁰.

Grafic 2.6. Exporturi



*) apr.-mai pentru comenzi

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Cererea externă netă și-a accentuat aportul negativ la creșterea economică (până la -2,5 puncte procentuale), în condițiile în care accelerarea absorbției interne în trimestrul I (până la 7,3 la sută, variație anuală) a alimentat un nou avans puternic al importurilor de bunuri și servicii (9,3 la sută, în termeni reali). Totodată, performanța exporturilor a fost net inferioară, fapt care a erodat vizibil aportul industriei locale la dinamica PIB real (creșterea valorii adăugate brute cu numai 0,9 la sută în termeni anuali a redus la 0,2 puncte procentuale această contribuție). Situația va rămâne probabil în aceleași coordonate în următoarele luni, având în vedere, pe de o parte, perspectiva menținerii presiunii din partea cererii interne de consum, iar pe de altă parte, așteptările rezervate privind activitatea economică globală și, în particular, cea a zonei euro. Într-un context internațional dominat în continuare de incertitudine,

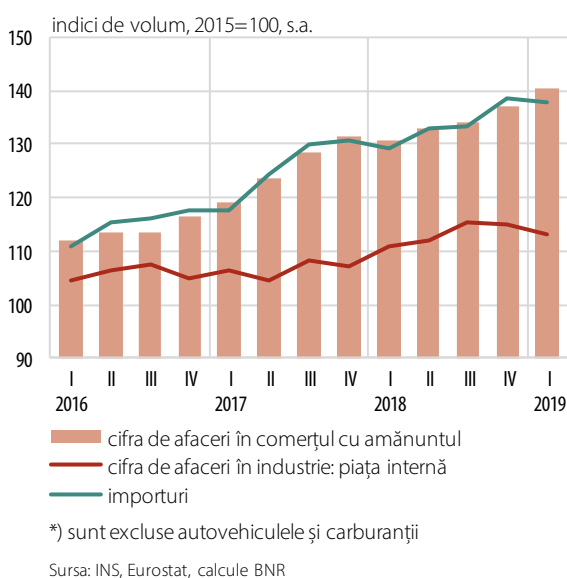
situație care se reflectă inclusiv într-o accentuare a volatilității producției industriale, evoluția îmbucurătoare observată în perioada aprilie-mai comparativ cu trimestrul I 2019 la nivelul exporturilor²¹ și al portofoliului de comenzi externe adresate companiilor industriale locale trebuie privită cu prudență – de altfel, avansul anual din primele cinci luni ale acestui an în cazul ambilor indicatori este sensibil inferior performanței medii din 2018 (Grafic 2.6).

²⁰ Conform Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (mai 2019).

²¹ Variație valorică, potrivit balanței de plăți (BPM6).

Chiar dacă în accelerare față de trimestrul precedent, ritmul de creștere a exporturilor de bunuri a rămas modest (1,4 la sută în termeni reali), fragilitatea acestuia putând fi pusă pe seama reducerii livrărilor de componente auto (cu 10,2 la sută, variație anuală), pe fondul restrângerii cererii din partea celor mai importanți producători europeni (în special din Germania), dar și al sistării exporturilor către Iran, începând din luna august 2018, în condițiile acutizării războiului economic dintre SUA și Iran²². Pe o traiectorie descrescătoare s-au plasat și exporturile de componente electronice, în asociere cu reducerea cererii externe, dar și livrările de produse petroliere și

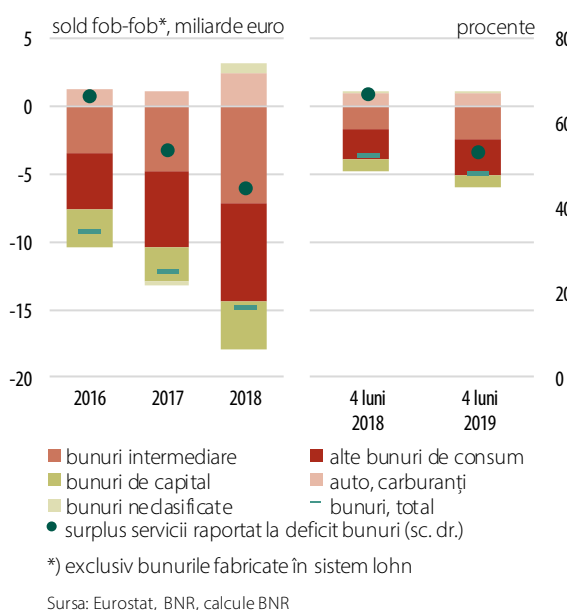
Grafic 2.7. Bunuri de consum: producție internă vs import*



echipament aeronautic – ramuri caracterizate printr-o volatilitate pronunțată, imprimată, în primul caz, de calendarul lucrărilor de revizie la principalele rafinării, iar în cel de-al doilea, de valoarea semnificativă și durata îndelungată de fabricație a produselor contractate. La polul opus s-au poziționat exporturile de bunuri de capital (motoare și generatoare electrice, echipamente mecanice), dar și cele de autovehicule, care și-au păstrat panta crescătoare (8,5 la sută, variație de volum), în pofida puternicului efect de bază indus de lansarea pe piețele externe, la începutul anului 2018, a două modele noi (creșterile de volum din trimestrele I-IV 2018 au variat între 29 și 41 la sută în termeni anuali).

Importurile de bunuri s-au majorat cu 6,5 la sută în termeni reali, cea mai dinamică dovedindu-se din nou grupa bunurilor de consum, care și-a extins astfel contribuția la satisfacerea cererii interne, în timp ce oferta locală de produse industriale cu această destinație s-a majorat cu doar 1 la sută în termeni anuali (Grafic 2.7).

Grafic 2.8. Balanța bunurilor



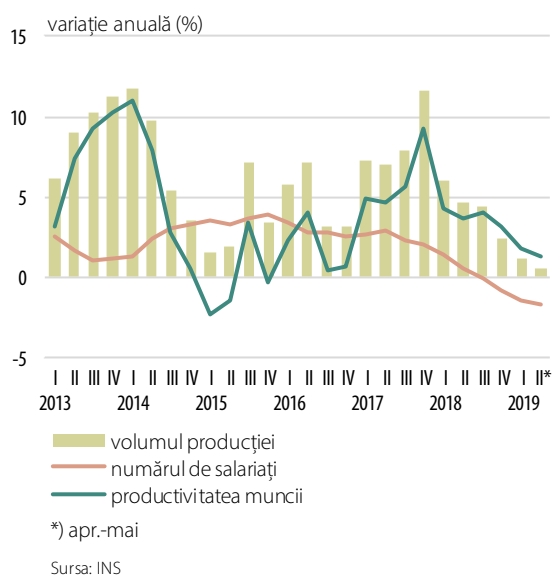
Adâncirea dezechilibrului pe segmentul comerțului cu bunuri (până la 6,4 miliarde euro) a imprimat, de altfel, majorarea cu o treime a deficitului de cont curent în primele cinci luni ale acestui an comparativ cu intervalul similar din 2018. Contraponderea oferită balanței bunurilor de încasările nete din servicii a continuat să se diminueze (de la 67 la sută în ianuarie-mai 2018 la 53 la sută în aceeași perioadă a anului 2019), performanțele obținute de transportatorii de mărfuri și de sectorul IT&C fiind practic anulate de preferința în creștere a populației pentru servicii internaționale de turism și transport aerian, concomitent cu majorarea substanțială a plăților în contul serviciilor de cercetare-dezvoltare (Grafic 2.8).

²² Aceste tensiuni s-au repercutat și asupra exporturilor Uniunii Europene către acest stat asiatic, industria auto numărându-se printre ramurile cele mai afectate.

Productivitatea muncii

În contextul avansului alert al activității economice în primul trimestru al anului și al unei relative stabilități a numărului persoanelor ocupate, productivitatea muncii pe ansamblul economiei a cunoscut un reviriment (4,8 la sută în termeni anuali, cu 1,4 puncte procentuale peste trimestrul precedent), contribuții importante în acest sens revenind sectorului construcții și celui comercial. Dacă în primul caz avansul valorii adăugate s-a produs simultan cu cel al persoanelor ocupate, relevând condițiile favorabile de cerere care au impulsivat puternic lucrările de construcții de clădiri, în cel de-al doilea caz câștigul pare a avea, pe lângă influențele ciclice, și o natură structurală, imprimată de un nou val de expansiune a rețelelor de comerț modern și de proximitate.

Grafic 2.9. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare

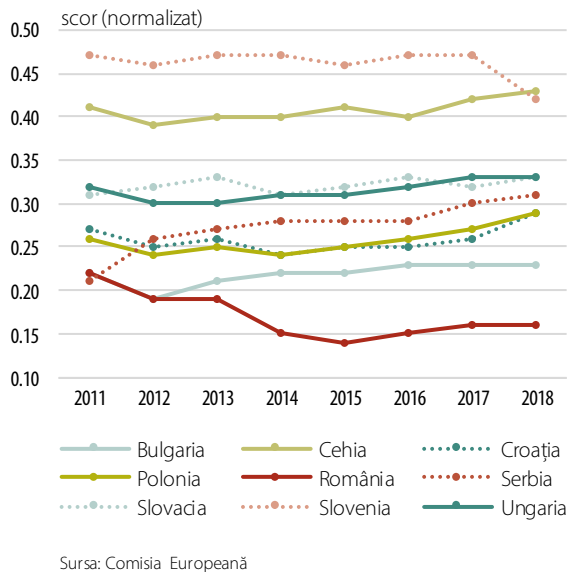


În sens opus a evoluat sectorul industrial, al cărui parcurs continuă să se înscrie în registrul nefast observat recent, dinamica anuală a volumului producției ramurii prelucrătoare frânând din nou până la 1,2 la sută în trimestrul I 2019, cea mai redusă rată de creștere din ultimii șase ani și jumătate (Grafic 2.9). Impactul asupra productivității muncii a fost atenuat ușor de adâncirea în teritoriul negativ a variației anuale a numărului de salariați din acest sector, în contextul în care procentul operatorilor din industrie ce consideră că forța de muncă insuficientă și inadecvată le limitează dezvoltarea afacerii a atins un nou maxim postcriză. Decisive pentru evoluția nefavorabilă a acestui sector economic la începutul anului au fost coordonatele cererii externe. Fragilitatea segmentului industrial european și perspectivele rezervate pentru perioada următoare, vizibile în cazul principalilor parteneri comerciali (în deosebi Germania), s-au regăsit într-o decelerare

puternică a comenzilor externe în trimestrul I, până la un ritm anual de creștere de 1,7 la sută, cel mai lent avans din ultimele 19 trimestre. În aceste condiții, se remarcă dinamici în temperare ale activității în subsectoarele cele mai integrate în lanțurile internaționale de producție (echipamente electrice, industria auto), precum și o reducere a gradului de utilizare a capacităților de producție în toate marile grupe de produse, cu excepția celei producătoare de bunuri de uz curent. În rândul operatorilor din industrie domină scepticismul, după cum sugerează indicatorul de încredere calculat de CE-DG ECFIN, care a coborât până în teritoriul negativ în lunile mai-iunie, în principal ca urmare a deteriorării așteptărilor privind producția viitoare.

Nici din perspectiva factorilor cu impact persistent peisajul nu este deosebit de optimist. Tendința descendentă a investițiilor în capacități de producție – surprinsă de contracția în termeni anuali a achizițiilor de utilaje și echipamente – este confirmată de declinul investițiilor străine directe în primele cinci luni din 2019. În plus, concluziile studiului *EY Europe Attractiveness Survey* sugerează depășirea apogeeului ciclului investițional atât la nivel național, cât și european. Astfel, după atingerea unui maxim al numărului de proiecte de investiții străine directe implementate în Europa

Grafic 2.10. Tabloul de bord european privind inovarea



În 2017, acesta s-a diminuat în 2018 cu 4 la sută (prima scădere din ultimii șase ani), iar atitudinea investitorilor a devenit mai degrabă pesimistă, după cum reiese din reducerea sensibilă a procentului celor care se așteaptă la o îmbunătățire a atractivității statelor europene pentru investiții străine directe în perioada următoare. În cazul României, raportul a estimat o restrângere a numărului de proiecte ISD cu 13 la sută în 2018 față de anul precedent, cu repercusiuni asupra capacității de inovare a economiei românești, oricum inferioară comparativ cu cea a celorlalte state din regiune, și care mai departe poate afecta componenta structurală a productivității muncii (Grafic 2.10). La nivelul segmentului manufacturier, semnale moderat pozitive sunt decelabile totuși în industria materialelor de construcții, sub efectul numeroaselor proiecte de investiții în deschideri și modernizări ale capacităților de producție, în industria auto, în

perspectiva extinderii activității celor doi fabricanți de automobile, sau în industria altor materiale de transport, ca urmare a comenzilor externe consistente de care beneficiază subsectorul constructor de nave.

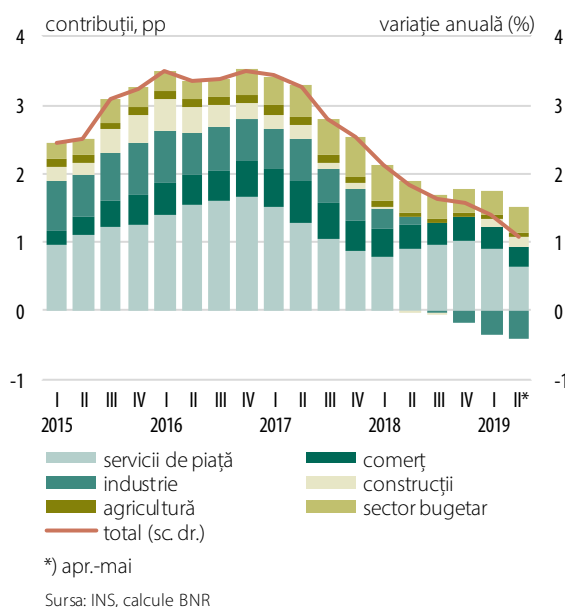
Evoluții pe piața muncii²³

În primele cinci luni ale anului 2019, avansul efectivului salariaților din economie și-a reluat tendința descrescătoare (1,4 la sută variație anuală în trimestrul I și 1,1 în aprilie-mai, în coborâre de la 1,6 la sută în semestrul II 2018). Reducerea vitezei de creștere a

fost imprimată de sectorul privat, pe fondul încetirii angajărilor în serviciile de piață (mai pronunțate în cele administrative și de suport și în IT&C), precum și al restrângerii schemelor de personal în industrie, în special în ramura auto, cel mai probabil în asociere cu investițiile derulate de principalele companii pentru automatizarea producției (în condițiile în care activitatea acestui sector a rămas robustă). În schimb, o redresare a raportului dintre cererea și oferta de forță de muncă se observă în construcții, tendință care este posibil să continue pe termen mai îndelungat, având în vedere facilitățile fiscale oferite în acest domeniu (Grafic 2.11).

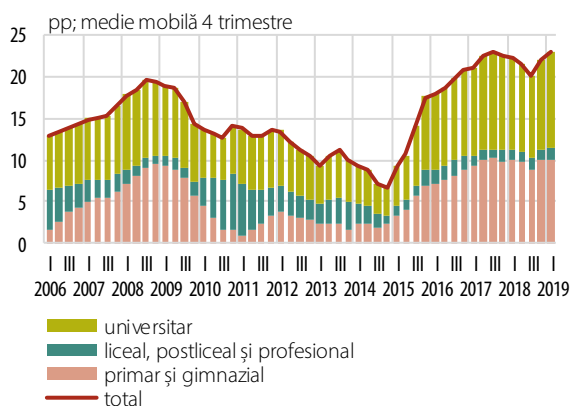
Totodată, oferta excedentară de forță de muncă s-a menținut la valori foarte scăzute în perioada ianuarie-mai 2019, rata șomajului înregistrat plasându-se la 3,1 la sută, iar cea calculată conform metodologiei BIM la 3,9 la sută la sfârșitul perioadei

Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie



²³ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier, având ca surse principale INS, Eurostat și ANOFM.

Grafic 2.12. Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii*



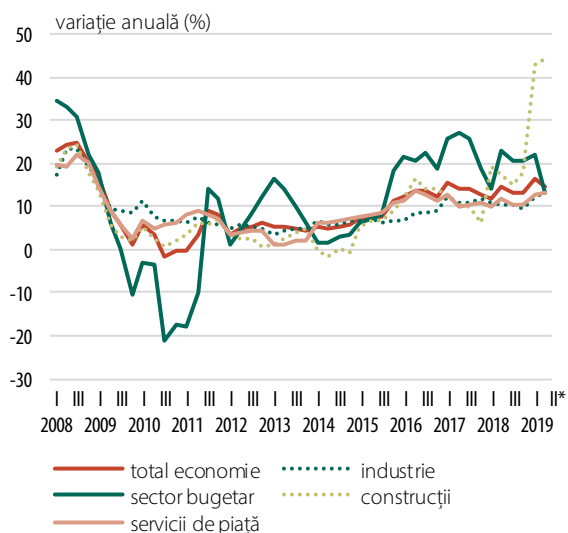
*) calculat ca sumă a modulelor diferențelor înregistrate pe fiecare nivel de instruire între oferta de forță de muncă (aproximată prin ponderea șomerilor cu un anumit nivel de instruire în total) și cererea de forță de muncă (aproximată prin ponderea persoanelor ocupate cu același nivel de instruire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

Sursa: Eurostat, calcule BNR

(cu 0,1-0,2 puncte procentuale sub valorile de la finele anului 2018). În același timp, procesul de creare de locuri de muncă s-a restrâns ușor în trimestrul I 2019, similar intervalului precedent, rămânând totuși la un nivel robust. În aceste condiții, caracterul tensionat al pieței muncii s-a accentuat în trimestrul I, companiile reclamând în continuare deficiențe în procesul de recrutare – indicatorul de necorelare a pregătirii candidaților a ajuns în primul trimestru al anului la un punct de maxim istoric (Grafic 2.12). Astfel, dificultatea de a găsi personal adecvat pentru desfășurarea activității determină orientarea companiilor către digitalizare și automatizare. Potrivit unui studiu realizat de *Cult Market Research* în perioada octombrie 2018 – martie 2019, la care au participat 300 de companii locale, peste 72 la sută dintre firme consideră că digitalizarea este principala opțiune pentru eficientizarea activității. Totodată, pentru a răspunde constrângerilor de ofertă și având

în vedere apelul crescut al companiilor la personal din afara țării²⁴ a fost decisă o nouă extindere a numărului maxim de lucrători străini nou-admiși pe piața românească în anul 2019 (cu o treime față de perioada anterioară, până la 20 000 de persoane).

Grafic 2.13. Câștigul salarial nominal net



*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

Pentru intervalul următor, cele două analize urmărite în mod uzual (Sondajul INS CE-DG ECFIN, studiul Manpower) indică intenții solide de angajare în comerț. În schimb, în restul sectoarelor perspectivele creionate sunt mai degrabă mixte, Sondajul INS CE-DG ECFIN sugerând o relativă stabilitate, iar studiul Manpower anunțând continuarea extinderii schemelor de personal, cu un ritm susținut al recrutărilor anticipat în special în industria prelucrătoare.

În trimestrul I 2019, câștigul salarial mediu brut a marcat o accelerare a dinamicii anuale până la 15,3 la sută (comparativ cu 13 la sută în trimestrul IV 2018, valoare care exclude efectul modificărilor fiscale operate la 1 ianuarie 2018), fiind antrenată în bună măsură de un nou salt al salariului minim brut pe economie de la începutul anului (cu 9 la sută, până la 2 080 de lei), precum și de introducerea unui nivel

minim de 2 350 de lei pentru personalul cu studii superioare și de 3 000 de lei pentru angajații din sectorul construcții. Avansul a fost mai consistent în cazul salariului mediu net (+3,4 puncte procentuale, până la 16,5 la sută), în condițiile în care angajații din sectorul construcții au fost scutiți pentru 10 ani de la plata impozitului pe venit, iar

²⁴ Confirmat și de rezultatele unui barometru de opinie realizat de Frames & Train Your Brain, potrivit căruia 62 la sută dintre respondenți declarându-se dispuși să angajeze lucrători străini.

contribuțiile sociale au fost reduse pentru ambele părți contractuale (angajați și angajatori). Ulterior, rata de creștere a câștigului salarial (atât brut, cât și net) a cunoscut o ușoară temperare în perioada aprilie-mai, indusă exclusiv de manifestarea unui efect de bază la nivelul sectorului bugetar (Grafic 2.13).

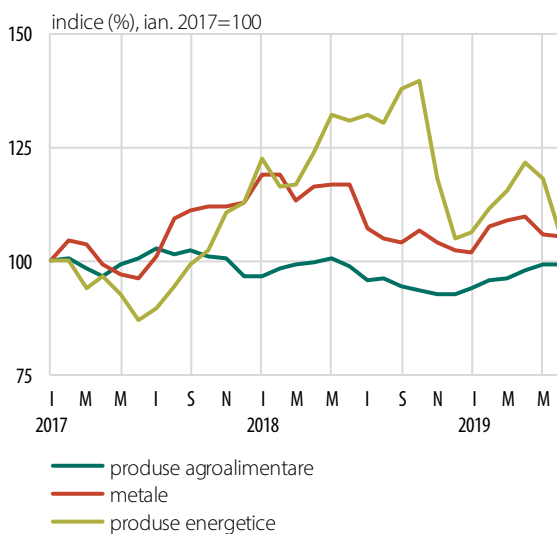
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

În pofida unei redresări temporare a cotațiilor principalelor materii prime pe piețele internaționale observate în prima parte a anului 2019, nivelurile acestora au rămas sub cele consemnate cu un an în urmă. Astfel, dinamica anuală a prețurilor de import s-a înscris pe o traiectorie descendentă, în timp ce la nivelul prețurilor de producție pentru piața internă tendința nu a fost la fel de pronunțată, în acest caz acționând în sens contrar factori interni – deficit de ofertă pe piața energiei electrice, costuri salariale ridicate, condiții favorabile de cerere.

2.1. Prețurile de import

După temperarea înregistrată la sfârșitul anului precedent, în primele patru luni ale anului 2019 prețurile materiilor prime energetice s-au majorat, pe seama unei reduceri a producției de petrol, ca urmare a intrării în vigoare a unui nou acord OPEC+²⁵, a situației din Venezuela, a sancțiunilor impuse Iranului, precum și a unei ameliorări a perspectivei cu privire la cererea globală. Spre finele lunii aprilie prețul petrolului ajunsese să testeze pragul de circa 75 dolari SUA/baril, însă în luna iunie acesta s-a diminuat până la 61 dolari SUA/baril, odată cu reescaladarea conflictului

Grafic 2.14. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



comercial sino-american. La nivelul celorlalte componente energetice, oferta abundentă a condus la o scădere a cotației gazului natural, influențând în același sens și cotația cărbunelui, un substitut al acestuia. În pofida creșterii temporare a cotației Brent, rata anuală de creștere a prețurilor materiilor prime energetice s-a plasat în teritoriul negativ în prima jumătate a anului 2019 (-8,6 la sută în semestrul I, conform datelor Băncii Mondiale). De asemenea, dinamica anuală a cotațiilor metalelor (inclusiv produse minerale) s-a menținut în plaja valorilor negative în prima parte a anului 2019 (-8,8 la sută în perioada ianuarie-iunie), excepție făcând doar cotația minereului de fier. Totuși, scumpirea semnificativă a acestuia din urmă nu a antrenat o evoluție similară pentru prețul oțelului, a cărui piață este caracterizată de un exces al ofertei și de perspective nefavorabile din partea cererii (în

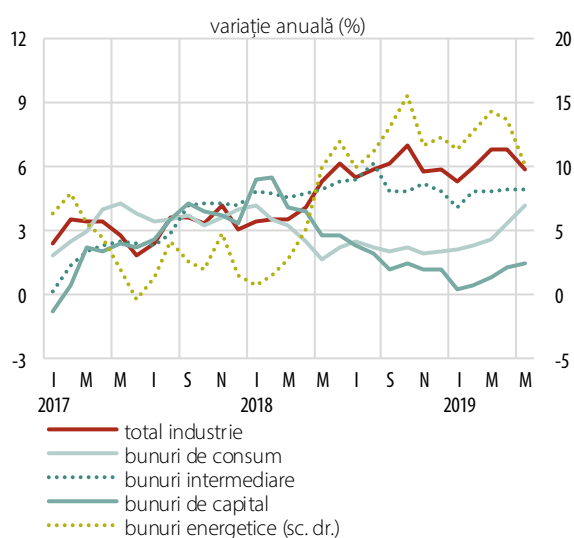
²⁵ La începutul lunii iulie 2019 acesta a fost prelungit pentru încă nouă luni, până la 31 martie 2020.

conexiune și cu situația industriei auto pe plan internațional). Cotațiile materiilor prime agroalimentare s-au plasat pe o traiectorie ascendentă în primele două trimestre ale anului 2019, astfel că rata anuală negativă și-a moderat amplitudinea, până la -2,8 la sută, respectiv -1,0 la sută (conform datelor Food and Agriculture Organization), o contribuție în acest sens revenind traiectoriei prețului cărnii de porc, dată fiind reducerea ofertei induse de epidemia de gripă porcină africană, care a afectat în special producătorii din zona asiatică (Grafic 2.14).

Mișcarea cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale s-a regăsit și la nivelul prețurilor de import. Astfel, în perioada ianuarie-martie 2019 indicele anual al valorii unitare a importurilor²⁶ a decelerat până la 101,0 la sută, dar efectul dezinflaționist transmis asupra prețurilor interne a fost compensat de deprecierea monedei naționale în raport cu principalele valute. Contribuții importante la traiectoria indicelui agregat au avut produsele minerale (109,2 la sută, -10 puncte procentuale), cele chimice (96,3 la sută, -3 puncte procentuale), precum și metalele comune (100,2 la sută, -3,4 puncte procentuale).

În cazul bunurilor relevante pentru coșul de consum, pe segmentul alimentar s-au observat indici subunitari pentru grăsimi și uleiuri animale sau vegetale și produse din carne (în acest caz însă este destul de probabilă o inversare de trend în perioada următoare, date fiind cele mai recente tendințe pe piața cărnii de porc); excepție au făcut produsele vegetale, unde s-a înregistrat o accelerare a IVU până la 101,8 la sută (+2,3 puncte procentuale), imprimată de categoria fructe și legume, din partea cerealelor presiunile inflaționiste diminuându-se simțitor. La nivelul bunurilor nealimentare s-a consemnat o cvasistagnare a IVU pentru îmbrăcăminte și autoturisme și scădere pentru încălțăminte.

Grafic 2.15. Prețurile producției industriale pentru piața internă



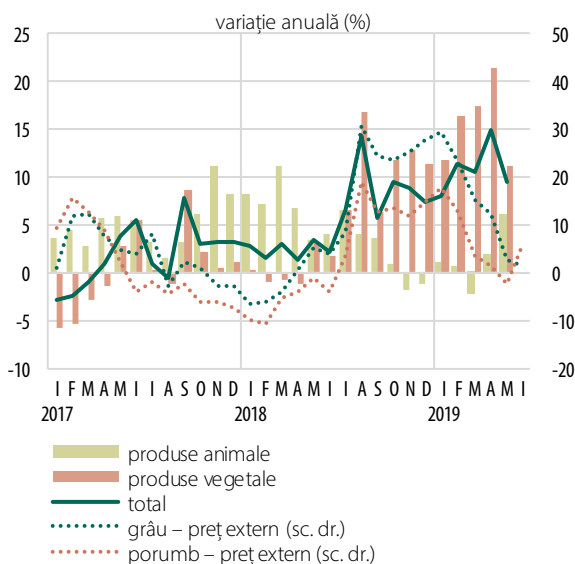
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a avut un parcurs ascendent de la începutul anului 2019, urcând de la 5,3 la sută în ianuarie, până la 6,8 la sută în aprilie, urmând ca în luna mai să se tempereze până la 5,9 la sută, pe fondul unor evoluții mixte în structură (Grafic 2.15). Rata de creștere a prețurilor aferente segmentului energetic a rămas pe un palier înalt (aproape 10 la sută în luna mai), atenuându-se însă progresiv în decursul perioadei analizate, pe măsură ce dezechilibrul dintre cererea și oferta de energie electrică a început să se corecteze, iar cotația petrolului Brent și-a accentuat scăderea în termeni anuali. Variația prețurilor bunurilor intermediare s-a stabilizat în jurul valorii de 4,8 la sută în intervalul

²⁶ Exprimat în euro.

februarie-mai 2019, excesul de cerere din economie creând premisele unei transmiteri mai lente și asimetrice a scăderii cotațiilor externe ale metalelor și bunurilor energetice.

Grafic 2.16. Prețurile producției agricole



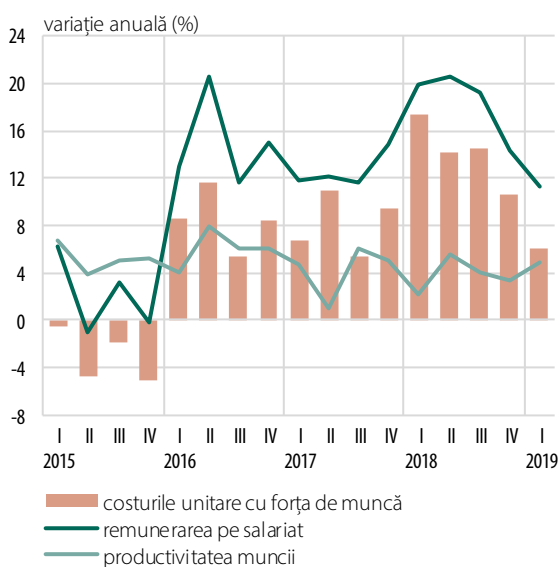
Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În schimb, ritmul anual de creștere a prețurilor bunurilor de capital s-a majorat până la 1,5 la sută în luna mai (+1,2 puncte procentuale față de ianuarie), în linie cu deprecierea leului în raport cu euro: istoric, este observabil un grad de corelație semnificativ între evoluția prețurilor de producție aferente acestei categorii de bunuri și mișcarea cursului de schimb, multe produse din această grupă având prețurile stabilite în moneda europeană. O accelerare a fost vizibilă și la nivelul bunurilor de consum, după un an în care variația prețurilor a stagnat în jurul valorii de 2 la sută, în luna mai înregistrându-se un salt până la 4,2 la sută; pe lângă condițiile favorabile de cerere caracteristice economiei românești, un rol important în această evoluție au avut și presiunile exercitate de scumpirea cărnii de porc, influențată inclusiv de reducerea ofertei pe plan mondial.

Dinamica anuală a prețurilor producției agricole pe piața internă s-a menținut alertă în primele luni ale anului 2019, urcând până la aproape 15 la sută în aprilie (față de 8 la sută în ianuarie). Accelerarea s-a datorat îndeosebi produselor vegetale, pe fondul unor probleme de ofertă la unele sortimente de legume (în special cartofi), inclusiv la nivel european. În luna mai s-a observat însă o corecție, imprimată de înjumătățirea avansului anual al prețurilor cerealelor, care s-au aliniat la cele mai recente tendințe

consemnate pe piețele externe. O intensificare a ratei de creștere a prețurilor s-a remarcat și pe segmentul produselor de origine animală, variația anuală avansând din teritoriul negativ, până la 6,1 la sută în luna mai, cu o contribuție importantă din partea produselor din carne de porc (Grafic 2.16).

Grafic 2.17. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat în trimestrul I 2019 până la 6,1 la sută (-4,5 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent), odată cu încetinirea variației anuale a remunerării salariaților și cu redresarea productivității muncii (Grafic 2.17).

În schimb, dinamica anuală a costurilor salariale unitare în industrie a urcat în primele cinci luni ale anului 2019 până la 10,5 la sută (+4,7 puncte

procentuale față de trimestrul IV 2018), cel mai înalt nivel din perioada postcriză. Deși saltul este atribuit în principal accelerării vitezei de creștere a salariilor (+3,3 puncte procentuale), importantă a fost și erodarea ritmului anual al productivității muncii din industrie (-1,3 puncte procentuale). Cu toate acestea, există și ramuri care s-au înscris într-un registru pozitiv, cum ar fi industria de prelucrare a țigăii, o contribuție importantă revenind însă calendarului diferit al lucrărilor de revizie ale rafinăriilor, industria chimică, dar și cea de prelucrare a lemnului. Totodată, în industria auto dinamica anuală a costurilor salariale continuă să fie acoperită de cea a productivității muncii, tendința menținându-se din trimestrul II 2018.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În perioada mai-iulie 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 contextul păstrării controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, ratele RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelul de 8,0 la sută. Măsurile au vizat readucerea și menținerea pe termen mediu a 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 condiții de protejare a stabilității financiare.

În ședința din luna mai, Consiliul de administrație al BNR a adoptat aceste decizii în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să crească deasupra intervalului țintei în martie și aprilie²⁷ și semnificativ peste nivelul proiectat²⁸, iar traiectoria ei viitoare a fost revizuită în sens ascendent în contextul noii prognoze, mai cu seamă pe orizontul scurt de timp, aceasta fiind așteptată să rămână peste limita de sus a intervalului țintei până la finele anului curent, iar apoi să revină, dar să se și mențină în jumătatea lui superioară²⁹. Relativa înrăutățire a perspectivei pe termen scurt a inflației era atribuibilă în principal acțiunii factorilor pe partea ofertei, care, contrar previziunilor precedente, a redevenit și se anticipa să rămână inflaționistă în 2019³⁰, dar să recapete un caracter dezinflaționist pregnant în primele luni din anul viitor, pe fondul efectelor de bază asociate șocurilor adverse pe partea ofertei produse recent.

Presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali erau însă așteptate să crească progresiv de-a lungul orizontului proiecției și chiar ușor mai evident pe segmentul mai îndepărtat de timp decât în prognoza anterioară, având ca surse probabile poziția ciclică a economiei, ajustarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt și creșterea susținută a costurilor salariale, dar și ascensiunea dinamicii prețurilor

²⁷ Rata anuală a inflației a urcat la 4,03 la sută în martie și apoi la 4,11 la sută în aprilie, de la 3,83 la sută în februarie.

²⁸ Prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2019 anticipa scăderea ratei anuale a inflației la 3,0 la sută la finele trimestrului I 2019.

²⁹ Rata anuală a inflației era așteptată să ajungă la 4,2 la sută în decembrie 2019 și apoi la 3,4 la sută la finele orizontului proiecției (față de nivelurile corespunzătoare previzionate anterior, de 3,0 la sută, respectiv 3,1 la sută).

³⁰ Preponderent pe seama evoluțiilor de pe segmentele LFO, tutun și combustibili, dar și ca urmare a impactului *one-off* al noii taxe impuse sectorului telecom.

importurilor, inclusiv ca efect al evoluției cursului de schimb al leului. Pe acest fond³¹, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era așteptată să urce semnificativ peste valorile prognozate anterior și chiar peste intervalul țintei în a doua parte a anului curent³², iar apoi să revină și să se mențină marginal sub sau la limita superioară a intervalului, pe un palier ușor superior celui previzionat anterior.

Excedentul de cerere agregată era anticipat să se mărească în continuare pe orizontul scurt de timp și apoi să rămână în apropierea vârfului actualului ciclu economic, la valori doar ușor inferioare celor din prognoza anterioară, în condițiile în care, chiar dacă în decelerare, ritmul expansiunii economice era așteptat să se mențină semnificativ și apoi marginal peste cel potențial³³. Totodată, consumul privat se prefigura a fi pe termen scurt cvasiunicul determinant al creșterii economice, sub impactul creșterii venitului disponibil real – pe seama majorării salariilor, dar și a transferurilor sociale –, în timp ce în cazul exportului net era probabilă o mărire a aportului negativ la dinamica PIB, asociată cu o amplificare a deficitului de cont curent.

Incertitudini și riscuri semnificative la adresa acestei perspective decurgeau însă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri – prezumate a-și accentua prociclicitatea pe orizontul prognozei –, dar și din măsurile fiscale și bugetare implementate în 2019, cărora li se alăturau incertitudinile generate de noul indice de referință pentru creditele acordate populației, IRCC, intrat în vigoare începând cu 2 mai 2019, la un nivel de 2,36 la sută. Incertitudini sporite proveneau și din mediul extern, în contextul încetirii creșterii economice din zona euro și a celei globale și al amplificării riscurilor induse la adresa lor de conflictul comercial și incertitudinile privind *Brexit*. Deosebit de relevante erau schimbările de perspectivă a conduitei politicilor monetare ale Fed și BCE, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Datele statistice și evaluările ulterioare au arătat că rata anuală a inflației a rămas constantă în luna mai, la 4,10 la sută – deasupra nivelului înregistrat în martie și peste cel prognozat – și că ascensiunea ei din primele două luni ale trimestrului II a fost antrenată prioritar de accelerarea inflației de bază³⁴, a cărei rată anuală a urcat, în linie cu previziunile, de la 2,7 la sută în martie la 3,2 la sută în mai. Pe lângă influențele noii taxe din sectorul telecomunicațiilor și ale creșterii prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare, evoluția a evidențiat presiuni inflaționiste ridicate pe partea cererii și a costurilor salariale, alături de ajustarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. De altfel, potrivit noilor date, expansiunea economică a accelerat peste așteptări în trimestrul I 2019³⁵, în contextul unei neanticipate reamplificări a dinamicii ei trimestriale, implicând o majorare a excedentului de cerere agregată peste nivelul anticipat. Totodată, consumul gospodăriilor populației a continuat să își mărească aportul la creșterea economică, redevenind principalul

³¹ Dar și ca urmare a impactului noii taxe asupra tarifelor la telefonie și abonamente radio-TV.

³² La 3,8 la sută în decembrie 2019, față de 3,3 la sută în prognoza precedentă.

³³ Anticipat a fi afectat, la rândul său, de măsurile fiscal-bugetare implementate la începutul anului curent, dar și de declinul anterior al investițiilor, suprapuse deficiențelor structurale persistente ale economiei.

³⁴ Și, într-o mai mică măsură, de majorarea prețurilor LFO; impactul celor două componente a fost parțial compensat de scăderea dinamicii anuale a prețurilor produselor din tutun, a prețului combustibililor și a prețurilor administrate.

³⁵ La 5,0 la sută, de la 4,1 la sută în trimestrul IV 2018.

determinant³⁶, în timp ce exportul net și-a mărit consistent contribuția negativă³⁷, în condițiile în care deficitul balanței comerciale și-a amplificat considerabil creșterea față de trimestrul I 2018, antrenând și o adâncire în termeni anuali a deficitului de cont curent³⁸.

În același timp, tensiunile de pe piața muncii au rămas ridicate, inclusiv pe fondul tendinței de plasare a ratei șomajului BIM în apropierea minimului istoric³⁹ în intervalul ianuarie-aprilie 2019, iar creșterea anuală a câștigului salarial mediu brut nominal din economie s-a menținut pe palierul de două cifre; pe același palier a revenit și a rămas în primele patru luni dinamica anuală a costului salarial unitar din industrie, în absența unor câștiguri evidente de productivitate.

Principalele cotații ale pieței monetare s-au menținut semnificativ deasupra ratei dobânzii de politică monetară în trimestrul II, în timp ce rata medie a dobânzii aferente tranzacțiilor interbancare s-a re poziționat în lunile mai-iunie ușor sub rata dobânzii-cheie, în condițiile normalizării condițiilor lichidității de pe piață. De asemenea, în luna mai 2019, a intrat în vigoare noul indice de referință pentru creditele acordate consumatorilor, IRCC, situat la 2,36 la sută, al cărui nivel a crescut însă în prima zi a trimestrului III la 2,63 la sută. Cursul de schimb leu/euro a consemnat însă o corecție descendentă relativ abruptă spre finele lunii mai și la începutul lui iunie – în sincron cu evoluțiile din regiune – pe fondul semnalelor privind iminenta relaxare a conduitei politicilor monetare ale Fed și BCE, de natură să sporească atractivitatea plasamentelor financiare pe aceste piețe. Totodată, în contextul diferențialului mai ridicat al ratei dobânzii față de zona euro, raportul leu/euro a manifestat din nou spre finele trimestrului II o ușoară tendință descendentă, a cărei eventuală accentuare ar fi fost de natură să inducă riscuri la adresa evoluției inflației pe termen mediu prin impactul advers exercitat asupra contului curent, aflat deja în deteriorare alertă.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a menținut relativ constantă în aprilie și mai, la un nivel doar ușor inferior mediei trimestrului I, în condițiile în care creșterea anuală a creditului în lei a continuat să decelereze lent⁴⁰, rămânând însă pe palierul de două cifre, în timp ce variația componentei în valută a reintrat marginal în teritoriul pozitiv în luna mai, pentru prima dată în ultimii șapte ani, exclusiv ca efect al evoluției de pe segmentul societăților nefinanciare. Pondere în total a componentei în lei și-a prelungit totuși tendința ascendentă, ajungând la 66,2 la sută. Ritmul de creștere a masei monetare s-a mărit însă ușor pe ansamblul intervalului aprilie-mai 2019⁴¹, în principal sub impactul execuției bugetare.

Proiecția pe termen scurt actualizată în acest context a relevat perspectiva menținerii ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei pe orizontul scurt de timp, în

³⁶ În același sens a acționat și revenirea în teritoriu pozitiv – după trei trimestre consecutive de scădere – a dinamicii anuale a formării brute de capital fix, însă exclusiv ca urmare a revigorării construcțiilor noi.

³⁷ Aceasta atingând minimul înregistrat după trimestrul II 2008.

³⁸ În pofida ameliorării în acest interval a balanței veniturilor primare și a celei a veniturilor secundare.

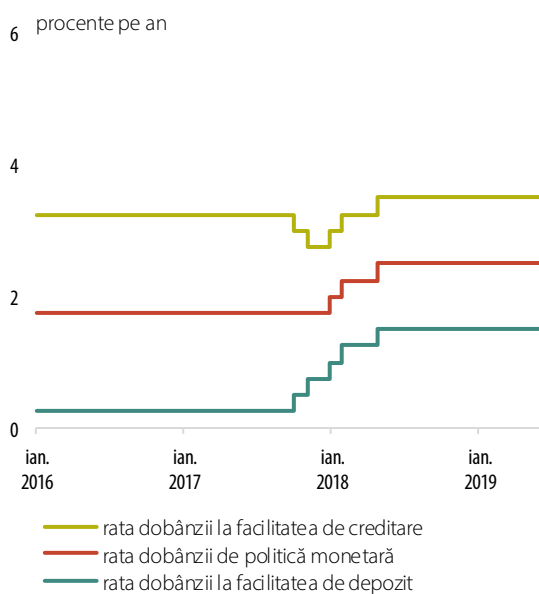
³⁹ 4,0 la sută în aprilie (față de un minim istoric de 3,9 la sută).

⁴⁰ În principal pe seama împrumuturilor populației, a căror dinamică a beneficiat totuși de aportul consistent al creditelor noi pentru consum, care au atins, ca volum lunar, un nou maxim istoric în mai.

⁴¹ La o medie de 9,5 la sută, de la 9,3 la sută în trimestrul I.

condițiile unor mici fluctuații, pe o traiectorie compatibilă cu cea evidențiată în prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din mai 2019. Influența factorilor pe partea ofertei era anticipată a fi mai puțin inflaționistă pe termen scurt decât în prognoza anterioară – date fiind reducerea neașteptată a prețului gazelor naturale începând cu luna iulie, precum și evoluția relativ mai temperată a prețului combustibililor –, în timp ce acțiunea factorilor fundamentali se prefigura a fi ușor mai inflaționistă, datorită presiunilor ceva mai intense anticipate să decurgă din cererea agregată, costurile salariale și din anticipațiile inflaționiste pe termen scurt. Astfel, chiar dacă urma probabil să decelereze în trimestrele II și III, creșterea economică era așteptată să rămână relativ mai alertă, ca urmare a accelerării ei peste așteptări în primul trimestru al anului și în condițiile unei dinamici trimestriale anticipate să se reducă gradual – inclusiv pe fondul unor performanțe mai puțin favorabile ale agriculturii în trimestrul III –, ceea ce făcea probabilă prelungirea creșterii *gap*-ului pozitiv al PIB în acest interval, la valori ușor superioare celor prognozate în luna mai.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Evaluările au evidențiat însă și o creștere a incertitudinilor și riscurilor asociate conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri – în contextul angajamentului de menținere a deficitului fiscal în limita prevăzută de Pactul de stabilitate și creștere –, precum și a celor legate de absorbția fondurilor europene. Incertitudini și riscuri sporite decurgeau și din tendința de slăbire a creșterii economice în zona euro și pe plan global, având în vedere inclusiv creșterea riscurilor induse de războiul comercial și de incertitudinile legate de *Brexit*. Acestea li se asociau perspectivele relaxării conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed și atitudinea probabilă a băncilor centrale din regiune.

În acest context, adecvarea condițiilor monetare din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a readucerii ratei anuale a inflației în linie cu ținta de inflație, în condiții de protejare a

stabilității financiare, a justificat statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară și prezervarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. În consecință, în ședința din 4 iulie 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), concomitent cu păstrarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară (Grafic 3.1). 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

Cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare s-au majorat pe ansamblul trimestrului II, mărindu-și implicit ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară, iar rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor interbancare⁴² s-a redus doar marginal față de precedentele trei luni. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut cvasistabil în primele două luni ale trimestrului II pe palierul mai înalt pe care s-a plasat la începutul anului, pentru ca ulterior să consemneze o corecție descendentă relativ abruptă. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a stopat descreșterea, încetinind foarte ușor pe ansamblul perioadei aprilie-mai 2019 în raport cu maximum ultimilor șapte ani înregistrat în trimestrul precedent, în timp ce creșterea lichidității din economie s-a reaccelerat ușor.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare¹⁶ a urcat și a rămas în apropierea limitei de sus a coridorului ratelor dobânzilor în luna aprilie, pentru ca apoi să revină și să se mențină relativ în linie cu rata dobânzii de politică monetară, pe fondul controlului strict asupra lichidității exercitat de banca centrală. În aceste condiții, media sa trimestrială⁴³ a înregistrat un nivel de 2,68 la sută, doar marginal inferior celui atins în trimestrul I, de 2,71 la sută, reprezentând vârful ultimilor cinci ani și jumătate.

Condițiile lichidității de pe piața monetară interbancară s-au înăsprit considerabil în prima lună a trimestrului II – în contextul formării unui deficit temporar de lichiditate⁴⁴, acomodat exclusiv prin intermediul facilității de creditare –, pentru ca ulterior să cunoască o relativă normalizare; aceasta a survenit în condițiile reînălțării excedentului de lichiditate pe piața monetară sub impactul injecțiilor considerabile de rezerve ale Trezoreriei⁴⁵ și ale drenării lui de către BNR prin atragerea de depozite la termen, cu scadența 1W, la rată fixă a dobânzii și alocare integrală⁴⁶. Pe acest fond, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au ajuns și s-au cantonat în aprilie în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de creditare, iar în lunile următoare ele s-au poziționat și au oscilat ușor în jurul ratei dobânzii de politică monetară, consemnând și câteva scăderi temporare la limita de jos a coridorului ratelor dobânzilor, cu un caracter ceva mai persistent în luna mai.

⁴² Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

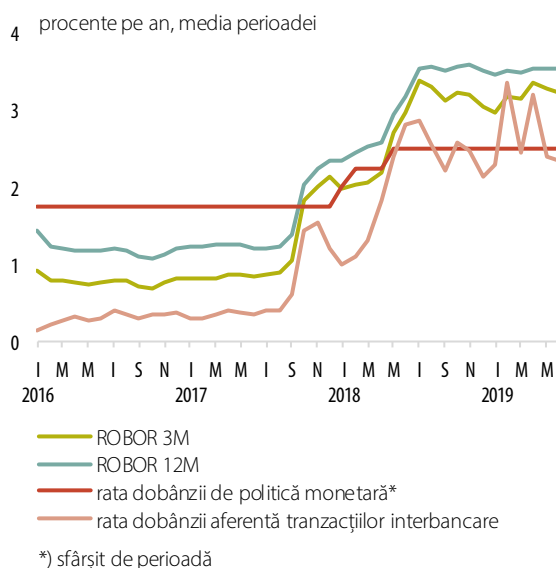
⁴³ Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

⁴⁴ Sub impactul contracționist al factorilor autonomi ai lichidității.

⁴⁵ Inclusiv în condițiile în care pe 29 aprilie, respectiv 24 iunie, au ajuns la maturitate obligațiuni de stat în valoare de 8,8 miliarde lei, respectiv 8,9 miliarde lei.

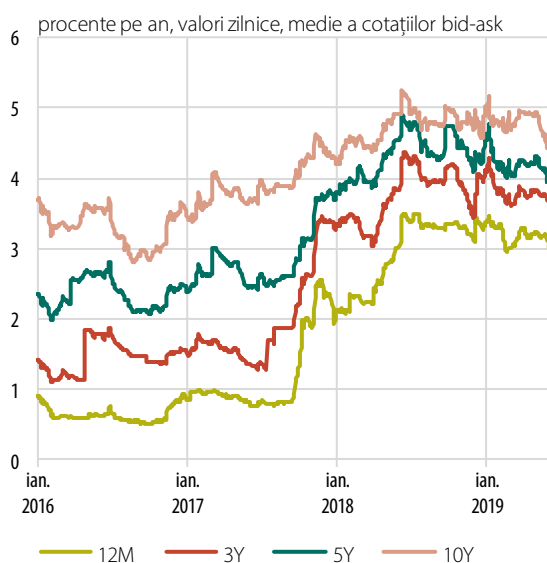
⁴⁶ Banca centrală a derulat pe parcursul trimestrului II șase astfel de licitații, pe 6, 13 și 20 mai, în valoare de 2,7 miliarde lei, 2,9 miliarde lei și 7,6 miliarde lei, respectiv pe 10, 18 și 24 iunie, în valoare de 0,9 miliarde lei, 3 miliarde lei și 2,5 miliarde lei.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



La rândul lor, cotațiile ROBOR (3M-12M) și-au accentuat în debutul trimestrului II creșterea amorsată în a doua jumătate a lunii martie, mărindu-și implicit ecarterul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară, inclusiv pe fondul anunțului băncii centrale privind păstrarea unui control strict asupra lichidității de pe piața monetară. În luna mai, ele au consemnat doar o ușoară ajustare descendentă și exclusiv pe maturitățile de 3 și 6 luni, iar în iunie au rămas practic neschimbate, plasându-se astfel la finele intervalului la valori apropiate celor prevalente în a doua jumătate a trimestrului I. Drept consecință, mediile lor trimestriale s-au majorat față de cele din primul trimestru din 2019, cu 0,19 puncte procentuale în cazul ROBOR 3M (la 3,29 la sută – maxim al ultimilor aproximativ șase ani) și cu 0,08 puncte procentuale, respectiv 0,04 puncte procentuale în cazul termenelor de 6 luni și 12 luni, la 3,39 la sută, respectiv 3,54 la sută (Grafic 3.2).

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



Pe piața titlurilor de stat, evoluțiile s-au corelat în prima lună a trimestrului II cu cele de pe segmentul monetar, pentru ca în a doua parte a intervalului să prevaleze efectele calmării îngrijorărilor legate de prevederile OUG nr. 114/2018 vizând sectorul financiar⁴⁷ și a unor incertitudini politice, precum și influențele creșterii apetitului pentru plasamente în monedele țărilor din regiune pe fondul așteptărilor privind o iminentă relaxare a politicii monetare de către BCE și Fed⁴⁸ (Grafic 3.3). Astfel, după creșterea înregistrată în aprilie⁴⁹ și relativa stabilitate manifestată pe parcursul celei mai mari părți a lunii următoare, cotațiile de referință de pe piața secundară⁵⁰ s-au înscris pe o traiectorie descendentă, prelungită până spre finele lunii iunie, având o pantă sensibil mai accentuată în cazul cotațiilor pe 5-10 ani, ale căror niveluri au atins minime ale ultimelor 12 luni⁵¹. În aceste condiții, valorile medii din luna iunie ale cotațiilor au scăzut față de cele din ultima lună a trimestrului I în cazul

maturității de 10 ani (-0,19 puncte procentuale, până la 4,56 la sută) și au cvasistagnat în cazul celei de 5 ani, crescând însă ușor (cu până la 0,09 puncte procentuale) pe

⁴⁷ În condițiile revizuirii configurației taxei pe activele financiare ale instituțiilor de credit și ale revizuirii reglementărilor vizând fondurile de pensii administrate privat.

⁴⁸ În contextul reintensificării tensiunilor comerciale și al sporirii preocupărilor investitorilor privind perspectiva creșterii economice globale.

⁴⁹ Implicând revenirea cotațiilor de referință pe maturitățile de 6-12 luni, respectiv 10 ani, în apropierea vârfurilor atinse spre finele lunii ianuarie 2019.

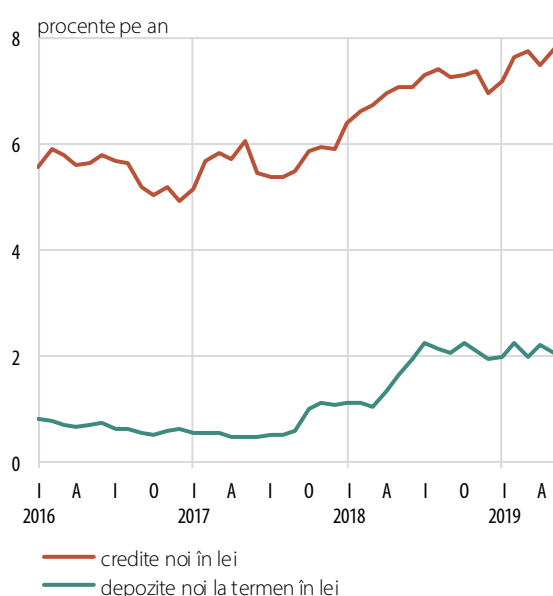
⁵⁰ Medii *bid-ask*.

⁵¹ La finele lunii iunie, acestea au consemnat totuși o ajustare crescătoare, posibil în contextul adoptării în Parlament a legii pensiilor.

termenele de 6-12 luni, context în care curba randamentelor s-a aplatizat considerabil, după ce în precedentele două trimestre își accentuase panta ascendentă.

Și pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate s-au majorat în aprilie (cu până la 0,26 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 7 ani), dar au scăzut într-o măsură mai mare în iunie⁵² (cu până la 0,48 puncte procentuale, pe aceeași scadență), revenind astfel la niveluri similare sau chiar inferioare celor din ultima lună a trimestrului precedent (4,29 la sută pe maturitatea de 5 ani, 4,24 la sută pe cea de 7 ani și 4,76 la sută pe cea de 10 ani). Revigorarea în mai și, îndeosebi, în iunie a interesului investitorilor pentru titlurile de stat este ilustrată și de creșterea raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor, la 2,1, respectiv 2,7 (față de 1,5 în aprilie) – chiar și în condițiile continuării majorării ofertei de titluri de stat de către MFP –, dar și de mărirea raportului dintre volumul acceptat și cel anunțat, la 120 la sută în mai și la 160 la sută în iunie (de la 90 la sută în aprilie)^{53,54}.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



În condițiile unui parcurs relativ fluctuant, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari și-a temperat creșterea pe ansamblul intervalului martie-mai 2019 (+0,12 puncte procentuale, până la 7,78 la sută), iar cea aferentă depozitelor noi la termen ale acestora s-a diminuat chiar, cu 0,18 puncte procentuale (la 2,07 la sută). Încetinirea avansului a fost mai pregnantă în cazul ratei medii a dobânzii la creditele populației (+0,06 puncte procentuale, până la 8,66 la sută); în plus, majorarea sa marginală s-a datorat exclusiv sporirii ponderii împrumuturilor noi pentru consum (al căror volum a atins în mai un maxim istoric), în timp ce atât rata medie a dobânzii aferentă acestora, cât și cea la creditele pentru locuințe au consemnat scăderi semnificative (îndeosebi în cazul împrumuturilor la rată variabilă a dobânzii), localizate cu precădere în luna mai și determinate cel mai probabil de intrarea în vigoare în această lună a indicelui de referință pentru creditele

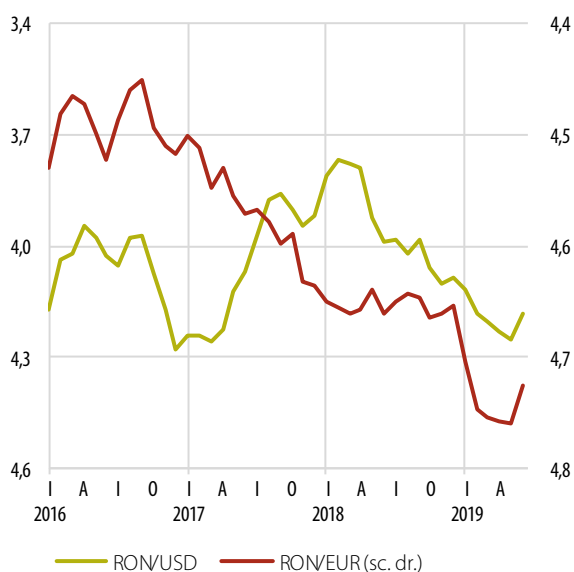
consumatorilor (IRCC). Rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a crescut ceva mai consistent (+0,18 puncte procentuale, până la 6,36 la sută), iar mișcarea s-a regăsit la nivelul ambelor categorii principale de împrumuturi (sub, respectiv, peste echivalentul a 1 milion de euro; Grafic 3.4). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen și-a reluat, însă într-un ritm mai lent, creșterea pe segmentul

⁵² Randamentele medii acceptate s-au menținut relative stabile în mai, cu excepția celor aferente înscrisurilor pe 5 ani, care au crescut cu 0,22 puncte procentuale.

⁵³ Astfel, pe ansamblul trimestrului, raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor a urcat la 2,1, de la 1,7 în precedentele trei luni, iar raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat s-a majorat la 124 la sută, de la 85 la sută. Totodată, scadența medie a titlurilor de stat emise s-a extins ușor față de cea din intervalul ianuarie-martie (la 5,8 ani, de la 5,5 ani).

⁵⁴ Totodată, MFP a lansat în trimestrul II noi emisiuni de titluri de stat destinate exclusiv populației, emițând în aprilie, mai și iunie înscrisuri în valoare totală de 793,5 miliarde lei, cu maturități cuprinse între 1 și 5 ani și rate ale dobânzilor cuprinse între 3,5 și 5,0 la sută. De asemenea, în mai au fost puse în circulație pe piața internă titluri de stat denumite în euro cu maturitate reziduală de 1,8 ani, respectiv 4,6 ani, în valoare de 229 milioane euro, respectiv 194 milioane euro, la randamente de 0,21 la sută, respectiv 0,84 la sută.

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



populației (+0,08 puncte procentuale, până la 1,70 la sută), dar a scăzut pe cel al societăților nefinanciare (-0,25 puncte procentuale, până la 2,24 la sută), în condițiile unor oscilații lunare, corelate cu evoluția cotațiilor pe termen mai scurt ale pieței monetare interbancare.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut cvasistabil în primele două luni ale trimestrului II pe palierul mai înalt pe care s-a plasat la începutul anului, pentru ca spre finele lunii mai și în primele zile din iunie să consemneze o corecție descendentă relativ abruptă – în sincron cu evoluțiile din regiune (Grafic 3.5).

Rata de schimb leu/euro și-a estompat fluctuațiile imediat după aprobarea configurației revizuite a taxei pe activele financiare ale instituțiilor de credit⁵⁵, iar în aprilie s-a cvasistabilizat doar ușor sub maximum istoric atins la începutul anului, într-un context caracterizat, pe de o parte, prin accelerarea inflației și adâncirii deficitului balanței comerciale și al contului curent, iar, pe de altă parte, prin înăsprirea condițiilor de pe piața monetară și ameliorarea sentimentului pieței financiare internaționale, în principal pe fondul atenuării temporare a temerilor privind încetinirea economiei globale. Mersul aproape liniar al raportului leu/euro s-a prelungit și de-a lungul celei mai mari părți a lunii mai, în condițiile influențelor venind din controlul strict al lichidității de pe piața monetară exercitat de banca centrală, dar și din continuarea deteriorării poziției externe a economiei și din reamplificarea aversiunii globale față de risc, sub impactul reescaladării conflictului comercial⁵⁶ (Tabel 3.1). Cele din urmă au fost receptate mai pregnant de cursurile de schimb

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	5 luni 2018			5 luni 2019		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	1 710	3 787	-2 077	2 803	4 184	-1 381
Investiții directe	641	2 263	-1 622	1 232	2 717	-1 485
Investiții de portofoliu	147	1 673	-1 525	958	1 487	-529
Derivate financiare	x	x	70	x	x	-14
Alte investiții – numerar și depozite	1 519	-148	1 667	1 106	-20	1 126
– împrumuturi	556	-450	1 006	65	-621	686
– altele	32	-1 352	1 384	-138	-1 046	908
Active de rezervă ale BNR (net)	931	1 654	-723	1 179	1 647	-468
	-667	0	-667	-479	0	-479

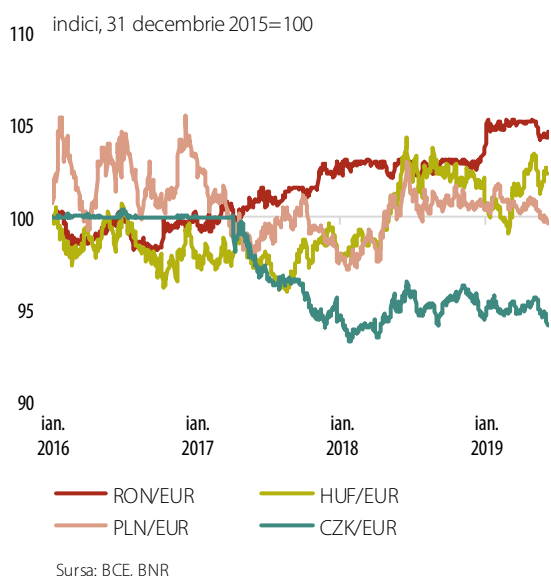
*) „+” creștere/„-” scădere

ale principalelor monede din regiune, care s-au înscris în debutul intervalului și s-au menținut apoi pe o traiectorie crescătoare.

⁵⁵ Conform OUG nr. 19/2019, aprobată de Guvern în data de 29 martie.

⁵⁶ În data de 5 mai, președintele SUA a anunțat majorarea de la 10 la sută la 25 la sută a taxelor vamale aplicate unor importuri din China în valoare de 200 miliarde dolari SUA – măsura fiind implementată pe 10 mai –, precum și instituirea în viitorul apropiat a unei taxe de 25 la sută asupra unor importuri în valoare de 325 miliarde dolari SUA, cuprinzând în esență toate bunurile importate din China netaxate încă. Ca răspuns, China a anunțat pe 13 mai majorarea taxelor la importuri din SUA în valoare de 60 miliarde dolari SUA.

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



La finalul lunii mai și în primele zile din iunie, cursul de schimb leu/euro a suferit însă o corecție descrescătoare relativ abruptă, în sincron cu ratele de schimb ale celorlalte monede din Europa Centrală și de Est, iar apoi a rămas la nivelurile mai joase astfel atinse, în contextul așteptărilor investitorilor și al semnalelor date de Fed și BCE privind o iminentă relaxare a conduitei politicii monetare⁵⁷, de natură să sporească atractivitatea plasamentelor pe piețele din regiune⁵⁸ (Grafic 3.6).

În intervalul aprilie-iunie, tranzacțiile de pe piața valutară interbancară au continuat să se soldeze cu un deficit, a cărui amplitudine s-a restrâns după majorarea consistentă din precedentele trei luni, dar în condițiile unei creșteri considerabile a cererii nete de valută a rezidenților, până la maximum ultimelor cinci trimestre.

Pe ansamblul trimestrului II, leul s-a apreciat în raport cu euro cu 0,6 la sută în termeni nominali⁵⁹ și cu 1,4 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 0,5 la sută în termeni nominali și cu 1,3 la sută în termeni reali, în condițiile în care moneda americană nu și-a modificat semnificativ valoarea în raport cu euro pe piețele internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a sporit deprecierea nominală față de euro, dar și-a diminuat-o față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală⁶⁰ a masei monetare a fost în creștere ușoară pe ansamblul intervalului aprilie-mai 2019, în premieră pentru ultimele cinci trimestre (9,5 la sută, de la 9,3 la sută în trimestrul I; Tabel 3.2)⁶¹, devenind însă mai oscilantă în condițiile în care în aprilie s-a mărit semnificativ – pe seama execuției bugetare și a utilizării fondurilor

⁵⁷ Pe 6 iunie, BCE a ajustat *forward guidance*-ul privind ratele dobânzilor reprezentative, extinzând orizontul până la care intenționează să le mențină la nivelurile curente (cel puțin la jumătatea anului 2020), iar ulterior președintele Draghi a arătat că, în absența unei îmbunătățiri a perspectivei economiei, va fi necesar un stimulent monetar suplimentar. Totodată, la începutul lunii iunie, oficialii Fed au declarat că o eventuală escaladare a războiului comercial ar putea determina banca centrală să acționeze pentru a diminua impactul acestuia asupra economiei americane, iar în comunicarea deciziei de politică monetară din 19 iunie Fed a arătat că, având în vedere creșterea incertitudinilor privind perspectiva activității economice și a inflației, precum și absența presiunilor inflaționiste, va monitoriza îndeaproape implicațiile viitoarelor informații asupra evoluțiilor economice și va acționa în mod corespunzător pentru a susține expansiunea economică, în condițiile unui caracter robust al pieței muncii și ale plăsării ratei anuale a inflației în apropierea obiectivului de 2 la sută.

⁵⁸ Inclusiv în condițiile în care datele privind creșterea economică în trimestrul I publicate în acest interval au relevat reziliența economiilor din Europa Centrală și de Est față de tendința de încetinire a economiei zonei euro (avansul economic depășind așteptările în România, Polonia și Ungaria și confirmându-le în Cehia).

⁵⁹ Aprecieri față de moneda euro au mai consemnat coroana cehă (0,3 la sută) și zlotul (0,8 la sută), în timp ce forintul s-a depreciat cu 2,1 la sută.

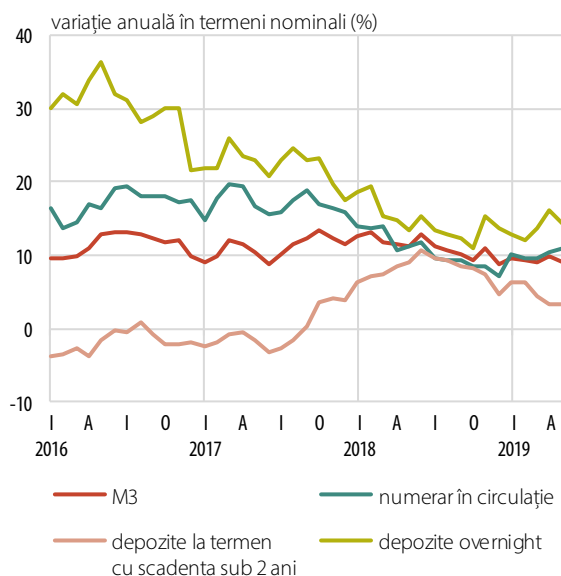
⁶⁰ În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁶¹ În termeni reali, variația medie anuală a M3 și-a prelungit însă tendința de scădere, ajungând la 5,2 la sută în primele două luni ale trimestrului II, de la 5,4 la sută în trimestrul I 2019.

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

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

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



europene⁶² – dar a consemnat o scădere comparabilă ca amplitudine în luna următoare, pe fondul restrângerii în termeni anuali a sumelor alocate de la bugetul de stat în contul fondurilor europene, precum și al reamplificării dinamicii portofoliului de instrumente financiare alternative în lei al entităților nebancale în raport cu anul anterior (titluri de stat)⁶³.

Avansul de ritm al M3 s-a datorat exclusiv accelerării creșterii masei monetare în sens restrâns (la un vârf al ultimelor cinci trimestre), determinată în principal de evoluția depozitelor ON aparținând populației și societăților nefinanciare și, în mai mică măsură, de variația anuală a numerarului în circulație, care a ajuns în mai la un maxim al ultimelor 11 luni (Grafic 3.7). În schimb, dinamica depozitelor la termen sub doi ani și-a continuat scăderea (atingând minimul ultimelor șapte trimestre), cu precădere pe seama plasamentelor populației, a căror pierdere de ritm pe ansamblul perioadei s-a regăsit, deopotrivă, la nivelul depozitelor în lei (inclusiv pe fondul prelungirii creșterii plasamentelor în titluri de stat⁶⁴ și al menținerii ratelor dobânzilor aferente depozitelor noi la termen la valori ușor inferioare celor atinse la finele anului trecut) și pe segmentul celor în valută. În cazul depozitelor similare ale societăților nefinanciare, scăderea de dinamică anuală (la minimul ultimilor doi ani) s-a datorat însă exclusiv componentei în valută, cea în lei stopându-și trendul descendent. În acest context, ponderea M1 în M3 a continuat să se mărească, ajungând la 62 la sută în aprilie – un nou

nivel record al perioadei post-noiembrie 1994.

Analiza din perspectiva structurii pe deținători a masei monetare relevă reaccelerarea dinamicii depozitelor totale incluse în M3 ale societăților nefinanciare, pe seama unei creșteri mai pregnante de ritm în aprilie, succedată de o relativă temperare în mai – ambele evoluții fiind asociate modificărilor de dinamică anuală a cheltuielilor bugetare cu subvențiile, precum și a plăților aferente unor categorii de obligații fiscale, cărora li s-a adăugat în a doua lună a trimestrului plățile de dividende efectuate de către unele companii. În schimb, creșterea plasamentelor similare ale populației a încetinit marginal, în condițiile în care avansul de ritm consemnat în aprilie – în corelație cu majorarea dinamicii unor categorii de venituri (salarii, venituri de natură

⁶² Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

⁶³ În luna mai, ritmul de creștere anuală a titlurilor de stat în lei deținute de companii și populație (inclusiv cele destinate exclusiv persoanelor fizice) s-a majorat față de luna anterioară, situându-se ușor sub maximum post-iunie 2015, înregistrat în luna martie 2019.

⁶⁴ În perioada aprilie-mai 2019, MFP a emis titluri de stat destinate exclusiv populației în valoare totală de 562,4 milioane lei.

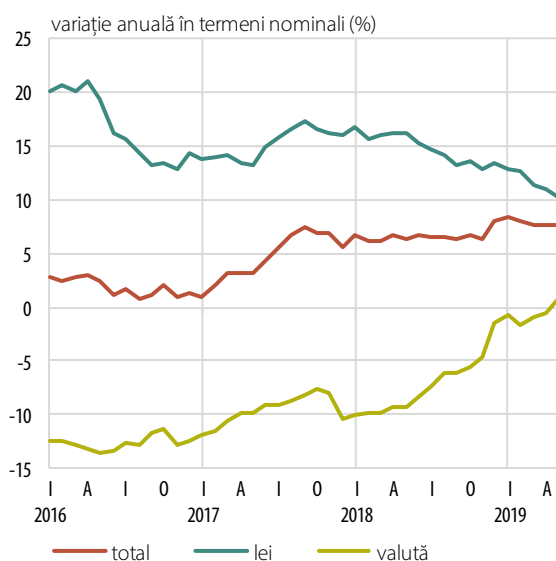
socială⁶⁵, fonduri europene⁶⁶), dar și cu ajungerea la scadență a unui volum semnificativ de titluri de stat aflate în portofoliul acestui sector⁶⁷ – a fost urmat de o decelerare, în contextul încetirii creșterii plăților în contul fondurilor europene, precum și al realocării unor sume mai mari către plasamente în titluri de stat.

La nivelul contrapartidelor M3, creșterea dinamicii sale anuale medii a reflectat în principal: (i) accentuarea pe ansamblul celor două luni a contracției depozitelor în lei ale administrației publice centrale, (ii) majorarea semnificativă în luna aprilie a variației activelor externe nete ale sistemului bancar⁶⁸, concomitent însă cu sporirea dinamicii depozitelor în valută ale administrației publice centrale, și, într-o mai mică măsură, (iii) reducerea avansului pasivelor financiare pe termen lung⁶⁹. Efecte contracționiste au decurs cu precădere din scăderea variației anuale a creditului guvernamental.

Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a stopat descreșterea, menținându-se relativ neschimbată în aprilie și mai, la 7,6 la sută, respectiv 7,7 la sută; pe ansamblul celor două luni, ea a încetinit foarte ușor în raport cu maximum ultimilor

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



șapte ani înregistrat în trimestrul precedent, de 8,0 la sută (Grafic 3.8). Evoluția a reflectat mișcări de sens opus ale dinamicii componentelor. Astfel, creșterea anuală a creditului în lei a rămas pe palierul de două cifre, dar a continuat să decelereze lent (atingând un minim al ultimilor aproximativ patru ani), în condițiile în care reamplificarea în termeni anuali a creditelor noi și declinul volumului creditelor neperformante externalizate din bilanțul instituțiilor de credit au fost contrabalansate ca efect de scăderea dinamicii împrumuturilor acordate pe descoperit de cont și reînnoibile automat, respectiv prin intermediul cardurilor, precum și de probabila accelerare a rambursărilor de datorie. Componenta în valută (exprimată în euro) a continuat în schimb să își mărească dinamica anuală, care a reintrat astfel marginal în teritoriul pozitiv după aproximativ șapte ani, exclusiv pe seama evoluțiilor de pe segmentul societăților nefinanciare; acestea au reflectat accelerarea creșterii pe ansamblul perioadei

a împrumuturilor acordate prin intermediul liniilor de credit, precum și scăderea impactului creditelor externalizate din bilanțul băncilor. Ponderea în total a împrumuturilor în lei și-a prelungit totuși tendința ascendentă, ajungând la 66,2 la sută în mai – recordul post-iulie 1996.

⁶⁵ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

⁶⁶ Conform datelor privind cheltuielile din bugetul general consolidat aferente proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile, precum și datelor AFIR privind plățile efectuate din fondurile europene pentru agricultură. Defalcarea acestor sume pe categorii de destinații nu este posibilă.

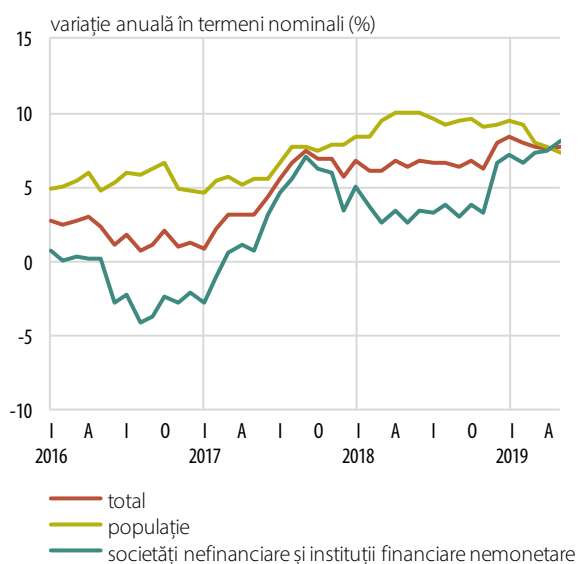
⁶⁷ La finele lunii aprilie au ajuns la maturitate obligațiuni de stat în valoare de 8,8 miliarde lei.

⁶⁸ În condițiile în care în luna aprilie MFP a emis pe piața externă obligațiuni în valoare de 3 miliarde euro.

⁶⁹ Poziția include conturile de capital.

Și la nivelul sectoarelor instituționale evoluțiile au fost divergente. Astfel, dinamica anuală a creditului acordat societăților nefinanciare a continuat să se mărească pe ansamblul perioadei, ea atingând în mai un nou record post-august 2012. *Pattern*-ul a fost imprimat și de această dată de variația anuală a componentei în valută (exprimată în euro), care a rămas relativ neschimbată în aprilie⁷⁰, pentru ca în mai să urce consistent (maximul post-decembrie 2010), preponderent pe seama creditelor noi, dar și a creditelor acordate pe descoperit de cont și reînnoibile automat. Componenta în lei a continuat însă să își reducă avansul anual – redresarea marginală de ritm din aprilie fiind urmată de o nouă încetinire – sub influența scăderii variației împrumuturilor noi, parțial compensată de scăderea contribuției negative a creditelor scoase în afara bilanțurilor instituțiilor de credit.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Creșterea anuală a creditului acordat populației și-a prelungit în schimb evoluția descendentă, atingând un minim al ultimilor șapte trimestre (Grafic 3.9). Decelerarea a fost determinată de componenta în lei, al cărei ritm a rămas pe palierul de două cifre, dar s-a redus, atât pe seama creditului pentru locuințe – influențat ca dinamică și de continuarea scăderii aportului împrumuturilor acordate prin programul „Prima casă”⁷¹ –, cât și pe cea a creditelor pentru consum. Dinamica celor din urmă s-a reamplificat în luna mai în condițiile majorării la un nivel record a volumului împrumuturilor noi, dar s-a redus semnificativ pe ansamblul perioadei aprilie-mai față de trimestrul I, în principal datorită efectului de bază asociat includerii în anul anterior în bilanțul monetar agregat a unei noi instituții de credit⁷². Creditul în valută acordat populației (exprimat în euro) și-a menținut însă constant ritmul contracției anuale.

⁷⁰ Scăderea volumului creditelor neperformante externalizate din bilanțul băncilor fiind compensată în mare parte ca efect de încetinirea dinamicii creditelor noi și a finanțării acordate pe descoperit de cont și reînnoibile automat.

⁷¹ Pe baza datelor de la CRC privind creditele acordate cu garanția statului, asociate programului „Prima casă”.

⁷² În martie 2018 a început să activeze pe piața locală BNP Paribas Personal Finance Paris Sucursala București, care a fuzionat cu Cetelem IFN.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 4,2 la sută la finele anului curent, 3,4 la sută în decembrie 2020 și 3,3 la sută la orizontul proiecției, respectiv trimestrul II 2021. Față de *Raportul* precedent, proiecția curentă s-a modificat doar pentru finele anului viitor (+0,1 puncte procentuale). Șocurile nefavorabile din prima parte a anului contribuie substanțial la persistența anticipată a ratei inflației IPC până la sfârșitul anului curent la valori situate deasupra limitei superioare a benzii de variație din jurul țintei. Acestor șocuri neanticipate li se adaugă amplificarea presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali, reflectați preponderent de dinamica inflației de bază. Anticipațiile privind inflația vor persista deasupra benzii de variație din jurul țintei centrale până la finele anului curent, revenind ulterior în interiorul intervalului asociat acesteia. Concomitent, rata anuală a inflației IPC va reveni în jumătatea superioară a intervalului țintei în trimestrul I 2020, ca urmare a eliminării din baza de calcul a indicatorului a impactului șocurilor inflaționiste înregistrate în urmă cu un an. În același interval, tot pe fondul unor efecte de bază, asociate disipării influențelor aferente creșterii tarifelor la serviciile de telecomunicații din prima parte a anului 2019, inflația CORE2 ajustat este proiectată în ușoară atenuare. Ulterior, rata anuală a inflației de bază se va stabiliza la valori situate marginal peste limita superioară a intervalului țintei, atingând nivelul de 3,6 la sută atât la sfârșitul anului viitor, cât și la orizontul proiecției. Impactul temperării anticipațiilor inflaționiste la acest orizont este prevăzut a fi contrabalansat de menținerea excesului de cerere și intensificarea ușoară a presiunilor inflaționiste provenite din partea prețurilor bunurilor din import, sub impactul creșterii graduale a inflației externe. 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, cu precădere pe seama influenței factorilor interni.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe⁷³

Pe parcursul intervalului de prognoză cererea externă, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), este anticipată a consemna dinamici anuale în jurul valorii de 1,5 la sută (Tabel 4.1), sub nivelul înregistrat în 2018 (de 2,1 la sută) și ușor mai reduse decât cele prevăzute în *Raportul* anterior. Această revizuire este determinată în principal de performanța slabă a sectorului prelucrător, pe fondul escaladării tensiunilor comerciale și al incertitudinilor crescute, ambii factori

⁷³ 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 (%)	1,5	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)	1,3	1,4
Inflația anuală, exclusiv produse energetice, din zona euro (%)	1,2	1,5
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,8	2,1
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,3	-0,4
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,13	1,16
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	64,7	61,7

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

deteriorând și mai mult activitatea la nivel global. Performanța economică peste așteptări din trimestrul I 2019, manifestată pe fondul unor factori de natură conjuncturală (creșterea stocurilor în Marea Britanie în contextul apropierei datei inițiale a *Brexit*, iarna blândă care a favorizat sectorul construcțiilor – în special în Germania – și redresarea sectorului auto), este de așteptat a-și pierde din impuls în următoarele perioade. Pe termen mediu însă, activitatea economică va fi sprijinită în continuare de politica monetară persistent acomodativă a BCE, de consumul privat solid (susținut de măsurile fiscale și de dinamica veniturilor reale) și de investițiile din mediul de afaceri. *Gap*-ul PIB UE efectiv, indicator ce reflectă

componenta ciclică a activității economice a principalilor parteneri comerciali externi ai României, este anticipat a persista la valori pozitive, având un impact stimulativ la adresa economiei românești.

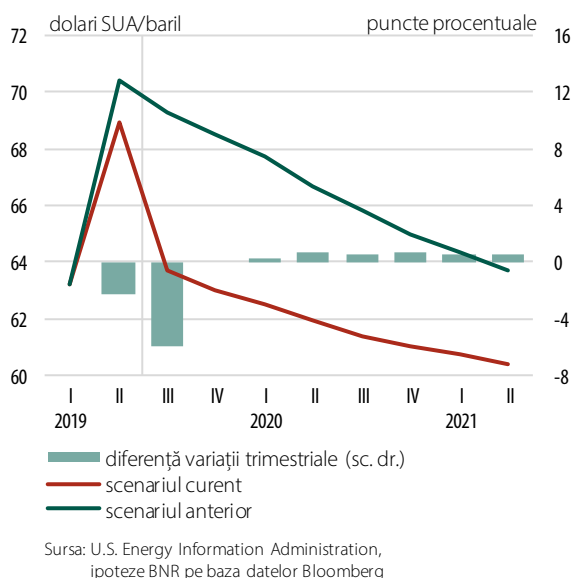
Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată a se plasa în continuare sub nivelul reper de 2 la sută (ținta implicită de inflație urmărită de BCE), în pofida majorărilor ce au avut loc la nivelul costurilor salariale ale firmelor, acestea acceptând acomodarea lor pe seama marjelor de profit (atât pe fondul unei cereri persistent scăzute și al incertitudinilor crescute cu care acestea se confruntă, cât și sub influența unor presiuni inflaționiste reduse din partea prețurilor produselor energetice). 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 1,5 la sută în 2020 (nivel revizuit marginal în jos comparativ cu *Raportul* anterior, pe fondul încetinirii mai accentuate decât se anticipa anterior a activității economice de la nivelul zonei euro). 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 BCE⁷⁴, 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 persista în teritoriul negativ pe întregul interval de prognoză.

Prognoza cursului de schimb EUR/USD indică o ușoară apreciere a monedei europene pe tot intervalul proiecției, atingând nivelul de 1,17 USD/EUR la orizontul acesteia, de la valoarea consemnată în trimestrul II 2019 de 1,12 USD/EUR. Traiectoria celor două monede este însă marcată de un grad ridicat de incertitudine, date fiind evoluțiile oscilante ale celor două valute și orientările politicilor monetare din cele două zone economice.

⁷⁴ În ședința din 6 iunie 2019, Consiliul Guvernatorilor al BCE a hotărât menținerea nivelurilor ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE cel puțin până în prima jumătate a anului 2020 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. De asemenea, s-a stabilit modalitatea tehnică de implementare a deciziei de politică monetară privind noua serie de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (TLTRO III).

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 plasarea pe o traiectorie în ușoară scădere pe tot intervalul prognozei, situându-se la finele acestuia în jurul nivelului de 60 dolari SUA/baril (Grafic 4.1). Traiectoria se plasează sub cea anticipată anterior, pe fondul unei creșteri economice globale mai reduse, în contextul tensiunilor comerciale. Evoluția este însă marcată de incertitudini ample, reflectate și în revizuirea traiectoriilor cotațiilor *futures* din rundele succesive de prognoză. Dinamicile viitoare ale prețului petrolului sunt condiționate atât de factori aferenți ofertei (extinderea reducerii producției de petrol de către țările OPEC+, tensiuni geopolitice, incertitudini referitoare la rutele de aprovizionare cu petrol din zona Golfului Oman și a Golfului Persic, creșterea producției de petrol și gaze de șist în SUA), cât și ai cererii (tensiunile comerciale dintre SUA și China, o creștere economică globală

trenantă ce poate afecta consumul de energie).

1.2. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 4,2 la sută la finele anului curent, 3,4 la sută în decembrie 2020 și 3,3 la sută la orizontul proiecției, respectiv trimestrul II 2021 (Tabel 4.2, Grafic 4.2). Sub impactul șocurilor nefavorabile din prima parte a anului, indicatorul este anticipat să se mențină în afara intervalului țintei centrale și pe

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2019		2020				2021	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	3,7	4,2	3,2	3,2	3,2	3,4	3,3	3,3
Proiecție IPC*	3,3	3,8	3,1	3,0	3,0	3,1	3,0	2,9

*) calculat la taxe constante

parcursul semestrului II 2019⁷⁵. Ulterior, rata anuală a inflației va coborî în jumătatea superioară a intervalului țintei în trimestrul I 2020, ca urmare a dispărării influenței șocurilor inflaționiste înregistrate în urmă cu un an. Valorile anticipate pentru restul intervalului de prognoză se plasează pe o traiectorie relativ stabilă.

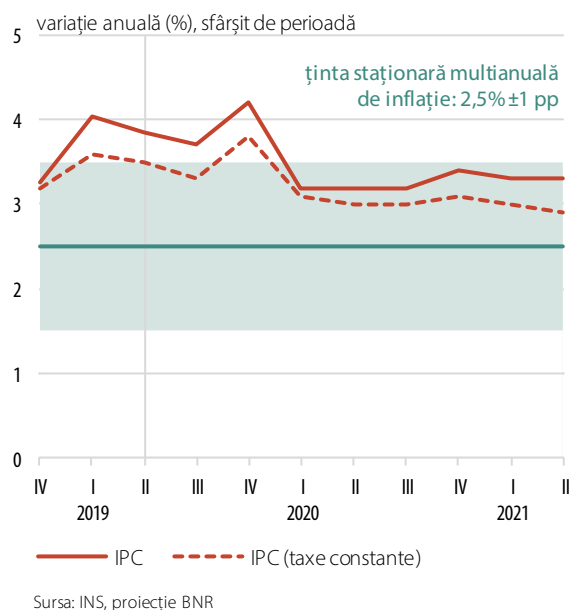
Rata anuală a inflației la taxe constante este evaluată la niveluri inferioare indicatorului *headline* pe tot intervalul de prognoză, contribuția estimată a

modificării impozitelor indirecte⁷⁶ fiind de 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, 0,3 puncte procentuale la finele celui viitor și 0,4 puncte procentuale la orizontul proiecției. Rata medie anuală a inflației IPC, indicator mai persistent, se va reduce până în trimestrul III 2019, când este anticipată să atingă 3,8 la sută, va rămâne

⁷⁵ Vor fi consemnate și fluctuații tranzitorii pe termen scurt, inclusiv cu depășiri probabile ale nivelului de 4 la sută, pe fondul unor evoluții de sens opus ale componentelor exogene ale inflației (scumpirea produselor din tutun, reducerea prețului gazelor naturale) și al influențelor sezoniere specifice (în cazul prețurilor alimentare volatile). Fluctuațiile vor fi influențate și de manifestarea unor efecte de bază la finele anului curent, asociate unor șocuri favorabile de natura ofertei din ultima parte a anului 2018 (reduceri ale cotațiilor globale ale petrolului și ale prețurilor citricelor pe piețele de origine).

⁷⁶ În principal creșterea nivelului accizelor la produse din tutun și combustibili.

Grafic 4.2. Prognostul ratei inflației

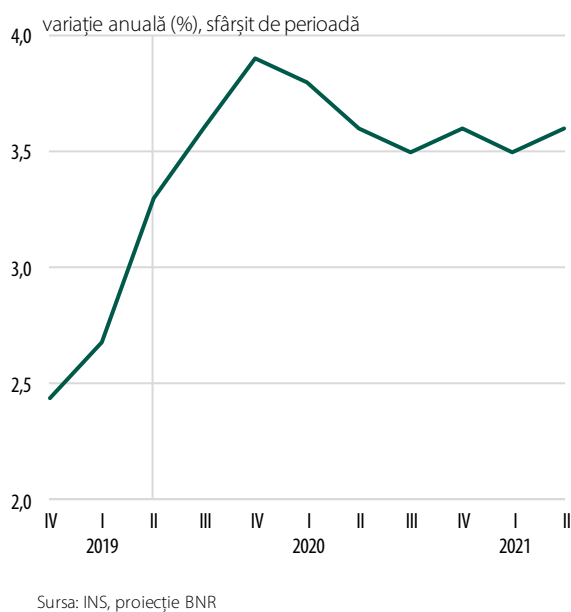


Tabel 4.3. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază

variație anuală (%), sfârșit de perioadă

	2019		2020				2021	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
CORE2 ajustat	3,6	3,9	3,8	3,6	3,5	3,6	3,5	3,6

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



în jurul acestui nivel aproximativ două trimestre, după care își va relua tendința de scădere, atingând 3,3 la sută atât la sfârșitul anului 2020, cât și la orizontul proiecției.

Comparativ cu *Raportul* precedent, rata anuală a inflației IPC este prognozată la o valoare similară la finele anului curent și mai ridicată cu 0,1 puncte procentuale în decembrie 2020. Pentru 2019, revizuirea în sus a proiecțiilor ratei inflației de bază și a dinamicii prețurilor produselor din tutun este contrabalansată de evoluțiile anticipate ale prețurilor combustibililor și ale celor administrate. Pentru 2020, reevaluarea este determinată în principal de revizuirea în sus a perspectivelor inflației de bază.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este anticipată a-și continua creșterea până la sfârșitul anului 2019, când va atinge un nivel maxim, de 3,9 la sută (Tabel 4.3, Grafic 4.3). La această evoluție contribuie atât creșterea unor tarife la serviciile de telecomunicații operate în prima parte a anului 2019, cât și amplificarea presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali, în principal excesul de cerere și anticipațiile inflaționiste. Acestea din urmă vor persista deasupra benzii de variație din jurul țintei centrale până la finele anului curent, revenind ulterior în interiorul intervalului țintei, dar menținându-se în jumătatea superioară a acestuia pe termen mediu. Presiuni inflaționiste suplimentare provin din partea șocului negativ de ofertă la nivel global asociat epidemiei de pestă porcină din China. În prima parte a anului 2020 inflația de bază este proiectată în ușoară atenuare în principal pe fondul dispărării influențelor asociate creșterii tarifelor la serviciile de telecomunicații din anul curent. Ulterior, rata anuală a inflației CORE2 ajustat se va stabiliza la valori situate marginal peste limita superioară a intervalului țintei, atingând nivelul de 3,6 la sută atât la sfârșitul anului viitor, cât și la orizontul proiecției. Impactul temperării anticipațiilor inflaționiste la acest orizont este prevăzut a fi contrabalansat de menținerea excesului de cerere și intensificarea ușoară a presiunilor inflaționiste provenite din partea prețurilor bunurilor din import, sub impactul creșterii graduale a inflației externe.

Comparativ cu *Raportul* din mai 2019, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale atât pentru sfârșitul anului curent, cât și pentru finele celui viitor. Revizuirea a fost indusă de re poziționarea anticipațiilor inflaționiste la valori mai ridicate pe tot intervalul proiecției, concomitent cu unele presiuni inflaționiste de mai mare amploare asociate cererii agregate. Influența acestor factori este contrabalansată doar parțial de impactul mai redus decât se anticipa al scumpirii serviciilor de telecomunicații și de reevaluarea în sens descendent a ratei anuale a inflației IAPC din zona euro, exclusiv produse energetice, cu impact relativ mai favorabil asupra prețurilor bunurilor din import.

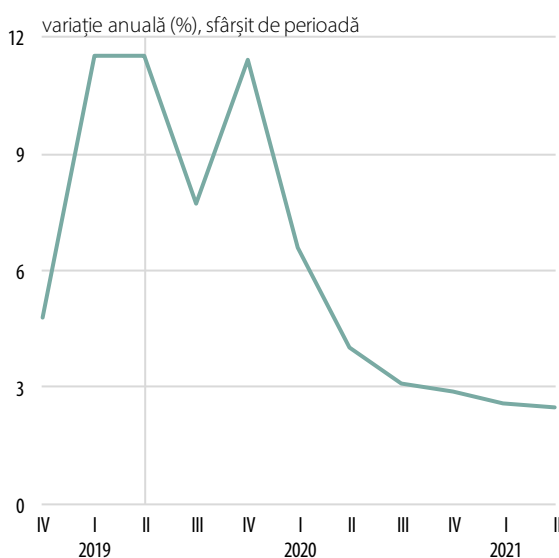
Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2019	2020
Prețuri administrate	0,2	0,4
Combustibili	0,4	0,2
Prețuri LFO	0,7	0,2
CORE2 ajustat	2,4	2,2
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,5	0,3

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

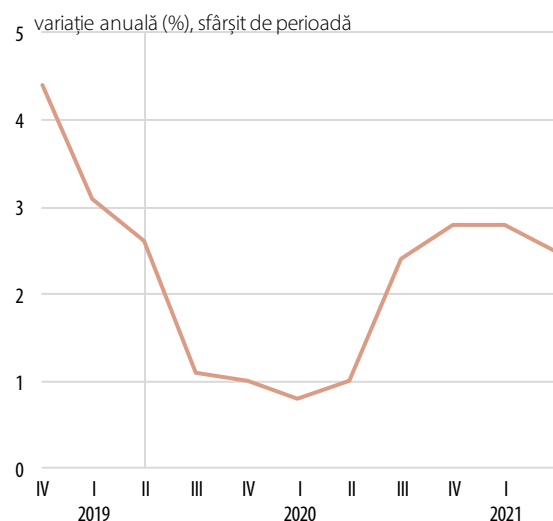
Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,7 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (valoare revizuită marginal descendent cu 0,1 puncte procentuale față de *Raportul* anterior) și de 1,1 puncte procentuale la finele celui viitor (nivel similar celui proiectat în runda precedentă) (Tabel 4.4).

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate

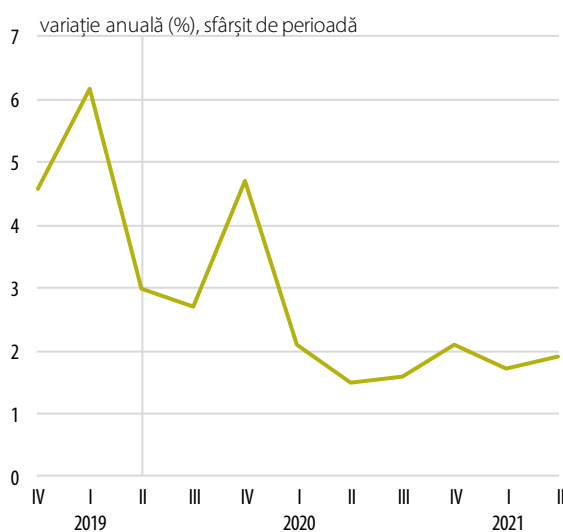


Sursa: INS, proiecție BNR

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 11,4 la sută la finele anului curent și de 2,9 la sută la sfârșitul celui viitor, valori relativ similare celor din *Raportul* anterior (Grafic 4.4). Traectoria acestora este configurată de creșterile de amploare care au avut loc la începutul anului curent pe plan european (în contextul condițiilor meteorologice nefavorabile) și de ipoteza înregistrării unei recolte agricole normale în 2020 cu efect de atenuare a presiunilor inflaționiste asociate acestei componente la acest orizont.

Traectoria prețurilor administrate prevede creșteri anuale de 1 la sută și 2,8 la sută la finele anului 2019 și, respectiv, finalul celui viitor (Grafic 4.5). Comparativ cu *Raportul* anterior, proiecția pentru sfârșitul anului curent a fost ajustată în jos cu 0,9 puncte procentuale, în principal pe seama reducerii prețurilor gazelor naturale furnizate în regim reglementat clienților casnici⁷⁷. Pentru finele anului viitor nivelul proiectat este similar celui prognozat în runda precedentă, în absența unor noi informații relevante pentru acest orizont de timp.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este preconizată să atingă 4,7 la sută la finele anului curent, nivel revizuit în sens descendent cu 1,7 puncte procentuale, și 2,1 la sută la sfârșitul celui viitor, valoare reevaluată în sens ascendent cu 0,4 puncte procentuale (Grafic 4.6). Evoluția inflației acestei grupe este influențată de plasarea dinamicii anuale a prețului petrolului la valori negative pe tot intervalul de prognoză (însă aceasta este marcată de incertitudini ample), de proiectarea unui curs de schimb al monedei europene în apreciere față de dolarul american, cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra prețurilor în lei ale acestei categorii de produse.

Scenariul de evoluție a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice prevede dinamici anuale de 6,7 la sută și 4,2 la sută la finele anului curent și, respectiv, sfârșitul celui viitor. Evoluția

acestora este influențată de majorarea, neanticipată în runda anterioară de prognoză, din luna iulie a anului curent cu 50 de bani a prețului la țigări (prognoza fiind revizuită în sens ascendent cu 2,4 puncte procentuale pentru finele anului 2019). În configurarea scenariului a fost considerat și comportamentul istoric al operatorilor economici din acest domeniu privind ajustarea prețului final în urma aplicării modificărilor din legislația fiscală.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁷⁸

Deviația PIB

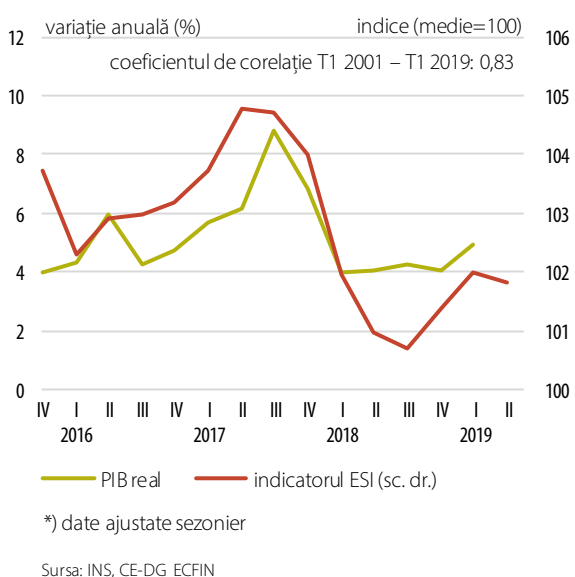
În primul trimestru al anului curent, PIB real a consemnat o reamplificare a variației trimestriale (plasată la 1,3 la sută, cu 0,3 puncte procentuale peste cea din trimestrul IV 2018), imprimând ritmului anual o accelerare mai consistentă decât cea anticipată,

⁷⁷ În urma ședinței din data de 24 iunie 2019, Comitetul de reglementare al ANRE a decis aprobarea prețurilor pentru furnizarea reglementată a gazelor naturale la clienții casnici, principala componentă afectată fiind prețul de vânzare a gazelor naturale de către producătorii interni, care a fost plafonat la 68 lei/MWh. Efectele reglementării care a stat la baza ajustării realizate de ANRE nu au fost incluse în întregime în proiecția anterioară, dat fiind gradul ridicat de incertitudine aferent prevederilor OUG nr. 114/2018, modificată prin OUG nr. 19/2019. Pentru mai multe detalii a se consulta Comunicatul ANRE din data de 24 iunie 2019, disponibil la adresa: <https://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-24-06-2019-privind-preturile-pentru-furnizarea-reglementata-a-gazelor-naturale-la-clientii-casnici>.

⁷⁸ 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.

până la valoarea de 5 la sută⁷⁹. Avansul trimestrial al PIB a reflectat rolul în continuare determinant al consumului, precum și un nou aport pozitiv din partea FBCF (însă mai redus comparativ cu valorile înregistrate în a doua jumătate a anului precedent). În același timp, exporturile nete au avut o contribuție negativă, în atenuare față de cea din trimestrul anterior, în condițiile unei dinamici trimestriale a exporturilor ușor superioară celei aferente importurilor⁸⁰.

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



În următoarele două trimestre se anticipează continuarea creșterii trimestriale a PIB, însă cu ritmuri moderate comparativ cu trimestrul I 2019. Prognoza înglobează semnalele de temperare din partea unor indicatori cu frecvență înaltă precum producția industrială, volumul comerțului cu amănuntul sau câștigurile salariale nete în termeni reali (cu efecte asupra cererii interne), acestea din urmă manifestând în trimestrul I 2019 o creștere trimestrială notabilă. Alte indicii, cu caracter mixt, asupra perspectivelor PIB sunt aduse de indicatorul de încredere în economie⁸¹ – Grafic 4.7. Suplimentar, evoluția PIB în perioada analizată ar putea fi influențată de volatilitatea istorică notabilă a performanței sectorului agricol, fapt ce induce incertitudine în formularea prognozei. În structură, avansul trimestrial al PIB este evaluat să rămână determinat de cel al consumului. În paralel, FBCF este proiectată să-și mențină aportul pozitiv redus, iar exporturile nete de bunuri și servicii să exercite noi contribuții negative, în accentuare.

Pentru 2019, scenariul de bază al proiecției prevede o creștere anuală a PIB similară celei înregistrate în anul 2018, iar pentru anul viitor o ușoară decelerare a dinamicii, apropiindu-se gradual de cea potențială. Traectoria PIB rămâne marcată de incertitudine, alimentată, printre altele, de frecvența ridicată a modificărilor legislative, cu efecte pe termen lung asupra FBCF și implicit asupra PIB și a PIB potențial⁸², precum și de contribuția în perioadele recente relativ ridicată a variației stocurilor. Pe parcursul intervalului de prognoză, expansiunea economică este anticipată să rămână determinată de consumul final, într-o proporție apropiată de cea din anul 2018. După contracția înregistrată pe parcursul anului anterior, FBCF este proiectată să aibă un aport pozitiv, marcat însă de incertitudini ridicate asociate inclusiv modificărilor frecvente ale datelor istorice aferente componentei. Deși în

⁷⁹ Conform Comunicatului INS nr. 170 din 8 iulie 2019, PIB real a crescut cu 4,1 la sută în trimestrul IV 2018 față de același trimestru din anul 2017. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

⁸⁰ Pentru detalii privind evoluția recentă a activității economice, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

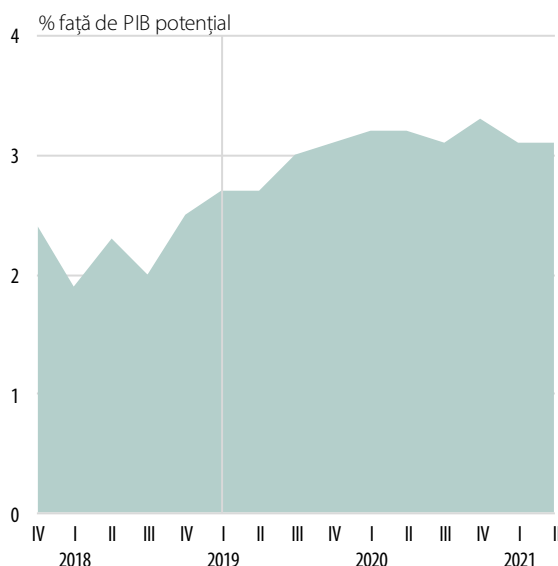
⁸¹ În structura indicatorului, pe parcursul trimestrului II 2019 componentele consumatori și construcții au înregistrat creșteri, iar industria, serviciile și comerțul evoluții de sens opus.

⁸² De exemplu, prevederile OUG nr. 114/2018, ulterior completată prin OUG nr. 19/2019, pot afecta planurile de investiții ale companiilor, cu precădere ale celor din domeniul energetic și cel al telecomunicațiilor. În acest sens, Caseta „Evoluția investițiilor în perioada recentă: câteva coordonate” din *Raportul asupra inflației*, ediția februarie 2019, estimează un rol inhibitor al incertitudinii și al nivelului îndatorării asupra acumulării de capital și, respectiv, deciziilor de demarare a proiectelor de investiții. Diverse surse cu potențial de generare a unor efecte adverse la adresa activității economice sunt detaliate în prezentul *Raport*, Capitolul 4, Secțiunea 1.4. Riscuri asociate proiecției.

ușoară atenuare, contribuția exportului net este prognozată să rămână negativă, pe fondul evoluției sistematic mai lente a exporturilor de bunuri și servicii relativ la dinamica importurilor. Pentru 2019, se configurează o nouă alocare substanțială către variația stocurilor, indusă în mare parte de efectul statistic de reportare (engl. *carry-over effect*) a impactului notabil din anul precedent, dificil de atribuit unor comportamente economice fără echivoc.

Dinamica anuală a PIB potențial este proiectată în ușoară accelerare, pe fondul acumulării robuste de capital, al menținerii impulsului ușor pozitiv al forței de muncă și, în acest context, al relativei redresări a productivității totale a factorilor (TFP). Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, traiectoria PIB potențial a fost reevaluată în sens ascendent, pe seama înglobării, în contribuțiile stocului de capital și ale TFP, a revizuirii favorabile atât a datelor istorice recente, cât și a perspectivelor privind FBCF. Se menține însă ipoteza unui avans plafonat al TFP pe intervalul de prognoză, reflectând deficiențe structurale ale economiei (alocarea modestă de resurse pentru inovație, infrastructura deficitară, gradul ridicat de neconcordanță între competențele cerute și cele oferite la angajare⁸³), la care se adaugă efecte adverse inerente incertitudinii generate de instabilitatea cadrului legislativ. Realizarea unor câștiguri de eficiență ar putea fi facilitată în contextul intensificării atragerii de fonduri UE structurale și de investiții⁸⁴ și, respectiv, a fluxului de investiții străine directe⁸⁵ (care pot fi însă afectate de perspectivele deteriorate de creștere economică

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

din principalele state de proveniență). Chiar și în condițiile menținerii tendințelor demografice pe o pantă nefavorabilă (îmbătrânirea populației, soldul negativ al migrației externe), aportul factorului muncă este anticipat să rămână ușor pozitiv, datorat preponderent evoluției crescătoare a ratei de activitate în paralel cu avansul economiei.

Deviația PIB de la nivelul potențial (Grafic 4.8) este proiectată să cunoască o creștere graduală în prima parte a intervalului de prognoză, urmată de o relativă aplatizare. Traiectoria reflectă: (i) accentuarea stimulilor asociați conduitei discreționare a politicii fiscale, pe baza majorărilor semnificative ale punctului de pensie⁸⁶; (ii) menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, însă în diminuare până la valori relativ neutre în a doua parte a intervalului de prognoză; (iii) persistența unei cereri externe efective excedentare, pe fondul

⁸³ 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.

⁸⁴ Conform *Balanței Financiare Nete* publicate de MFP, în primele șase luni ale anului 2019 intrările de fonduri structurale și de coeziune au cumulat 1,3 miliarde euro, valoare remarcabilă pentru această perioadă a anului în Cadru Financiar Multianual 2014-2020.

⁸⁵ Caseta „Impactul investițiilor străine directe în economia românească” din *Raportul anual BNR* pentru anul 2018 evidențiază contribuția semnificativă a firmelor cu capital străin la creșterea economică (inclusiv structurală), acestea fiind caracterizate de valori superioare ale productivității muncii, remunerării forței de muncă și ale intensității investiționale comparativ cu firmele locale.

⁸⁶ În septembrie 2019 (cu 15 la sută), septembrie 2020 (cu circa 40 la sută) și septembrie 2021 (cu aproximativ 6 la sută).

avansului acesteia cu ritmuri apropiate de cele potențiale, având impact stimulatv la adresa economiei românești. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea aferentă consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, în timp ce componenta ciclică a FBCF are un aport aproximativ nul. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor de bunuri și servicii sunt evaluate la valori pozitive, însă contribuția netă a acestora la deviația PIB rămâne negativă. Evaluarea magnitudinii *gap*-ului PIB și a componentelor acestuia este caracterizată de un grad de incertitudine notabil, ce reflectă volatilitatea ridicată a acestora, dar și frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, deviația proiectată a PIB are o magnitudine superioară, înglobând impactul mai stimulatv din partea condițiilor monetare în sens larg (indus de aportul crescut din partea ratelor reale ale dobânzilor) și a impulsului fiscal (în 2019, însă cu efecte persistente pe restul intervalului de prognoză).

Componentele cererii agregate

Consumul final și-a continuat temperarea dinamicii trimestriale până la 1 la sută în trimestrul I 2019, în principal pe fondul atenuării creșterii trimestriale a componentei aferente consumului individual efectiv al gospodăriilor populației. Pe termen scurt, se anticipează menținerea ritmurilor trimestriale de creștere la valori similare, alimentate de avansul venitului disponibil real, îmbunătățirea încrederii consumatorilor și de impactul, evaluat a rămâne stimulatv, al ratelor reale ale dobânzilor.

Pe parcursul intervalului de prognoză, consumul final va rămâne principalul determinant al creșterii economice, în condițiile anticipării unor contribuții pozitive reduse din partea FBCF și, respectiv, negative ale exporturilor nete (cu o ușoară diminuare a acestui ecart preconizată în cursul anului 2020). Dinamica proiectată a consumului final va fi susținută cu precădere de ritmurile de creștere robuste ale consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, alimentate de avansul venitului disponibil real. Acesta din urmă este prognozat a se menține la ritmuri anuale similare celui din anul precedent, pe seama componentei salariale și a transferurilor sociale implicate de etapele de majorare a punctului de pensie. Avansul salariilor va reflecta și nivelurile relativ ridicate ale gradului de tensionare a pieței forței de muncă, în contextul constrângerilor persistente ale factorilor structurali determinanți. Relevante sunt, pentru dinamica componentei salariale din anul curent, și creșterea nivelului salariului minim pe economie și, respectiv, majorările salariale din sectorul public, ambele operate la începutul anului 2019.

În trimestrul I 2019, FBCF a crescut cu 1,3 la sută comparativ cu cel anterior.

În termeni anuali dinamica FBCF a revenit în teritoriul pozitiv (plasându-se la 3,9 la sută, după trei trimestre consecutive caracterizate de valori negative). În continuare, pe termen scurt, FBCF este anticipată a manifesta un avans trimestrial apropiat celui din trimestrul I 2019. Prognoza reflectă, pe de o parte, redresarea sectorului construcții și menținerea încrederii în economie, iar pe de altă parte, evoluțiile mixte ale subcomponentelor producției industriale.

După contracția înregistrată pe parcursul anului 2018 (pe seama evoluției nefavorabile a componentei construcțiilor), formarea brută de capital fix este proiectată a-și redresa dinamica anuală, reflectând, pentru anul în curs, revirimentul componentei menționate. Traectoria este grevată de incertitudine, pe fondul: (i) frecvenței ridicate a modificărilor legislative, cu potențiale efecte nefavorabile asupra planurilor de investiții ale companiilor, (ii) conduitei discreționare a autorităților în privința cheltuielilor de investiții⁸⁷ (ce a implicat, în runde succesive, diminuarea alocărilor către această categorie), (iii) factorilor cu caracter structural precum calitatea deficitară a infrastructurii sau dificultățile întâmpinate în recrutarea salariaților cu abilități adecvate (în acest sens, remarcându-se industria auto) și (iv) structurii volatile și revizuirilor de amploare ale datelor publicate de INS în timp real. FBCF va beneficia totuși de noi investiții străine directe, al căror volum este însă condiționat de perspectivele de creștere economică din principalele state de proveniență și din România. Suplimentar, se adaugă efecte antrenante provenite din menținerea ipotezei de intensificare a absorbției fondurilor UE structurale și de investiții.

Exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a-și continua avansul pe intervalul de proiecție, dinamica menținându-se ridicată pe parcursul anului curent (reflectând avansul trimestrial notabil din primul trimestru, asociat însă unor factori conjuncturali⁸⁸), iar ulterior fiind estimată în decelerare. Evoluția anticipată a componentei are în vedere: (i) tracțiunea cererii externe efective pe întregul interval de prognoză, evaluată însă la valori ușor inferioare celei aferente anului 2018, (ii) reducerea competitivității prin preț, pe seama majorării costurilor unitare cu forța de muncă, în ritmuri însă în atenuare și, respectiv, (iii) o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum recuperarea lentă a decalajelor privind gradul de sofisticare în procesele de producție (cu efect direct asupra structurii valorii adăugate a produselor destinate piețelor externe) sau infrastructura deficitară. Dinamica anuală a componentei este proiectată a fi mai ridicată față de evaluarea din *Raportul asupra inflației* anterior, reflectând evoluția peste așteptări în trimestrul I 2019 (pe fondul unei impulsivități conjuncturale a activității din zona euro), la care se adaugă impactul mai favorabil al cursului de schimb real efectiv pe parcursul anului curent.

Creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a rămâne alertă pe parcursul anului curent și a se tempera ulterior, reflectând traectoria cererii interne și efectul de antrenare al exporturilor, aflat în atenuare în anul 2020. Dinamica importurilor este evaluată a se menține peste cea a exporturilor, ecartul fiind însă în diminuare. Astfel, exportul net nominal de bunuri și servicii este anticipat a imprima o contribuție negativă soldului contului curent al balanței de plăți, cu o intensitate în reducere în anul 2020.

În trimestrul I 2019, deficitul contului curent s-a situat la valori apropiate de 4,5 la sută din PIB nominal (date cumulate pe patru trimestre), reflectând deteriorarea deficitului

⁸⁷ Coordonatele Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2019-2021 (martie 2019) vizează creșterea în 2019 a ponderii în PIB a cheltuielilor de investiții derulate din fonduri publice cu aproximativ 1,3 puncte procentuale, iar pentru anul 2020 o diminuare cu 1 punct procentual. Pe parcursul anului 2018, indicatorul a înregistrat o creștere de aproximativ 0,5 puncte procentuale.

⁸⁸ În trimestrul I 2019 s-a înregistrat o impulsivitate a activității din zona euro, anticipată însă a nu se manifesta cu aceeași intensitate și în următoarele trimestre, în condițiile trenării activității economice în sectorul prelucrător (în particular a celui din Germania) și a incertitudinilor asociate tensiunilor comerciale, cu efecte adverse asupra cererii externe.

balanței bunurilor și serviciilor, doar parțial contrabalansată de reducerea impactului asociat veniturilor primare. Soldul negativ al contului curent este previzionat în accentuare în 2019, fiind de așteptat ca indicatorul de performanță stipulat de Comisia Europeană (calculat ca medie a valorilor pentru ultimii trei ani⁸⁹) să depășească nivelul reper de 4 la sută din PIB încă din anul curent, inclusiv în contextul plasării deficitelor din ultimii doi ani la valori ridicate. În anul 2020 se anticipează menținerea deficitului de cont curent ca pondere în PIB la o valoare similară celei din anul 2019. În plan regional, economia românească se remarcă prin accentuarea deficitului contului curent al balanței de plăți, pe seama soldului negativ al balanței comerciale (în deteriorare atât în relație cu state intra-UE, cât și extra-UE⁹⁰). Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a rămâne 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, magnitudinea dezechilibrelor externe și, respectiv, posibilele efecte adverse asupra investițiilor directe asociate încetirii activității economice a principalilor parteneri, dar și a celei din România. Pe de altă parte, un efect de contrabalansare parțială îl are ipoteza unei îmbunătățiri a absorbției de fonduri europene (preponderent fonduri structurale și de coeziune). Accentuarea deficitului de cont curent are potențialul de a acționa în sensul deteriorării echilibrelor macroeconomice, cu posibil impact 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 efectiv⁹¹ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁹².

Ratele nominale ale dobânzilor la depozitele noi la termen în lei sunt estimate în ușoară creștere în trimestrele II și III 2019. În cazul ratelor nominale ale dobânzilor la creditele noi, prognozele pe termen scurt indică menținerea acestora la valori relativ nemodificate în trimestrul II 2019 și creșterea ușoară în trimestrul următor. Comportamentul de economisire și investiții al agenților economici este însă influențat de ratele reale ale dobânzilor, calculate pe seama ratelor nominale deflate

⁸⁹ Detaliile pot fi regăsite pe *website*-ul Comisiei Europene, Secțiunea „Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard”.

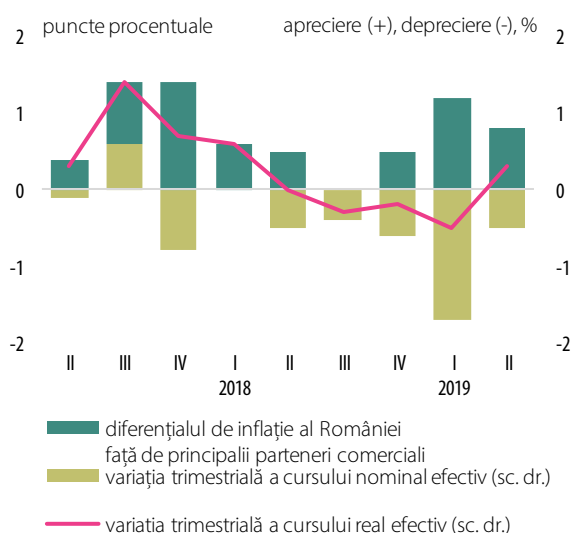
⁹⁰ Pentru România, la adâncirea soldului negativ al balanței bunurilor în 2017 și 2018 o contribuție importantă a revenit grupei combustibili minerali (aproape în totalitate pe seama raportului cu țări extra-UE), în contextul creșterii cotațiilor globale ale petrolului. În primele cinci luni ale anului curent, față de aceeași perioadă a anului precedent, s-a înregistrat o nouă deteriorare (1,5 miliarde euro), remarcându-se deficitul ridicat în cazul grupelor produse chimice și mărfuri manufacturate (în special în raport cu țări intra-UE), dar și în cel al grupei combustibili minerali (în raport cu țări extra-UE). În ansamblu, în perioada ianuarie-mai 2019, ponderea comerțului în relație cu state intra-UE are un aport majoritar, de 59 la sută (echivalentul valorii de 0,9 miliarde euro), la adâncirea deficitului balanței bunurilor, restul fiind atribuit statelor extra-UE.

⁹¹ 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.

⁹² 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.

cu anticipațiile privind inflația. Pentru trimestrul II 2019, ratele reale ale dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen sunt estimate la valori apropiate de cele din trimestrul anterior. Pentru ultimele două trimestre ale anului 2019, ratele reale ale dobânzilor vor scădea, pe fondul poziționării anticipațiilor privind inflația în creștere. Ulterior, pe parcursul intervalului de prognoză, acestea vor crește treptat, reflectând parțial evoluția descendentă a așteptărilor de inflație. Rămâne de menționat că OUG nr. 19/2019 prevede modificarea indicelui de referință la care se indexează rata dobânzii aferentă contractelor noi de credit ale gospodăriilor populației cu dobândă variabilă, cu aplicare din luna mai 2019. În acest context, prognozele pe termen scurt privind ratele dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen sunt marcate de un grad ridicat de incertitudine aferent magnitudinii impactului modificării referinței și schimbării mecanismului de transmisie⁹³.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

Moneda națională s-a apreciat în termeni reali efectiv în trimestrul II 2019, pe seama poziționării ratei interne a inflației la valori sistematic mai ridicate decât cele ale partenerilor comerciali (Grafic 4.9), efect contrabalansat doar parțial de evoluția cursului de schimb în termeni nominali. Pentru restul intervalului de prognoză, diferențialul de inflație va continua să domine dinamica în termeni nominali și va conduce la aprecierea reală a monedei naționale. Astfel, începând cu trimestrul III 2019, cursul de schimb real efectiv exercită, prin canalul exporturilor nete, un impact restrictiv, în accentuare graduală pe întregul interval de prognoză.

Pe ansamblul trimestrelor II și III 2019, efectul de avuție și de bilanț este evaluat a exercita influențe stimulative asupra activității economice viitoare, atât pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni) sub nivelul său de echilibru pe

termen lung (*gap* semnificativ negativ), pe fondul politicii monetare acomodative a BCE, cât și pe seama evoluției cursului de schimb real efectiv. În sens contrar, prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este evaluată a exercita un efect restrictiv în accentuare, traiectoria acesteia fiind afectată de incertitudini asociate frecvenței ridicate a modificărilor legislative și de efectele acestora inclusiv asupra configurației echilibrelor interne și externe ale economiei. Pe parcursul intervalului de prognoză, în principal sub impactul ratei reale a dobânzii externe, dar și sub cel în diminuare al deviației cursului de schimb real efectiv, efectul de avuție și de bilanț va transmite un impuls stimulat, relativ constant, asupra activității economice viitoare.

⁹³ Valoarea indicelui de referință pentru creditele consumatorilor (IRCC) este cunoscută pentru fiecare din trimestrele anului curent. Cu toate acestea, influența acestor valori asupra ratelor dobânzilor practicate de bănci în relația cu clienții acestora la creditele și depozitele noi la termen este dificil de estimat la acest moment, evidențele acumulate ulterior intrării în vigoare a noului indice de referință (mai și iunie 2019) fiind minimale.

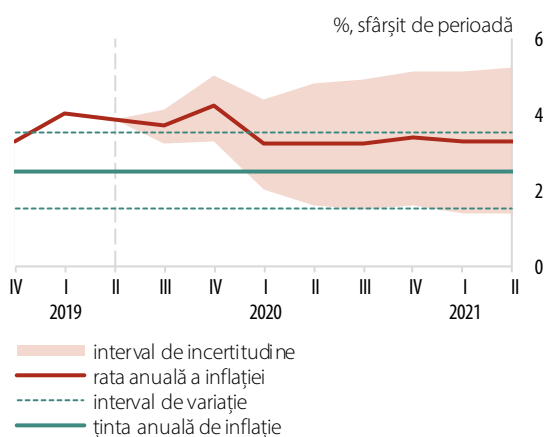
În ansamblu, începând cu trimestrul II 2019 condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a-și reduce treptat caracterul stimulat asupra activității economice viitoare până la valori aproximativ neutre la mijlocul anului 2020, zonă în care se va plasa și pentru restul intervalului de prognoză. Principalul determinant al traiectoriei condițiilor monetare reale în sens larg este evoluția cursului de schimb real efectiv, care va exercita, începând din a doua jumătate a anului curent, un efect restrictiv în accentuare asupra competitivității prin preț a economiei naționale.

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

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),

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

cu precădere pe seama factorilor interni. În actuala conjunctură, continuă să prezinte relevanță măsurile fiscale și bugetare implementate în cursul anului curent, precum și condițiile de pe piața muncii. În schimb, presiuni cu impact net dezinflaționist ar putea proveni din partea mediului extern, fiind asociate tendinței de încetinire a creșterii economice în zona euro și de pe plan global.

Similar rundelor anterioare de proiecție, conduita politicii fiscale și a celei de venituri își păstrează relevanța ca sursă de incertitudini. Pe de o parte, măsurile fiscale și cele bugetare implementate în anul 2019⁹⁴ induc riscuri predominant în sens ascendent la adresa perspectivei apropiate a inflației, cu impact asupra anticipațiilor inflaționiste. În același timp, prevederile OUG nr. 114/2018, completată cu cele ale OUG nr. 19/2019, sunt de natură să facă imprevedibil comportamentul investițional al agenților din

sectorul privat. Pe de altă parte, incertitudini sporite decurg din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul calendarului electoral încărcat din intervalul 2019-2020 și, implicit, al reglementărilor ce urmează a fi implementate, dar și al unor posibile măsuri compensatorii ce s-ar impune pentru menținerea deficitului bugetar în țintele propuse de autorități⁹⁵.

Deficitul balanței comerciale din primele cinci luni ale anului 2019 și-a accelerat creșterea în raport cu aceeași perioadă a anului precedent, antrenând totodată și o

⁹⁴ Dintre acestea, se enumeră contribuțiile bănești percepute titularilor de licențe în domeniul energiei electrice și al gazelor naturale, majorarea salariului minim.

⁹⁵ Pentru întreg anul 2019, conform Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2019-2021, ținta de deficit asumată de Ministerul Finanțelor Publice este 2,76 la sută din PIB. În primul semestru al anului 2019, deficitul bugetar este evaluat la 1,94 la sută din PIB.

adâncire a deficitului de cont curent. Alături de cauzele structurale cronicizate de-a lungul timpului, măsurile fiscale expansioniste au potențialul de a contribui la deteriorarea în continuare a soldului contului curent, prin acomodarea cererii excedentare pe seama importurilor. În aceste condiții, presiuni inflaționiste suplimentare ar putea proveni și din afectarea poziției externe a economiei, cu impact asupra cursului de schimb și, implicit, asupra traiectoriei proiectate a ratei inflației.

În ansamblu, sunt importante implementarea unui mix echilibrat de politici macroeconomice și acordarea unui accent sporit reformelor structurale, care să stimuleze potențialul de creștere pe termen lung a economiei. Acestea sunt necesare pentru menținerea stabilității macroeconomice și întărirea capacității economiei românești de a face față unor eventuale evoluții adverse, într-un mediu extern care pare să fie din ce în ce mai fragil.

Un alt factor de risc care își reconfirmă importanța se referă la condițiile de pe piața muncii, pe seama menținerii gradului de tensionare la valori ridicate. Persistența dificultăților întâmpinate în procesul de recrutare, pe fondul necorelării pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, este de natură a exercita presiuni asupra costurilor salariale. Influențe de același sens sunt asociate și altor probleme structurale existente (mobilitate internă scăzută, amploarea fenomenului de emigrație).

Din perspectiva prețurilor componentelor exogene sferei de acțiune a politicii monetare, rămân relevante posibile abateri ale coordonatelor acestora de la cele incluse în scenariul de bază al proiecției. În ceea ce privește sectorul gazelor naturale și al energiei electrice, persistă incertitudini privind prețurile finale pentru clienții casnici⁹⁶, evoluția acestora fiind condiționată de deciziile viitoare ale autorităților de profil. În același timp, nu sunt excluse presiuni inflaționiste suplimentare provenind din partea produselor din tutun în afara celor justificate de creșterile deja legiferaute ale accizelor. Pe latura prețurilor produselor volatile ale alimentelor, surse de incertitudine inerente sunt asociate condițiilor meteorologice, cu impact asupra ofertei de produse agricole, atât la nivel local, cât și regional.

Pe plan extern, balanța riscurilor este înclinată în sensul unor abateri în jos de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Tendința de încetinire a creșterii economice a zonei euro și a celei globale ar putea fi accentuată de o posibilă escaladare a conflictelor comerciale, conducând inclusiv la perturbări ale rețelelor de distribuție globală și implicit la reducerea comerțului internațional. Totodată, potențiala introducere de către SUA a tarifelor vamale la mașini și componente auto este de natură a afecta creșterea economică globală în general și pe cea a UE în particular. Persistă incertitudinile referitoare la procesul *Brexit* și probabilitatea ridicată a finalizării acestuia fără un acord. Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea avea efecte nefavorabile asupra economiei României, ce s-ar transmite preponderent prin canale indirecte, prin intermediul cererii externe a partenerilor comerciali. Efecte de sens contrar sunt asociate însă perspectivelor relaxării conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și conduitelor băncilor centrale din regiune.

⁹⁶ Incertitudini asociate evoluțiilor componentelor ce intră în calculul prețului final (cum ar fi tarifele de distribuție).

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime este evaluată ca fiind echilibrată. Rămân relevante evoluțiile viitoare ale prețurilor produselor energetice, îndeosebi cotațiile petrolului, acestea din urmă fiind marcate de un grad ridicat de incertitudine. Pe de o parte, presiuni inflaționiste suplimentare pot surveni în contextul intensificării riscurilor geopolitice din Orientul Mijlociu (război civil în Libia, potențială continuare a atacurilor asupra stațiilor de pompare și a navelor petroliere, escaladarea tensiunilor din strâmtoarea Ormuz). Pe de altă parte, influențe de sens contrar sunt asociate perspectivelor de decelerare a creșterii economice globale și de majorare a stocurilor de petrol ale SUA, inclusiv pe fondul restrângerii cererii.

Abrevieri

AFIR	Agenția pentru Finanțarea Instituțiilor Rurale
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
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
IFN	instituții financiare nebancale
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
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	36
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	38
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	42
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	43
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	44
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	45

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul carburanților	14
Grafic 1.3	Componentele inflației de bază	14
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	15
Grafic 1.5	IAPC mediu anual în UE – iun. 2019	15
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	16
Grafic 2.2	Activitatea comercială	17
Grafic 2.3	Perspective privind consumul populației	17
Grafic 2.4	Investiții	18
Grafic 2.5	Perspective privind construcțiile	18
Grafic 2.6	Exporturi	20
Grafic 2.7	Bunuri de consum: producție internă vs import	21
Grafic 2.8	Balanța bunurilor	21
Grafic 2.9	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	22
Grafic 2.10	Tabloul de bord european privind inovarea	23
Grafic 2.11	Efectivul salariaților din economie	23
Grafic 2.12	Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii	24
Grafic 2.13	Câștigul salarial nominal net	24
Grafic 2.14	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	25
Grafic 2.15	Prețurile producției industriale pentru piața internă	26
Grafic 2.16	Prețurile producției agricole	27
Grafic 2.17	Costurile unitare cu forța de muncă	27
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	32
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	34
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	34
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	35
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	36

Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	37
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	38
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	39
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	40
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	43
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației	44
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	44
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	45
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	45
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	46
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	47
Grafic 4.8	Deviația PIB	48
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	52
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	53

