

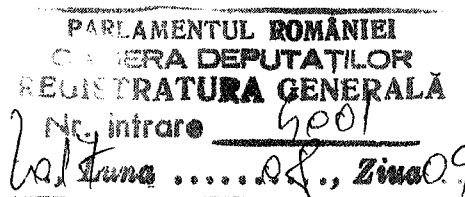
BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU
Guvernator

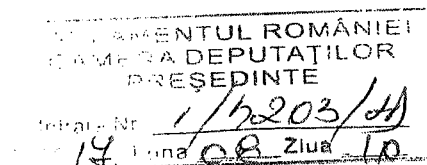
Nr. XVI/G/101 / 8 august 2017

SC - BPA
[Signature]

Domnului NICOLAE-LIVIU DRAGNEA
Președintele Camerei Deputaților



Domnule Președinte,

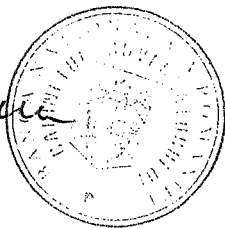


Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul asupra inflației – august 2017*, cu mențiunea că prezentarea publică a acestuia s-a realizat în cadrul unei conferințe de presă.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din data de 4 august 2017.

Cu deosebită considerație,

Mugur Isărescu



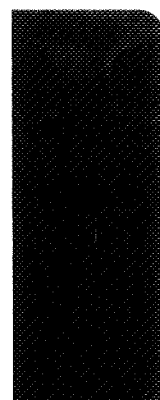
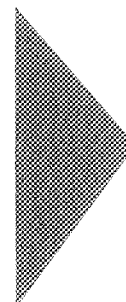
IST pt BPA
[Signature]

1

Raport asupra inflației – august 2017

Banca Națională a României

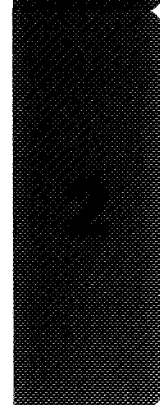
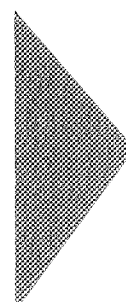
8 august 2017



2

**Prezentarea Guvernatorului BNR
la conferința de presă cu ocazia lansării
Raportului asupra inflației – august 2017**

8 august 2017

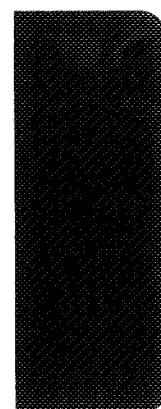
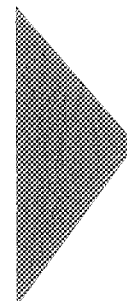


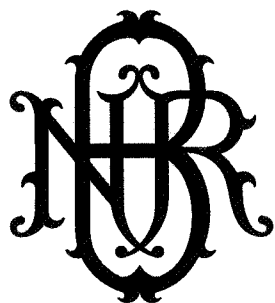
1

Raport asupra inflației – august 2017

Banca Națională a României

8 august 2017





BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

august 2017

Anul XIII, nr. 49

Raport asupra inflației August 2017

NOTĂ

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 august 2017, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 28 iulie 2017.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	13
2. Evoluții ale activității economice	17
1. Cererea și oferta	17
Caseta. Piața muncii din România în era digitalizării	23
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	28
2.1. Prețurile de import	28
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	29
3. Politica monetară și evoluții financiare	32
1. Politica monetară	32
2. Piețe financiare și evoluții monetare	35
2.1. Ratele dobânzilor	36
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	38
2.3. Moneda și creditul	40
4. Perspectivele inflației	43
1. Scenariul de bază	43
1.1. Ipoteze externe	43
1.2. Perspectivele inflației	45
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	48
1.4. Riscuri asociate proiecției	53
Abrevieri	56
Lista tabelelor din text	57
Lista graficelor din text	57

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC s-a consolidat la valori pozitive, atingând 0,85 la sută în luna iunie, după ce a cunoscut o creștere sensibilă pe parcursul trimestrului II (+0,67 puncte procentuale față de finele trimestrului I). Traectoria acesteia a reflectat presiuni în creștere din partea mediului intern, generate de majorarea costurilor de producție ale firmelor, a căror transmisie în prețurile finale ale bunurilor de consum este favorizată de deschiderea excedentului de cerere agregată din economie. Acestora li s-au adăugat cele asociate unor factori exogeni, cu impact asupra pieței energiei (prețul gazelor naturale, tarifele energiei electrice) și asupra prețurilor volatile ale produselor alimentare. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC din luna iunie a depășit cu 0,2 puncte procentuale valoarea publicată în ediția din mai a *Raportului asupra inflației*. Totodată, rata medie anuală a IAPC a revenit în teritoriul pozitiv (0,2 la sută la finele trimestrului II), reflectând pe lângă evoluția prețurilor bunurilor de consum și eliminarea din calculul indicelui a unor variații asociate reducerii cotelor TVA.

Rata anuală a inflației IPC calculată la taxe constante¹ a consemnat, la rândul său, o accelerare în cursul trimestrului II, de la 1,2 la sută în martie la 1,9 la sută în iunie, având ca efect plasarea acesteia în intervalul țintei de inflație (2,5 la sută $\pm$ 1 punct procentual). Cu excepția prețurilor combustibililor, care au receptat decelerarea accentuată a dinamicii pozitive anuale a prețului petrolului, mișcarea ascendentă a ratei anuale a inflației IPC la taxe constante s-a regăsit, în grade diferite, la nivelul tuturor componentelor. Astfel, în timp ce ritmul anual al prețurilor administrate a cunoscut o diminuare a valorii negative, cele care corespund indicelui CORE2 ajustat, alimentelor cu prețuri volatile, respectiv tutunului și băuturilor alcoolice, au consemnat accelerări pe parcursul trimestrului.

La sfârșitul lunii iunie 2017, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a avansat cu 0,4 puncte procentuale față de luna martie, atingând 1,4 la sută (1,6 la sută net de efectul TVA). O diferență similară, de +0,4 puncte procentuale, s-a înregistrat și față de valoarea proiectată a indicatorului în ediția din luna mai a *Raportului*. Tendința s-a datorat în special alimentelor, pe fondul accelerării ritmului de creștere a costurilor de producție ale firmelor. Acestea din urmă au fost influențate de presiuni ample din partea componentei salariale, în paralel cu disiparea impactului dezinflaționist al prețurilor globale ale materiilor prime. Transmisia costurilor mai mari de producție în prețurile finale de vânzare ale produselor a fost facilitată de accentuarea excesului de cerere din economie, în sens opus acționând presiunea concurențială, atât în rândul operatorilor comerciali, cât și la nivelul producătorilor.

¹ Excluză impactul de runda întâi al modificărilor operate la nivelul cotei TVA, al accizelor și al unor taxe nefiscale.

Avansul consemnat de productivitatea muncii în primele 3 luni ale anului 2017 a fost devansat de accelerarea remunerării salariaților; în aceste condiții, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a urcat de la o medie de 5,2 la sută în anul precedent la 8,3 la sută, cele mai mari salturi fiind înregistrate în comerț și servicii publice. În industrie a avut loc o temperare a ritmului anual de creștere a costurilor salariale unitare (până la 4,5 la sută în perioada aprilie-mai), preponderent ca urmare a câștigurilor de productivitate, asociate în bună măsură fluxurilor de investiții de care a beneficiat sectorul în perioada recentă, cu impact asupra nivelului tehnologic al procesului de producție. Industriile producătoare de bunuri de consum continuă însă să înregistreze rate anuale de creștere a costurilor salariale unitare deosebit de alerte (în jurul a 20 la sută). Efectele sunt deja vizibile la nivelul prețurilor de producție, fiind de așteptat să transpară treptat și în prețurile de consum, pe măsura restrângerii influenței dezinflaționiste a mediului extern și a extinderii rapide a absorbției interne.

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

În ședința din 5 mai 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. Scenariul de bază al prognozei reconfirma profilul ascendent al ratei anuale a inflației pe întreg intervalul de proiecție, însă pe o traiectorie ușor mai joasă decât cea din *Raportul precedent*. Astfel, se anticipa revenirea ratei anuale a inflației IPC în interiorul intervalului de variație al țintei spre finalul anului curent și plasarea ei la finele orizontului proiecției în jumătatea superioară. Această traiectorie reflecta atât epuizarea efectelor tranzitorii ale reducerilor cotei standard a TVA și disiparea treptată preconizată a influențelor șocurilor dezinflaționiste globale, cât și presiunile inflaționiste exercitate de deschiderea graduală a excedentului de cerere agregată și de dinamica ascendentă a costurilor salariale unitare. În același timp, prognoza încorporează ipoteza unei diminuări a intensității transmisiei presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate interne asupra inflației de bază.

Incertitudinile și riscurile asociate proiecției proveneau atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe plan intern, acestea erau asociate, în principal, conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul inițiativelor legislative de dată recentă în sfera salarială și fiscală. Riscurile induse de mediul extern erau generate, în principal, de incertitudinile persistente legate de creșterea economică din zona euro și pe plan global, induse de evoluțiile politice asociate calendarului electoral din țările europene, de negocierile pentru *Brexit* și de politicile economice ale administrației SUA.

În același timp, în contextul scăderii creditului în valută, al consolidării rezervelor valutare peste nivelul adecvat (35,96 miliarde euro la 30 aprilie 2017) și al îmbunătățirii structurii acestora, Consiliul de administrație al BNR a decis în cadrul acestei ședințe reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 8 la sută de la 10 la sută începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2017. Măsura viza continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale din statele membre ale Uniunii Europene.

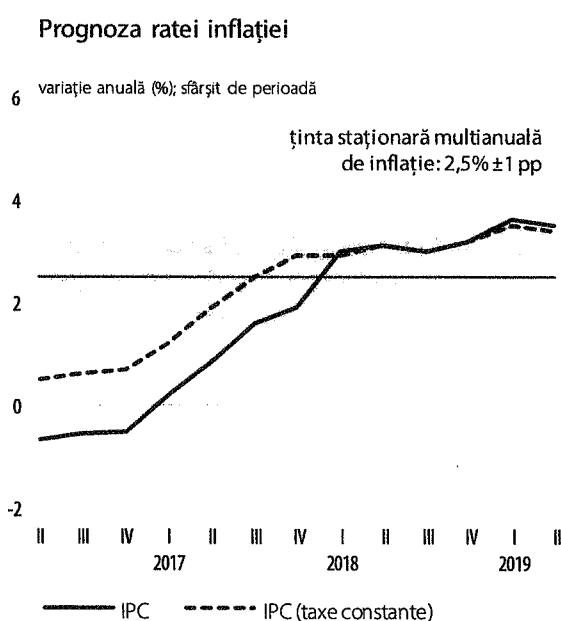
Ulterior, datele statistice au evidențiat înregistrarea unei rate anuale a inflației de 0,6 la sută în luna mai, ușor peste nivelul prognozat, în principal pe seama accelerării inflației de bază. Astfel, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a crescut ușor peste nivelul prognozat, până la 1,3 la sută în luna mai, pe seama evoluției prețurilor produselor alimentare procesate. Creșterea economică a înregistrat în trimestrul I 2017 o accelerare semnificativă, peste așteptări, dinamica anuală a PIB real urcând la 5,7 la sută, de la 4,8 la sută în trimestrul anterior.

În ședința din 3 iulie 2017, cele mai recente evaluări reconfirmau perspectiva continuării creșterii ratei anuale a inflației în viitorul apropiat, în condițiile plasării ei pe o traiectorie ușor superioară celei evidențiate de prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din mai 2017, inclusiv în cazul ratei anuale a inflației de bază. Incertitudinile și riscurile asociate acestei perspective proveneau din mediul intern și extern. Pe plan intern, acestea continuau a fi generate, în principal, de conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor, inclusiv în contextul recentelor inițiative legislative în acest domeniu. Pe plan extern, persistau sursele de riscuri identificate anterior.

Pe baza datelor disponibile și în contextul riscurilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an, continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar și păstrarea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în creștere pe întregul interval de prognoză, atingând 1,9 la sută la sfârșitul anului 2017, 3,2 la sută la finele anului 2018 și 3,5 la sută la orizontul prognozei (trimestrul II 2019). Față de *Raportul* din mai, proiecția



privind rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în sus în ambii ani, într-o mai mare măsură în 2017 (+0,3 puncte procentuale), comparativ cu 2018 (+0,1 puncte procentuale). Revizuirea se datorează preponderent presiunilor inflaționiste provenind din partea mediului intern, asociate formării unui exces de cerere de o amploare mai ridicată pe întregul interval de prognoză. Calculată la taxe constante, rata anuală a inflației IPC se va plasa încă de la finele acestui an peste ținta centrală de inflație (2,5 la sută), atingând 2,9 la sută la acest orizont, 3,2 la sută la sfârșitul anului 2018 și 3,4 la sută la mijlocul anului 2019.

Raportat la valoarea înregistrată în 2016, creșterea economică din anul 2017 va cunoaște o accelerare de ritm, depășind, conform proiecției, valoarea de 5 la sută și plasându-se substanțial peste dinamica PIB potențial. Pe de o parte, pe fondul revizuirii la

valori mai ridicate a deviației PIB pe tot intervalul proiecției², deficitul bugetar structural (componenta discreționară a politicii fiscale) a fost reevaluat ascendent, însă impactul stimulat al acestuia în 2017 rămâne inferior celui evaluat pentru anul anterior. Pe de altă parte, creșterea economică a partenerilor externi ai României este de așteptat să se consolideze în jurul valorii de 2 la sută, implicând închiderea, prevăzută a avea loc până la finele anului curent, a *gap*-ului negativ al PIB extern. Dată fiind natura stimulilor din economie, principalul determinant al creșterii economice va rămâne consumul privat, antrenat de evoluția venitului disponibil real, în condițiile măsurilor de relaxare fiscală, ale celor care vizează politica veniturilor în sectorul public, precum și ale majorărilor salariale așteptate a se produce pe fondul continuării tensionării pieței muncii. În același timp, dinamica medie anuală a formării brute de capital fix este prevăzută să redevină pozitivă în acest an, însă evoluția acesteia va fi în continuare grevată de întârzierile în absorbția fondurilor europene. Condițiile favorabile de creditare sunt de așteptat a stimula evoluția ambelor componente ale cererii agregate pe întregul interval analizat.

Pe fondul avansului semnificativ al cererii interne, ritmul de creștere a importurilor de bunuri și servicii este anticipat a-l depăși pe cel al exporturilor, contribuind la deschiderea în continuare a deficitului de cont curent; ponderea acestuia în PIB nominal urmează să se poziționeze, pe termen mediu, în jurul nivelului de 3,4 la sută. Conform scenariului de bază, finanțarea deficitului extern va continua să fie asigurată preponderent prin fluxuri de capital stabile și negeneratoare de datorii, însă proporția acestora se va diminua comparativ cu 2016, îndeosebi pe seama contribuției anticipate mai reduse a fondurilor europene structurale și de investiții (în același timp, este preconizată majorarea graduală a intrărilor nete de investiții străine directe). Chiar și în aceste condiții, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului și a majorării deficitului bugetar prezintă potențialul de a periclita echilibrele macroeconomice, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești.

Traectoria reevaluată a deviației PIB continuă să fie influențată de evoluția venitului disponibil real al gospodăriilor populației, pe fondul măsurilor de relaxare fiscală și al celor care vizează politica veniturilor, de stimulatitatea condițiilor monetare reale în sens larg și de trecerea în teritoriul pozitiv, în cursul anului 2018, a *gap*-ului cererii externe.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 2,4 la sută la sfârșitul anului 2017 și 4,0 la sută la finele celui viitor. În ambii ani, valorile proiectate sunt mai ridicate decât cele publicate în *Raportul* precedent. Excluzând impactul modificării TVA, valorile proiectate pentru finele ambilor ani se plasează peste nivelul țintei de inflație (cu 0,1 puncte procentuale în 2017 și, respectiv, 1,5 puncte procentuale în 2018). Traectoria componentei este configurată, în principal, de evoluția deviației PIB, la care se adaugă dinamizarea treptată a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, precum și unele presiuni inflaționiste, de amploare încă redusă, provenite din partea prețurilor bunurilor de consum din import. Un impact inflaționist

² Cu toate acestea, evidențe recente indică o slăbire a intensității transmisiei presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate interne asupra ratei inflației de bază – pentru mai multe detalii a se consulta Caseta 2 din *Raportul asupra inflației*, ediția mai 2017.

suplimentar la nivelul componentei este prevăzut a proveni și din partea creșterii prețurilor de producție interne, pe fondul preconizării menținerii presiunilor ample din partea costurilor unitare cu salariile.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului 2017 și de 0,9 puncte procentuale la finele anului viitor. În structură, evoluția prețurilor volatile ale alimentelor a receptat impactul condițiilor climatice adverse de la nivel european asupra prețului fructelor de sezon din import, în timp ce evoluția prețurilor combustibililor a fost revizuită în jos, mai semnificativ în anul 2017, reflectând dinamica cotațiilor internaționale ale petrolului. Contribuția produselor cu prețuri administrate la rata anuală a inflației a fost revizuită doar în cursul anului 2017, cu precădere pe seama creșterii tarifului energiei electrice începând cu 1 iulie 2017.

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 păstrarea 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. În actuala conjunctură, relevanța incertitudinilor este asociată, preponderent, mediului intern, respectiv conduitei politicii fiscale și a celei de venituri.

Chiar dacă una dintre sursele de risc menționate în *Raportul* precedent a cunoscut o atenuare relativă, prin promulgarea de către Președintele României, în 28 iunie 2017, a Legii-cadru nr. 153/2017 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice, continuă să persiste anumite incertitudini cu privire la maniera de aplicare și etapizarea în timp a prevederilor legii, precum și la eventualele măsuri compensatorii ce ar viza, ca efect al implementării acesteia, menținerea deficitului bugetar în țintele stabilite de autorități. De asemenea, până la finalizarea scenariului de bază al proiecției, persistau o serie de necunoscute cu privire la setul mai amplu de măsuri vizând sfera taxării și a impozitării ce ar urma să fie aplicate de noua administrație. În plus, în condițiile preconizării în scenariul de bază a unei absorbții încă lente a fondurilor europene și a unei revigorări graduale a investițiilor interne, orice stimuli suplimentari care ar amplifica cererea agregată din economie ar putea implica, prin apelare la oferta de bunuri de consum din import, deteriorarea echilibrelor macroeconomice externe. Efectele negative ar putea fi sporite în situația apelării în proporții crescute la finanțarea deficitelor interne și externe de pe piețele internaționale, posibil a fi marcate de volatilități specifice.

Totodată, pe fondul prezenței tot mai semnificative a lanțurilor globale de valoare, în special a marilor *retaileri*, dar și al majorării contribuției bunurilor din import la acoperirea consumului intern, proiectat în creștere inclusiv în contextul stimulilor fiscali și salariali, majorările relativ reduse ale prețurilor la nivel global, în general, și la nivelul UE, în particular, reprezintă o sursă de risc relevantă la adresa ratei proiectate a inflației din scenariul de bază, având potențialul de a genera abateri în jos de la traiectoria previzionată.

În ceea ce privește mediul extern, în pofida atenuării recente a tensiunilor globale și a riscurilor politice asociate calendarului electoral din zona euro, continuă să persiste incertitudini sporite asociate implicațiilor pe care procesul *Brexit*, politicile economice ale administrației SUA și conduita politicilor monetare ale Fed și BCE le vor avea asupra configurației cadrului macroeconomic de la nivel global. Alte surse de risc care și-au păstrat relevanța și în runda curentă vizează evoluția viitoare a activității economice de la nivel global, alimentată de incertitudinile cu privire la tracțiunea exercitată de economiile emergente majore, în special de către China.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime (cu precădere cele energetice) este evaluată ca fiind echilibrată. Persistă însă incertitudini cu privire la impactul pe care stocurile ridicate de petrol de la nivel mondial îl vor avea asupra cotațiilor viitoare ale țițeiului, acestea fiind de natură a contrabalansa efectele extinderii acordului de plafonare a ofertei, la care participă OPEC și unii producători din afara organizației.

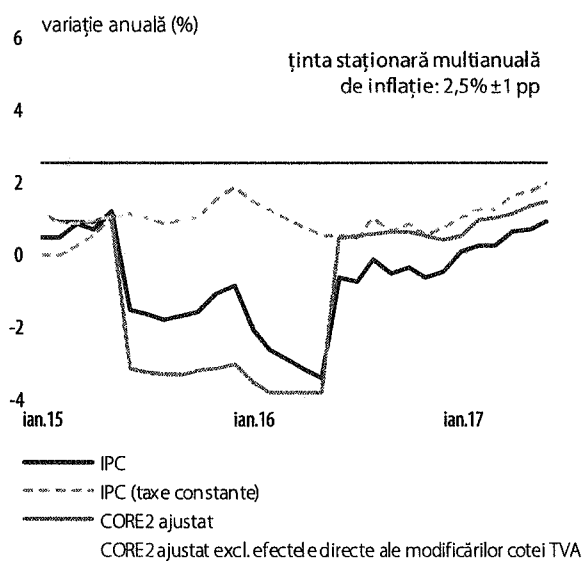
Decizia de politică monetară

Având în vedere nivelul ratei anuale a inflației încă sensibil inferior celor prevalente în țările europene, precum și riscurile la adresa perspectivei pe termen mediu a inflației, având ca surse conduita politicii fiscale și a celei de venituri și incertitudinile privind creșterea economică și evoluția inflației în zona euro și pe plan global, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 august 2017, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea la $\pm 1,50$ puncte procentuale a coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară, continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației a crescut sensibil pe parcursul trimestrului II, cu 0,67 puncte procentuale, atingând în luna iunie 0,85 la sută. Situaarea indicatorului sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută se datorează exclusiv efectelor directe ale măsurilor fiscale adoptate la începutul anului 2017; calculat la taxe constante, indicele agregat al prețurilor de consum se plasează confortabil în interiorul acestuia, apropiindu-se de 2 la sută. Dincolo de acțiunea unor factori exogeni, care vizează în esență piața energiei, mișcarea ascendentă reflectă presiunile generate de creșterea constantă a costurilor de producție, a căror transmisie în prețurile de consum este facilitată de deschiderea excedentului de cerere agregată din economie. Efectele sunt vizibile la nivelul inflației de bază CORE2 ajustat, care, ulterior evoluției relativ benigne din ultimii 2 ani, a accelerat în trimestrul II 2017 până la 1,6 la sută (+0,4 puncte procentuale față de luna martie – valoare netă de efectul TVA; Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



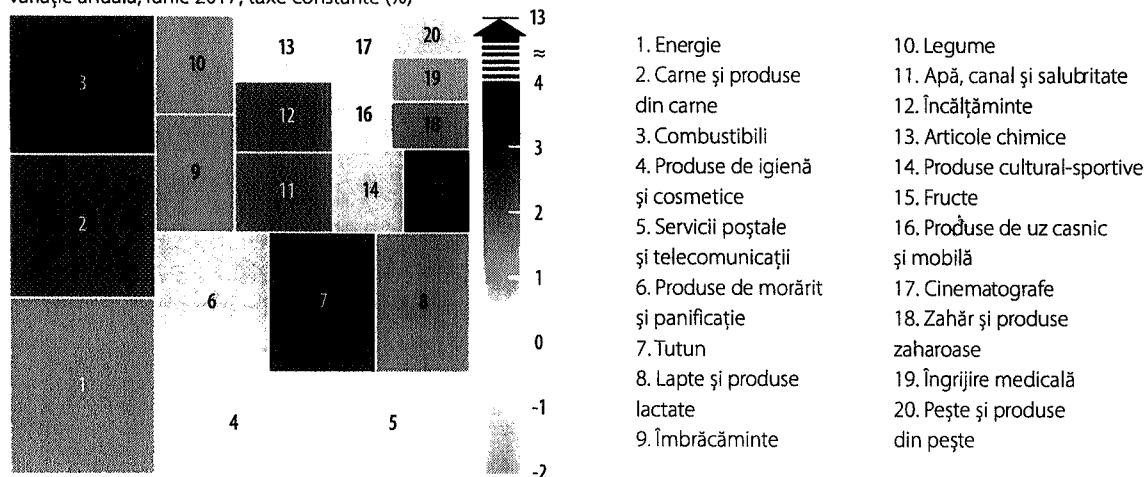
Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Ritmul de creștere a prețurilor de consum a devenit mai alert în trimestrul II, variația anuală a indicelui IPC corectată cu efectele modificărilor de ordin fiscal ce au avut loc în primele 2 luni ale anului curent (reducerea cotei standard a TVA, eliminarea supraaccizeei pentru combustibili și a unor taxe nefiscale) apropiindu-se de 2 la sută în iunie. Evoluția a fost determinată, în bună măsură, de factori exogeni, respectiv parcurgerea ultimei etape a procesului de liberalizare a prețului de producție intern al gazelor naturale și augmentarea schemei de sprijin pentru producătorii de energie electrică din surse regenerabile, care au atenuat substanțial dinamica anuală negativă a tarifelor administrate (contribuție de +0,36 puncte procentuale la accelerarea ratei anuale a inflației în intervalul de referință). În același timp, încep să transpară la nivelul prețurilor de consum presiunile inflaționiste exercitate de majorarea costurilor de producție și a

excedentului de cerere agregată din economie. Aproximativ 65 la sută dintre componentele coșului de consum al populației consemnează creșteri de preț superioare celor din prima parte a anului, iar în cazul a 11 la sută se observă o temperare a scăderii în termeni anuali (Grafic 1.2).

Grafic 1.2. Evoluția prețurilor principalelor componente ale coșului de consum

variație anuală, iunie 2017, taxe constante (%)



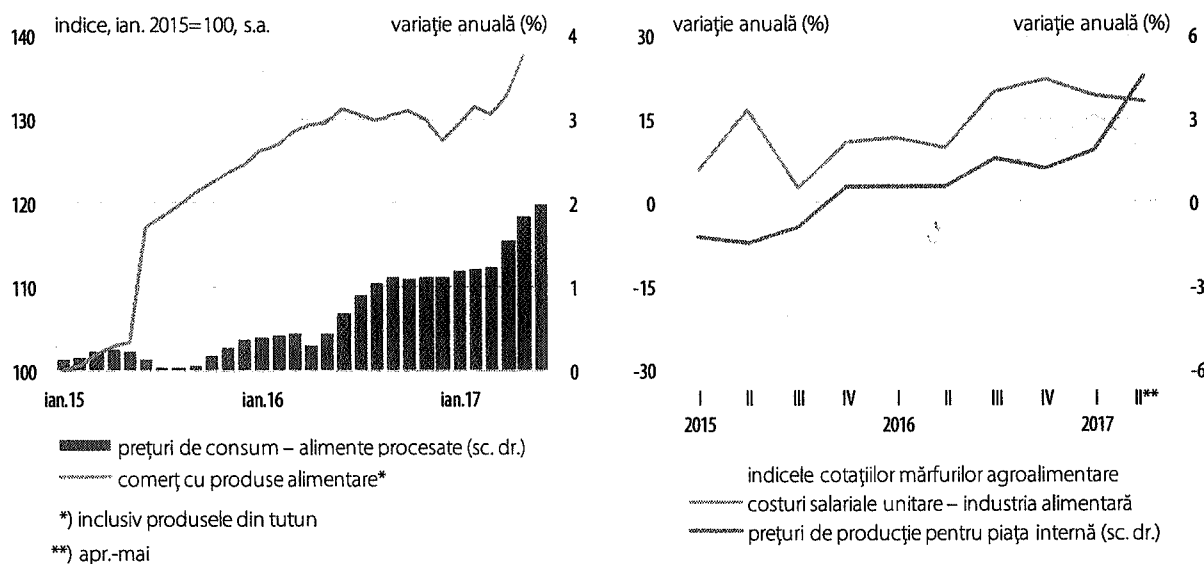
Notă: În grafic sunt reprezentate produse care acoperă aproximativ 86 la sută din coșul de consum al populației în 2017.

Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în coșul de consum.

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Tendința a fost mai vizibilă la nivelul componentei alimentare, fiind determinată cu precădere de factori de natura ofertei. Pe segmentul volatil, condițiile meteorologice adverse care au marcat începutul anului la nivel european au afectat producția de citrice și fructe meridionale, contribuind semnificativ la saltul de peste 7 la sută al prețurilor LFO în luna iunie. În ceea ce privește alimentele procesate, tendința de creștere conturată pe parcursul anului anterior în cazul câtorva produse (carne, lapte și produse derivate din acestea) a caracterizat acum întreaga grupă, ritmul anual urcând la aproximativ 2 la sută – cu circa 0,7 puncte procentuale peste așteptările încorporate în exercițiul de prognoză anterior. Evoluția relevă poziționarea pe o pantă pronunțat ascendentă a prețurilor de producție pe piața internă începând cu anul 2017 – creștere accelerată de la aproape 1 la sută la finele anului precedent la peste 5 la sută în mai 2017, în urma disipării influenței dezinflaționiste generate de scăderea prețurilor materiilor prime și a menținerii presiunilor ample din partea costurilor unitare cu salariile (ratele anuale oscilează în jurul a 20 la sută începând cu a doua parte a anului 2016). Extinderea rapidă a consumului creează condiții propice transmiterii acestor presiuni în prețurile finale, anticipațiile agenților economici din industria de profil indicând menținerea tendinței și în lunile următoare. În sens opus acționează în continuare presiunea concurențială, atât în rândul operatorilor comerciali, cât și la nivelul producătorilor. În primul caz, accentuarea competiției este asociată procesului alert de extindere a marilor rețele comerciale, care urmăresc valorificarea potențialului oferit de o piață în creștere. În sfera producției, concurența ridicată, specifică unei piețe atomizate, este intensificată de presiunea indusă de lărgirea contribuției importurilor la acoperirea consumului intern; fenomenul explică, de altfel, menținerea gradului de utilizare a capacităților de producție din industria alimentară sub media pe termen lung, în pofida creșterii puternice a cererii în ultimii 2 ani (Grafic 1.3).

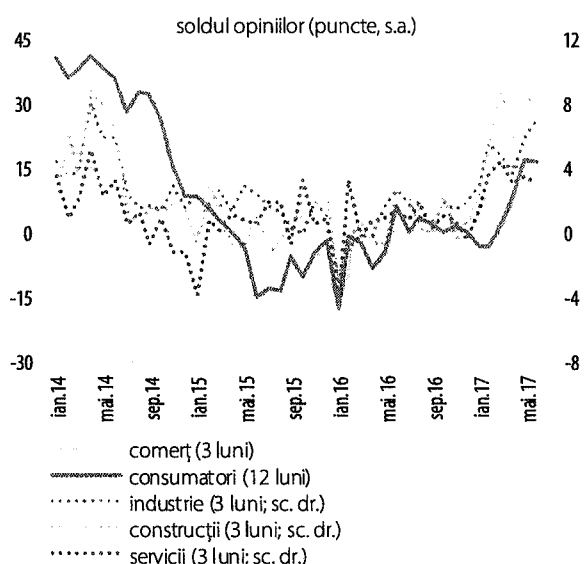
Grafic 1.3. Costurile de producție și prețurile de consum pe segmentul alimentar



Sursa: INS, FAO, calcule BNR

Influența dezinflaționistă a mediului extern s-a diminuat în prima jumătate a anului curent, majoritatea cotațiilor materiilor prime înregistrând mișcări pronunțat ascendente în ultimul trimestru al anului 2016 și primele luni din 2017. Corecțiile survenite ulterior, în special la nivelul produselor energetice, au atenuat sensibil dinamica anuală, acestea rămânând totuși la valori moderat pozitive și în trimestrul II. Evoluția nu marchează o nouă inversare de tendință, sentimentul piețelor fiind favorabil unei relative stabilități a cotațiilor sau unor creșteri ușoare, susținute de nivelul confortabil al stocurilor, concomitent cu revenirea graduală a cererii globale.

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: Sondaj INS/CE-DG ECFIN

Formarea unui mediu inflaționist este sugerată și de traiectoria ascendentă pe care s-au plasat anticipațiile agenților economici privind evoluția prețurilor începând cu semestrul II 2016, cele mai ridicate valori, dar și cele mai ample mișcări față de trimestrul anterior înregistrându-se la nivelul operatorilor comerciali și al consumatorilor (Grafic 1.4). Compatibile cu o rată anuală a inflației în creștere sunt și așteptările privind inflația formulate de analiștii bancari, valorile anticipate plasându-se în jumătatea superioară a intervalului asociat țintei pe ambele orizonturi (1 an și 2 ani).

Odată cu intensificarea recentă a creșterii prețurilor de consum și ieșirea din calculul acestora a unor noi variații afectate de reducerile cotelor TVA, rata medie anuală a IAPC a revenit în teritoriul pozitiv, la un nivel de 0,2 la sută la finele trimestrului II. În același interval, inflația medie în UE a avansat până la 1,1 la sută, ca

urmare a disipării unor efecte de bază asociate scăderilor consemnate de prețurile bunurilor energetice în anul 2016, astfel încât ecartul între cei doi indicatori s-a temperat până la -0,9 puncte procentuale.

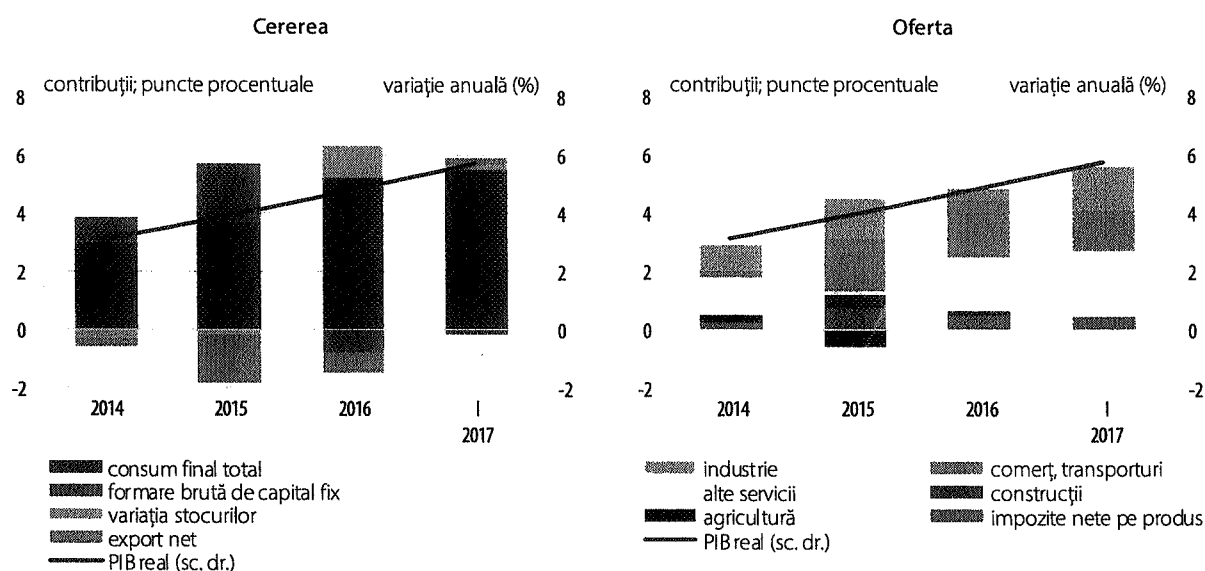
Rata anuală a inflației înregistrate la jumătatea anului curent s-a situat cu 0,2 puncte procentuale peste cea prognozată în ediția din luna mai a *Raportului asupra inflației*. Diferența s-a datorat, în principal, evoluției peste așteptări a prețurilor alimentelor procesate, o contribuție revenind de asemenea unei majorări a prețurilor produselor din tutun în perioada mai-iunie net superioare celei justificate de creșterea anticipată a accizei specifice (în vigoare din luna iulie). Cele două influențe au fost atenuate de scăderea neanticipată a cotației țițeiului.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Activitatea economică a continuat să surprindă pozitiv în primul trimestru al anului 2017 (dinamică anuală de 5,7 la sută), în asociere cu expansiunea rapidă a consumului, receptor al unor noi impulsuri pozitive la nivelul veniturilor și al unor noi reduceri de taxe. Creșterea puterii de cumpărare a populației a contribuit la majorarea cererii pentru locuințe, cu efecte favorabile în planul formării brute de capital fix, al cărei declin anual s-a temperat semnificativ în perioada analizată. Prelungirea tendinței de restrângere a investițiilor în infrastructură și echipamente diminuează însă probabilitatea ca traiectoria actuală a creșterii economice să se mențină pe termen mediu în coordonate sustenabile. O parte importantă a cererii interne continuă să fie acomodată prin importuri, contribuția negativă la creșterea economică fiind compensată totuși de avansul alert al exporturilor de bunuri și servicii, pe fondul extinderii activității în economiile europene (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică

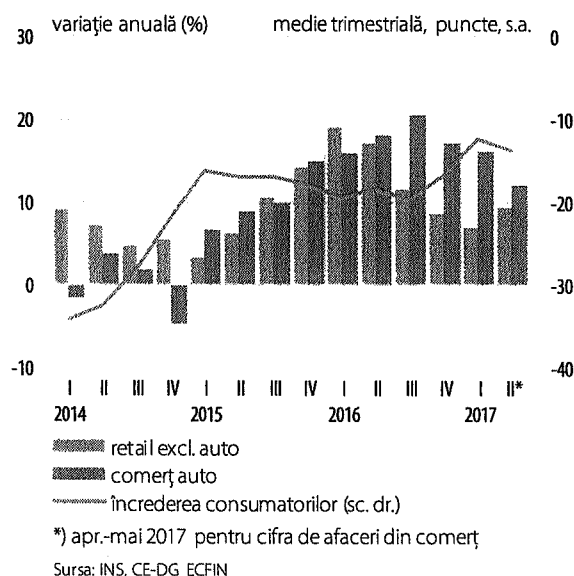


Sursa: INS, calcule BNR

Câștigurile în planul puterii de cumpărare a populației, observate pe parcursul ultimilor ani, au caracterizat și începutul anului 2017, pe fondul adoptării unor noi măsuri de relaxare a politicii veniturilor și a celei fiscale, tendință prefigurată a continua pe termen mediu. Noii stimuli se adaugă unor condiții deja favorabile pe piața muncii din perspectiva salariilor și a gradului de ocupare. Întregul context s-a reflectat în consolidarea încrederii consumatorilor, fiind deja vizibilă o anumită

diminuare a aversiunii la risc a acestora – un indiciu în acest sens este dinamica alertă a volumului creditelor noi pentru consum (în pofida înăsprii standardelor aplicate de băncile comerciale încă din anul precedent).

Grafic 2.2. Activitatea comercială și încrederea populației



În aceste condiții, cererea de consum și-a intensificat rata trimestrială de creștere până la un nivel similar perioadei de *boom* economic, avansând în termeni anuali cu 7,3 la sută în trimestrul I, cu perspectiva ca ritmul robust de creștere să persiste și în perioada următoare. Evoluția este sugerată și de unele semnale din partea sectorului comercial – indicatorul de încredere a operatorilor de profil a atins 10 la sută în aprilie-iunie, iar cifra de afaceri din comerț și servicii în primele 2 luni ale trimestrului II s-a majorat semnificativ atât pe segmentul produselor de uz curent (circa 6 la sută), cât și pe cel al bunurilor de folosință îndelungată (aproximativ 16 la sută). În cel din urmă caz, un avans notabil s-a observat la nivelul achizițiilor de autovehicule, unde apetitul în creștere al consumatorilor a contracara efectul de așteptare indus în anii precedenți de lansarea Programului de reînnoire a parcului auto (un stimul suplimentar l-a constituit eliminarea timbrului de mediu în luna

februarie, cu impact asupra vânzărilor *second hand*). Un alt segment deosebit de dinamic este cel al vânzărilor de bunuri destinate dotării locuinței (mobilă și electrocasnice), a căror intensificare este asociată expansiunii pieței imobiliare și a construcțiilor rezidențiale din perioada recentă (Grafic 2.2).

Bugetul general consolidat a consemnat în primul trimestru din 2017 un surplus de 1,5 miliarde lei (0,2 la sută din PIB³). Evoluția, survenită după înregistrarea unui deficit de 14,6 miliarde lei (1,9 la sută din PIB) în trimestrul IV 2016, respectiv a unui surplus de 3,0 miliarde lei în perioada ianuarie-martie 2016, sugerează un *pattern* asimetric al execuției bugetare și în acest an, dar atenuat în raport cu 2016. Revenirea la o valoare pozitivă a soldului bugetului consolidat s-a produs în condițiile în care cheltuielile bugetare trimestriale au înregistrat o amplă scădere⁴, în principal pe seama declinului componentei cu bunuri și servicii și al celei de capital, doar în mică măsură contrabalansat de majorarea cheltuielilor cu personalul⁵ și cu asistența socială⁶. Totodată, veniturile bugetare au fost superioare celor din precedentele 3 luni⁷, dată

³ Pentru analiză au fost folosite datele operative aferente execuțiilor bugetare publicate lunar de MFP.

⁴ În raport cu perioada similară a anului anterior și exprimate în termeni reali, cheltuielile bugetare au înregistrat o creștere de 10,2 la sută (față de un declin de 9,4 la sută în precedentul trimestru), accelerare produsă pe seama evoluției componentei dedicate proiectelor finanțate din fonduri externe nerambursabile, dar și a celor de personal, cu asistența socială și cu subvențiile.

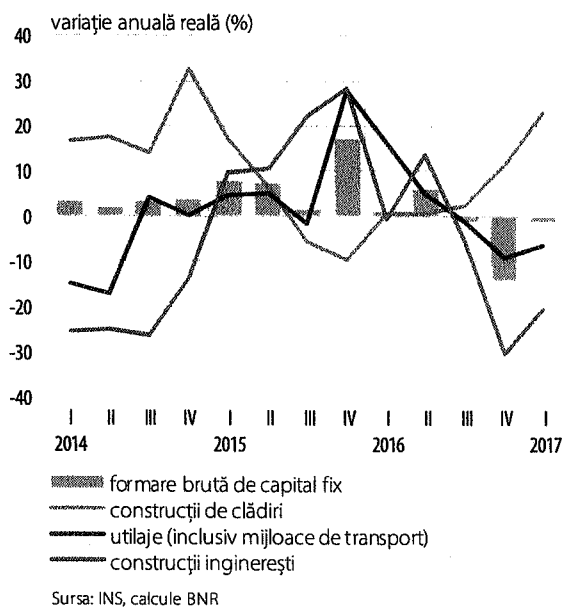
⁵ Date fiind majorările salariale acordate în ianuarie (+15 la sută în sistemul public de sănătate și educație) și februarie 2017 (+20 la sută pentru sectorul administrației publice locale, +50 la sută pentru instituțiile publice de spectacole sau concerte) precum și creșterea salariului de bază minim brut pe țară (de la 1 250 de lei la 1 450 de lei) începând cu 1 februarie 2017.

⁶ În principal ca urmare a creșterii cu 5,25 la sută a valorii punctului de pensie (de la 1 ianuarie 2017) și cu 30 la sută a indemnizației sociale pentru pensionari (de la 1 martie).

⁷ În termeni anuali, veniturile au crescut cu 7,0 la sută, după ce în trimestrul IV scăzuseră cu 10 la sută.

fiind sporirea încasărilor trimestriale din impozite și taxe pe proprietate⁸, din contribuții de asigurări, din TVA și alte taxe; evoluții relativ mai puțin favorabile au consemnat însă în prima parte a anului veniturile din accize și din impozitul pe profit, dar și sumele primite de la UE⁹.

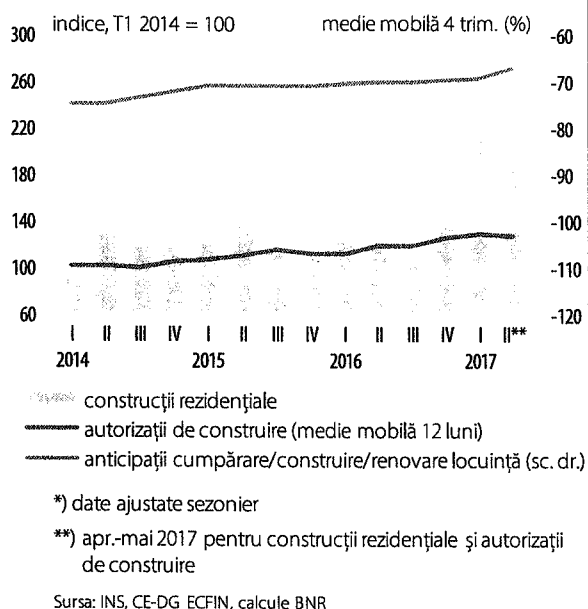
Grafic 2.3. Investiții



Formarea brută de capital fix și-a temperat substanțial declinul în comparație cu ultimul trimestru al anului anterior (până la -1 la sută, variație anuală). Evoluția a fost însă determinată aproape în exclusivitate de ascensiunea segmentului rezidențial, în timp ce investițiile în echipamente și infrastructură și-au continuat declinul, erodând potențialul de creștere al economiei (Grafic 2.3).

Dincolo de consolidarea puterii de cumpărare a populației, avansul tot mai consistent al construcțiilor rezidențiale (până la circa 80 la sută) a fost susținut în bună măsură de sistemul de finanțare prin programul „Prima casă” (care în 2016 a concentrat circa două treimi din volumul creditelor ipotecare nou-acordate), acesta continuând și în 2017 să suscite un interes puternic la nivelul populației. Perspectiva se menține optimistă, date fiind semnalele lansate de dezvoltatorii imobiliari cu privire la volumul locuințelor ce urmează a fi finalizate în acest an, dar și creșterea cu peste 10 la sută a suprafeței autorizate în vederea construirii (variație medie anuală pe ultimele 12 luni, calculată pentru luna mai 2017; Grafic 2.4).

Grafic 2.4. Construcții de locuințe*



Achizițiile de echipamente au continuat să-și restrângă volumul în trimestrul I 2017, dar se remarcă o temperare a dinamicii negative (până la -6,5 la sută, variație anuală). Deși cel mai recent sondaj INS/CE-DG ECFIN nu indică o îmbunătățire în perspectivă a fluxurilor de investiții cu această destinație, la nivelul anumitor ramuri industriale există preocupări tot mai vizibile privind derularea unor proiecte destinate extinderii capacităților de producție și creșterii conținutului de valoare adăugată a produselor, inclusiv pe seama automatizării liniilor tehnologice. Menționăm, în acest sens, investițiile din ramurile producătoare de componente auto și produse conexe (echipamente

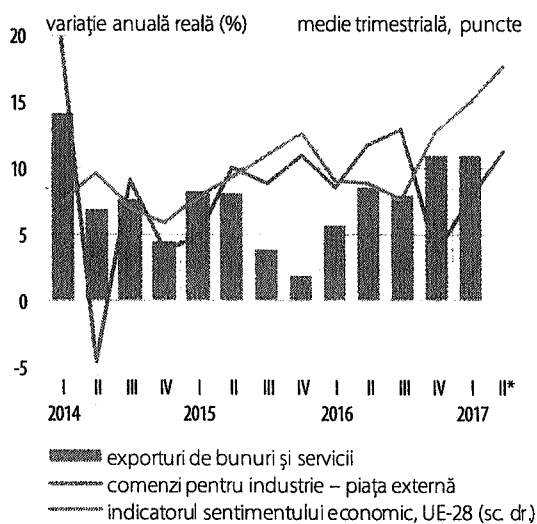
electrice, cauciuc) – antrenate inclusiv de creșterea portofoliului de comenzi externe survenită ca urmare a extinderii capacităților industriei auto din regiune – dar și cele

⁸ Caracteristică debutului de an.

⁹ În termeni anuali însă, acestea au consemnat o majorare semnificativă.

din industria alimentară, de mașini și echipamente și din cea a materialelor de construcții, în cel din urmă caz sub impulsul cererii ascendente pe segmentul rezidențial. Aceste evoluții au contribuit, de altfel, la saltul semnificativ de dinamică înregistrat în primele 5 luni ale anului de volumul producției industriale (până la 7,8 la sută). Din perspectiva surselor de finanțare, acumulările de capital beneficiază în ansamblu de suportul tot mai consistent al investitorilor străini, în condițiile în care profitul reinvestit în economia românească¹⁰ a crescut pe parcursul anului 2016 și în primele 5 luni ale acestui an.

Grafic 2.5. Exporturile de bunuri și servicii



*) apr.-mai 2017 pentru comenzi

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Contribuția investițiilor publice la dinamica anuală a formării brute de capital fix rămâne pronunțat negativă, volumul lucrărilor în domeniul construcțiilor ingineresti plasându-se în trimestrul I 2017 cu mult sub cel înregistrat în perioada similară a anului anterior (-20,7 la sută), inclusiv pe seama întârzierilor în procesul de absorbție de fonduri europene aferente programului financiar 2014-2020.

Prima parte a anului 2017 a înregistrat o rată anuală de creștere semnificativă pentru exporturile de bunuri și servicii (10,9 la sută, similară celei consemnate în trimestrul anterior), iar perspectiva privind evoluția cererii externe rămâne încurajatoare, după cum sugerează cele mai recente prognoze privind creșterea economică a zonei euro în trimestrele II-III¹¹, consolidarea indicatorului de încredere la nivelul UE-28, dar și dinamizarea comenzilor pentru export adresate companiilor

industriale autohtone (Grafic 2.5).

Exporturile de bunuri s-au majorat cu 10,1 la sută, evidențiindu-se în continuare profilul robust al vânzărilor aferente sectoarelor integrate în lanțurile internaționale de valoare adăugată, precum producția mijloacelor de transport și ramurile conexe. În primul sector amintit, dinamica volumului cifrei de afaceri pe piața externă a depășit chiar nivelul de 20 la sută, iar deschiderea unor noi capacități de producție auto în state din regiune va asigura în continuare un nivel ridicat al cererii pentru furnizorii de profil prezenți la nivel local. Perspectivile pozitive se extind și dincolo de segmentul de piese și accesorii, în contextul așteptatei demarări a producției unui nou model Ford la uzina de la Craiova, în toamna acestui an.

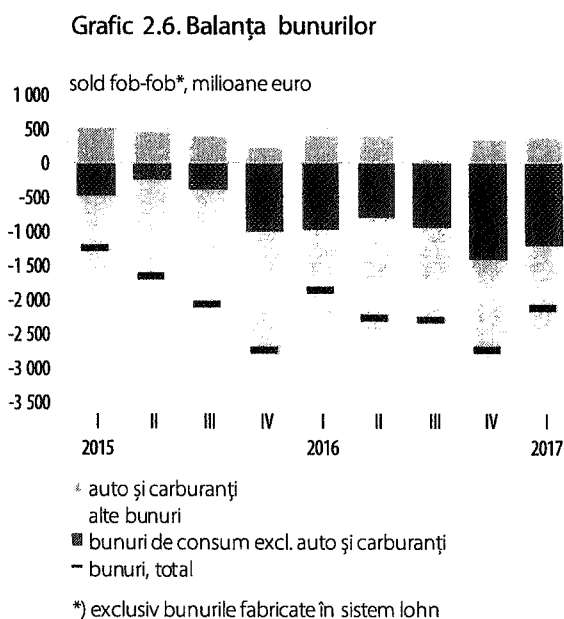
Evoluții notabile au consemnat și exporturile de produse metalurgice (creștere cu circa 14 la sută a volumului cifrei de afaceri la extern, inclusiv sub influența măsurilor luate la nivel european în vederea reducerii competiției neloiale din partea unor producători asiatici) și cele de materii prime oleaginoase (circa 38 la sută, variație de volum, dată fiind producția ridicată din anul precedent). Restrângeri ale volumelor

¹⁰ Exprimat ca sumă mobilă pe ultimele 12 luni.

¹¹ Prognoza de primăvară a CE (mai 2017) și *Consensus Forecast Survey* (Iulie 2017).

exportate au înregistrat articolele de îmbrăcăminte, dar și produsele din țitei, în ultimul caz pe fondul volatilității induse de calendarul lucrărilor de revizie, cu toate că în ansamblu sectorul are un parcurs pozitiv, iar operatorii de profil continuă să deruleze investiții.

Importurile și-au păstrat dinamica alertă în trimestrul I (+10,6 la sută în termeni reali, cele de bunuri avansând cu 8,8 la sută), evoluție ce a reflectat, pe de o parte, menținerea la cote relativ ridicate a absorbției interne și a exporturilor, iar pe de altă parte, influența unor factori sezonieri, respectiv condițiile adverse de climă din primele 2 luni ale acestui an, care au condus la majorarea de peste 4 ori a achizițiilor de gaze naturale. Creșteri de ritm au fost observate în cazul unor categorii de bunuri intermediare și de capital, atât în corelație cu integrarea anumitor segmente industriale în lanțurile de valoare adăugată (este cazul importurilor de componente auto), cât și cu semnalele pozitive privind investițiile în sectorul industrial.



Sursa: Eurostat, calcule BNR

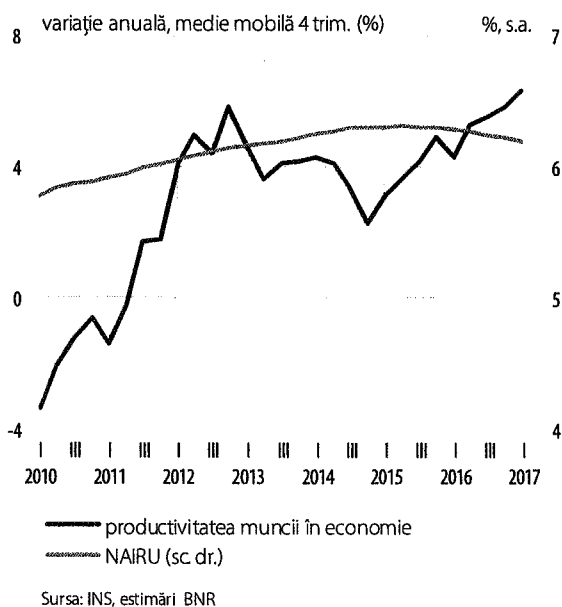
Cererea de consum a continuat să stimuleze achizițiile de bunuri din exterior, însă temperarea cumpărărilor din rețeaua comercială s-a regăsit într-o atenuare a dinamicii importurilor de acest tip (de la 10 la sută în trimestrul IV 2016 la 6,4 la sută în ianuarie-martie, variații în termeni reali), localizată la nivelul majorității grupelor – excepție au făcut produsele industriei ușoare și autovehiculele. Suflul vizibil mai slab al importurilor de bunuri de consum nu a fost însă de natură a îmbunătăți balanța externă pe segmentul respectiv – aceasta a continuat să reprezinte principalul canal de erodare a soldului comercial, în condițiile în care o susținere fermă din partea exporturilor de bunuri de consum întârzie să se manifeste. Influența nefavorabilă a acestei evoluții asupra echilibrului extern a fost în continuare estompată de menținerea unor încasări nete consistente din prestări de servicii internaționale (1,9 miliarde euro, acoperind 88 la sută din deficitul

balanței bunurilor în trimestrul I). Cu toate acestea, traiectoria descrescătoare pe care s-a plasat surplusul contului serviciilor în primele 5 luni ale anului curent, asociată în bună măsură apelului în creștere al populației la servicii externe de turism și transport, sugerează o posibilă restrângere a capacității acestuia de a contrabalansa deficitul comercial (Grafic 2.6).

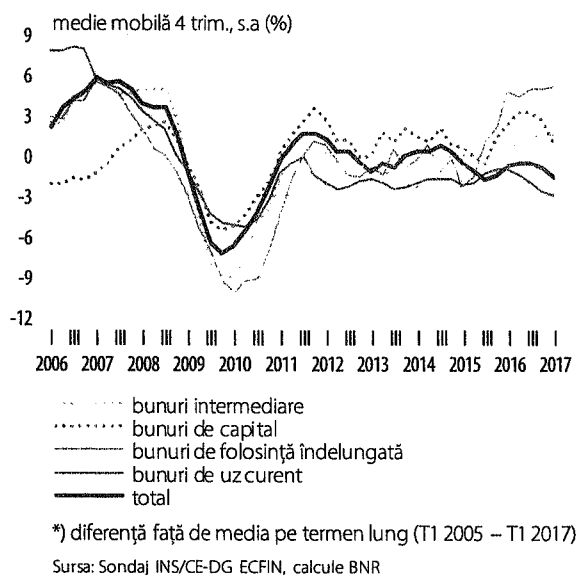
Productivitatea muncii

În primul trimestru al anului, productivitatea muncii pe ansamblul economiei și-a consolidat traiectoria ascendentă, consemnând avansuri în termeni anuali în aproape toate sectoarele economiei (Grafic 2.7). Câștigurile de productivitate pot fi atribuite în continuare evoluțiilor ciclice, în condițiile în care există tot mai multe indicii de depășire a potențialului de creștere. Pe piața muncii, rata șomajului (conform definiției BIM) și-a lărgit decalajul negativ față de șomajul structural, în timp ce angajările par

Grafic 2.7. Productivitatea muncii și NAIURU



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



să-și fi aplatizat curba de creștere, rata anuală stagnând practic în ultimele 6 trimestre. În ceea ce privește capacitățile de producție, un sondaj recent derulat de BEI¹² relevă faptul că aproape două treimi dintre firmele din România au operat în 2016 la sau peste capacitatea maximă de producție în condiții normale, nivel superior mediei UE de circa 50 la sută. De asemenea, peste 70 la sută din companii consideră suficient nivelul investițiilor realizate în ultimii 3 ani, jumătate din fluxuri fiind destinate înlocuirii echipamentelor existente, comportament care explică practic lipsa de dinamism a formării brute de capital fix pe ansamblul economiei.

În industrie, productivitatea muncii a avansat sensibil în primele 5 luni ale anului, tendința regăsindu-se într-un număr important de ramuri. Astfel, pe lângă industriile integrate în lanțurile de valoare adăugată, creșteri importante de productivitate au avut loc în industria metalurgică, industria alimentară, respectiv cea a mobilei. Dincolo de influența factorului ciclic, reflectată de menținerea gradului de utilizare a capacităților de producție în majoritatea grupelor industriale peste media pe termen lung, există tot mai multe semnale privind câștiguri de ordin structural (Grafic 2.8). În cadrul acestora din urmă se remarcă preocuparea tot mai puternică a companiilor în vederea automatizării procesului de producție, prezentă în special în industria auto și în cea a echipamentelor electrice, unde o serie de producători importanți realizează investiții în instalarea de roboți și se află în proces de recrutare a personalului specializat în controlul acestora.

Tendința de automatizare, observată recent și în cazul economiei autohtone, reprezintă un fenomen global, care dincolo de avantajele oferite în planul câștigurilor de productivitate, are și implicații

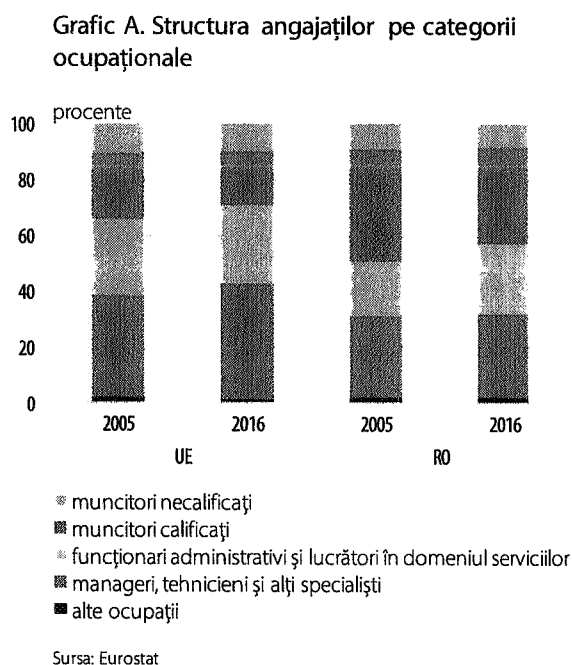
importante în plan social, prin presiunea exercitată asupra compoziției și dimensiunii forței de muncă. Astfel, exigențele cu privire la nivelul de pregătire a capitalului uman vor fi tot mai ridicate – capitol la care România are destul de mult de recuperat, ponderea deținută de personalul cu o pregătire superioară în totalul salariabililor situându-se la un nivel net inferior mediei UE –, concomitent cu restrângerea treptată a schemelor viitoare de personal (a se vedea Caseta).

¹² Group Survey on Investment and Investment Finance 2016.

Piața muncii din România în era digitalizării

Pe termen lung, capitalul uman – alcătuit din cunoștințele și abilitățile indivizilor, ce le permit acestora să aducă valoare adăugată în economie – este considerat a fi cea mai importantă resursă a unei țări. În contextul unui mediu economic global din ce în ce mai dinamic, odată cu asimilarea soluțiilor aduse de noua generație de tehnologii¹³, sarcinile factorului muncă încep să fie preluate gradual de mașini, iar cerințele în ceea ce privește pregătirea și abilitățile personalului devin tot mai exigente. Este deci esențial ca investițiile în resursa umană să fie eficiente și adresate nevoilor unei economii aflate în continuă mișcare, probabilitatea ca tipurile de competențe cerute în prezent pe piața muncii să nu mai existe la încheierea ciclului tradițional de instruire fiind tot mai ridicată. Caseta de față își propune să evalueze stadiul actual al dezvoltării capitalului uman în România, în condițiile în care constrângerile impuse de deficitul de personal pot grăbi decizia companiilor locale cu privire la automatizarea unor activități.

Importanța înzestrării personalului cu abilități superioare este susținută empiric și în cazul României, productivitatea înregistrată de companiile care recrutează preponderent astfel de angajați fiind sensibil mai ridicată, comparativ cu firmele care au în principal angajați cu un nivel redus de instruire¹⁴. Similar tendinței globale, cererea de personal cu pregătire superioară s-a amplificat în economia



autohtonă, circa două treimi din locurile de muncă vacante create în anul 2016 solicitând astfel de competențe. În același timp însă, un procent covârșitor de companii indică deficitul de personal cu calificare adecvată drept unul dintre cele mai importante obstacole în dezvoltarea activității¹⁵. Evaluarea nu este deloc surprinzătoare, în condițiile în care oferta excedentară de forță de muncă este formată în proporție de 80 la sută din șomeri neindemnizați, categorie cu aptitudini în general reduse, date fiind nivelul relativ scăzut de educație (absolvenți de învățământ primar, gimnazial sau profesional) și perioada îndelungată petrecută în șomaj (cel puțin 1 an), cu efect negativ asupra competențelor. În plus, structura angajaților pe categorii ocupaționale relevă o modificare marginală a ponderii deținute de manageri, tehnicieni și alți specialiști (profesii care necesită aptitudini mai sofisticate), care a fluctuat în ultimii

10 ani în jurul nivelului de 30 la sută, în vizibil contrast cu tendința europeană, unde acest procent s-a consolidat de la un an la altul, plasându-se în anul 2016 la 41 la sută (Grafic A).

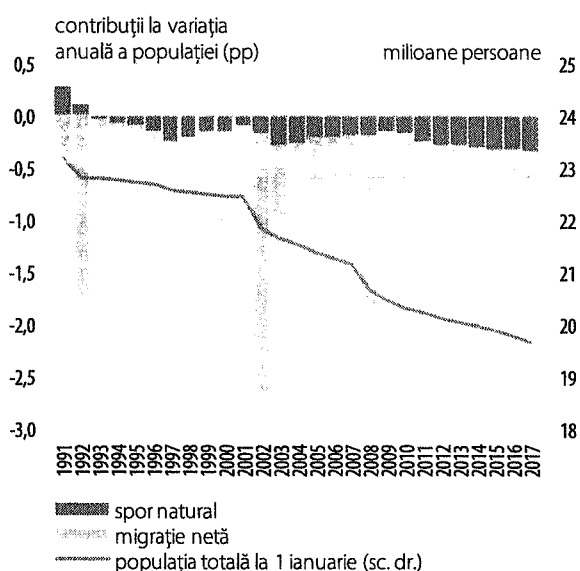
¹³ În domenii precum robotică, inteligență artificială, printare 3D, *cloud computing*, analiza și prelucrarea bazelor mari de date.

¹⁴ A se vedea caseta „Productivitatea multifactorială din perspectivă macro și microeconomică”, inclusă în *Raportul asupra inflației*, mai 2016.

¹⁵ La nivelul anului 2016, sondajul Manpower relevă că peste 70 la sută dintre angajatori întâmpinau dificultăți în a găsi personal calificat, plasând astfel România pe locul 3 la nivel internațional.

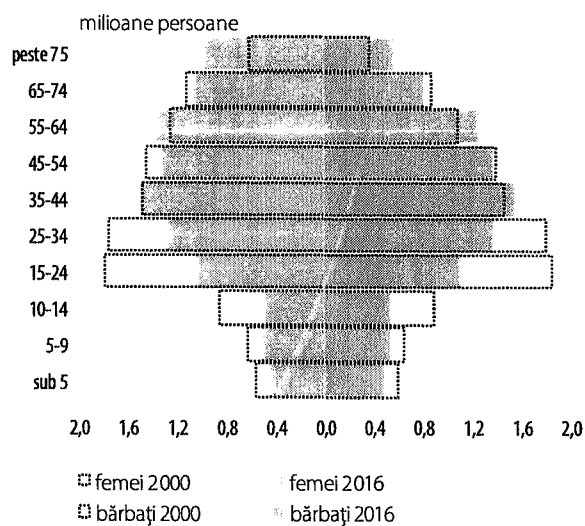
O contribuție esențială la formarea unui deficit acut de personal calificat revine emigrației masive în rândul persoanelor în vârstă de muncă – la sfârșitul anului 2016, aproape 3 milioane de cetățeni români trăiau în țări membre ale Uniunii Europene (Grafic B), pe segmentul cu studii superioare fiind consemnate, în termeni relativi, cele mai mari pierderi. Acest fenomen, comun mai multor state din Europa Centrală și de Est, nu a rămas fără efecte asupra creșterii economice din regiune, influența negativă exercitată asupra productivității muncii fiind estimată la circa 5 puncte procentuale, cu impact advers și asupra vitezei de convergență către nivelul de trai din statele dezvoltate (FMI, 2016). Repercusiuni există și în plan demografic, emigrația contribuind, alături de sporul natural negativ, la accentuarea tendinței de îmbătrânire a populației, categoria de vârstă 15-34 ani înregistrând cea mai amplă contracție comparativ cu anul 2000 (Grafic C). Creșterea numărului persoanelor din categoria de vârstă 55-64 ani devine îngrijorătoare însă, având în vedere capacitatea mai redusă de adaptare la noile cerințe, mai ales în condițiile în care majoritatea au un nivel de educație mediu și scăzut (80,2 la sută în anul 2016). Existența unor programe educaționale care să asigure învățarea pe tot parcursul vieții ar putea atenua efectele adverse ale îmbătrânirii, însă România se află pe ultimul loc în UE la acest capitol – doar 1,2 la sută dintre persoanele aflate în categoria de vârstă 25-64 ani au participat la astfel de instruirii pe parcursul anului 2016, comparativ cu o medie de 11 la sută în Uniunea Europeană.

Grafic B. Evoluția populației României



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Grafic C. Piramida vârstelor

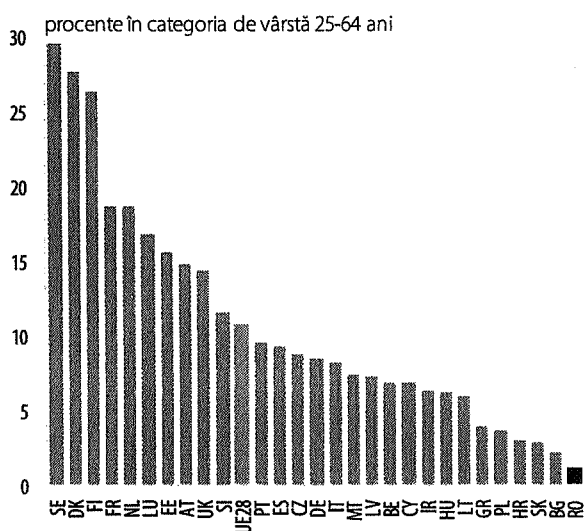


Sursa: Eurostat

Necesitatea ca investiția în resursa umană să devină un proces continuu a devenit o prioritate la nivel global, în condițiile în care avansul tehnologic constituie un factor important de presiune asupra structurii actuale a pieței muncii, iar capacitatea sistemelor educaționale existente în prezent, în lume, de a se adapta în timp util la noile cerințe (nu doar prin modificarea rapidă și eficientă a curriculei, ci și prin însușirea noilor cunoștințe de către toate generațiile) este discutabilă (BIM, 2010; FEM, 2014). Astfel, se prefigurează că schimbările în compoziția forței de muncă au potențialul de a amplifica polarizarea locurilor de muncă din perspectiva pregătirii și, implicit, a câștigurilor salariale. Literatura de specialitate pune în evidență faptul

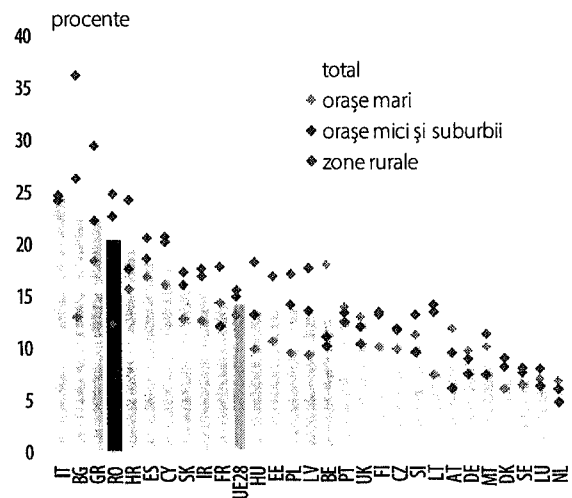
că progresul tehnologic este complementar unui grad înalt de specializare a forței de muncă și relativ substituit în celelalte cazuri. Prin urmare, avansul tehnologiei este de natură să afecteze profesiile ce implică abilități reduse și chiar medii ale personalului și, într-o primă etapă, pe acelea care au tendința de fi repetitive – de pildă, introducerea roboților industriali în procesul de producție, respectiv a automatelor de plată în comerț (Autor *et al.*, 2006; Goos și Manning, 2007; Eurofund, 2014). Studii recente estimează valori deloc neglijabile ale procentului de categorii ocupaționale aflate în pericol de dispariție pe termen mediu și lung din cauza automatizării (Frey și Osborne, 2013); la nivel european ponderea depășește 50 la sută, cel mai mare risc (peste 60 la sută) fiind identificat în România.

Grafic D. Rata de participare la programe de formare profesională, 2016



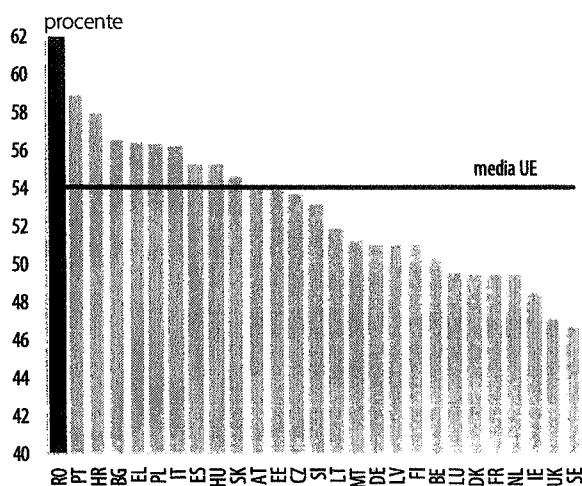
Sursa: Eurostat

Grafic E. Tineri care nu sunt integrați în nicio formă de ocupare, educație sau formare profesională, 2016



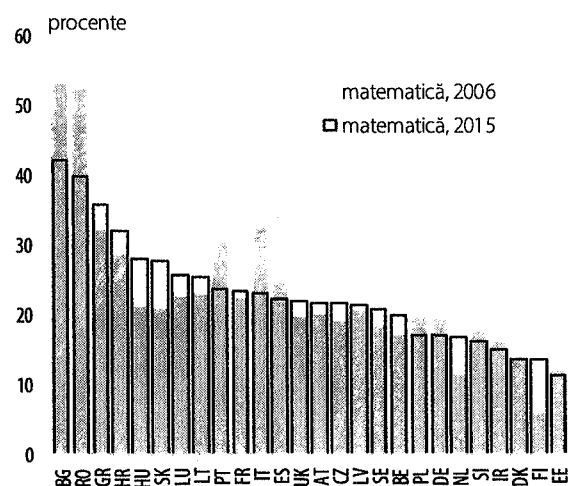
Sursa: Eurostat

Grafic F. Locuri de muncă aflate în pericol de dispariție din cauza avansului tehnologic



Sursa: Bruegel

Grafic G. Elevi care nu au abilități de bază privind aplicarea cunoștințelor științifice pe care le dețin



Sursa: OCDE

Mediul economic actual impune cunoștințe digitale de bază în cazul majorității tipurilor de locuri de muncă (FEM, 2016), iar în România – în contrast cu dezvoltarea alertă a sectorului IT&C – mai mult de jumătate din forța de muncă (54 la sută) nu are nici măcar abilități digitale primare, comparativ cu circa 30 la sută în Uniunea Europeană (Comisia Europeană, 2016). Acutizarea problemei calificării corespunzătoare a forței de muncă este indisolubil legată de capacitatea de adaptare a sistemului de învățământ la noile cerințe ale pieței. Ilustrative în acest sens sunt scorurile elevilor români la testele PISA, care – în pofida unei relative îmbunătățiri în intervalul 2006-2015 – continuă să se situeze mult sub media OCDE, dar și faptul că în jur de 40 la sută dintre elevi nu au abilități de bază privind aplicarea în mod creativ a cunoștințelor științifice¹⁶ pe care le dețin, unul dintre cele mai ridicate procente din UE. Mai mult, există un procent foarte ridicat de tineri (21 la sută dintre persoanele cu vârsta între 15 și 29 ani), în special cei din mediul rural și orașele mici, care nu erau implicați în anul 2016 în niciun fel de activitate (program de educație sau loc de muncă; Graficele D-G).

Până în prezent, influența progresului tehnologic s-a resimțit pe piața muncii din România mai ales prin majorarea cererii de forță de muncă înalt calificată, relevantă în acest sens fiind expansiunea sectorului IT&C. Riscul de dispariție a unor profesii din cauza automatizării este contrabalansat, deocamdată, de faptul că salariile se află încă la un nivel la care angajarea de personal cu o pregătire medie sau scăzută este rentabilă; în perioada următoare este previzibilă însă atenuarea efectului de compensare, date fiind creșterea alertă a salariilor din ultimii ani și probabilitatea continuării tendinței pe orizontul apropiat. În același timp, domeniile de activitate cu cele mai ample rate de absorbție a forței de muncă sunt chiar cele considerate a avea cel mai ridicat risc de automatizare, respectiv comerțul și serviciile suport. În cazul României, în această categorie poate fi încadrată și o bună parte a industriei auto (inclusiv ramurile asociate), care realizează operațiuni cu complexitate scăzută, utilizând preponderent factorul uman – probabil pe fondul avantajului prin cost pe care îl oferă. Există însă semnale privind erodarea acestuia din urmă, la nivelul producătorilor de mijloace de transport rutier¹⁷ fiind deja vizibile mișcări de relocare a producției și măsuri de creștere a gradului de automatizare a liniilor de fabricație.

Referințe

Autor, D., Katz, L. și Kearney, M. – „The Polarization of the US Labor Market”, *NBER Working Paper Series*, No. 11986, 2006

Biroul Internațional al Muncii – *A Skilled Workforce for Strong, Sustainable and Balanced Growth*, 2010

Comisia Europeană – *Digital Economy and Society Index*, Country Profile Romania, 2016

Comisia Europeană – *Digitising European Industry*, aprilie 2016

Eurofound – „Drivers of Recent Job Polarization and Upgrading in Europe”, *European Jobs Monitor*, 2014

¹⁶ Matematică și alte științe exacte.

¹⁷ A se vedea caseta „Competitivitatea prin preț a principalelor grupe și ramuri industriale”, inclusă în *Raportul asupra inflației*, mai 2017.

Fondul Monetar Internațional – *Emigration and Its Economic Impact on Eastern Europe*, iulie 2016

Forumul Economic Mondial – *Matching Skills and Labour Market Needs: Building Social Partnerships for Better Skills and Better Jobs*, 2014

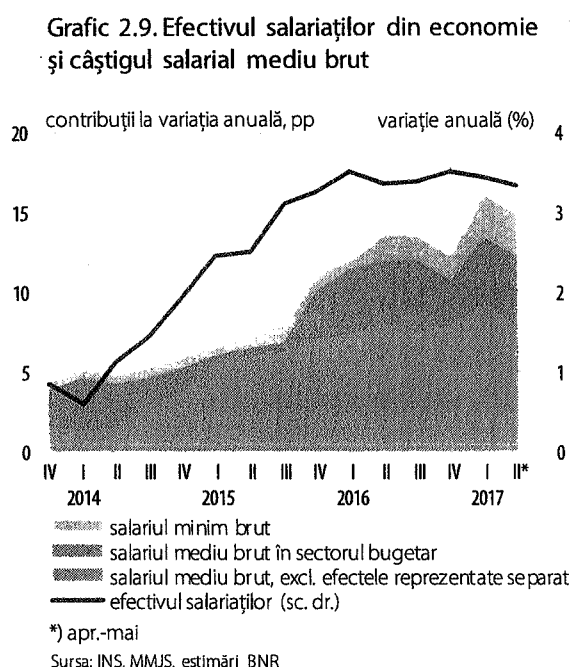
Forumul Economic Mondial – *The Human Capital Report*, 2016

Frey, C.B. și Osborne, M. – „The Future of Employment: How Susceptible are Jobs to Computerisation?”, Oxford Martin School, University of Oxford, 2013

Goos, M. și Manning, A. – „Lousy and Lovely Jobs: The Rising Polarisation of Work in Britain”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 89, No. 1, pp. 118-133, 2007

Evoluții pe piața muncii¹⁸

Avansul efectivului salariaților din economie pare să fi atins un plafon la începutul anului 2016, iar intervalul ianuarie-mai 2017 susține evaluarea, modificarea anuală menținându-se la 3,4 la sută (Grafic 2.9). Și de această dată, contribuția dominantă a



revenit angajărilor realizate în serviciile de piață, rata de creștere a acestora pierzând însă din dinamism. Totodată, în industrie a fost reconfirmată tendința de stabilizare a dinamicii recrutărilor la un nivel inferior mediei (2,1 la sută în termeni anuali), remarcându-se totuși o accentuare a ratei de creștere a personalului din industria auto (inclusiv ramurile asociate). În schimb, dinamica numărului salariaților din sectorul bugetar a urmat o traiectorie ascendentă, pe fondul angajărilor realizate în sistemul de sănătate.

Capacitatea economiei de a absorbi forța de muncă, ilustrată de majorarea ratei locurilor de muncă vacante, s-a reflectat și la nivelul ofertei excedentare, ambii indicatori ai șomajului comprimându-se cu câte 0,2 puncte procentuale – rata BIM până la 5,3 la sută (nivel minim istoric), iar rata șomajului înregistrat până la 4,5 la sută. Evoluția este similară celei

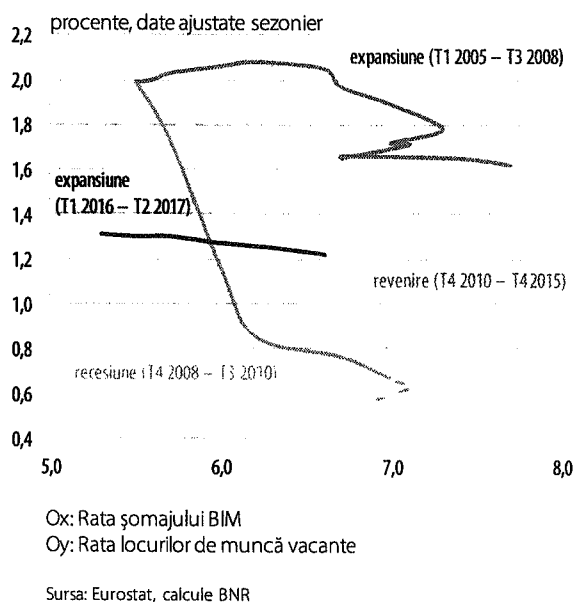
consemnate în perioada de expansiune a ciclului economic anterior (2006-2008), fiind vizibil însă un nivel mai redus al ratei locurilor de muncă vacante, fenomen care reflectă schimbarea structurii economiei în favoarea unor ramuri care utilizează intens factorul capital sau presupun un nivel înalt de cunoștințe (exemple relevante sunt industria auto și serviciile IT&C – Grafic 2.10).

Restrângerea numărului de potențiali candidați contribuie la continuarea tendinței de tensionare a condițiilor pe piața muncii, astfel că procesul de atragere/păstrare a personalului devine mai dificil pentru companii. Între cele mai importante categorii pentru care angajatorii găsesc cel mai greu candidați se regăsesc inginerii, dar și muncitorii calificați¹⁹, sugerând faptul că sunt în continuare necesare eforturi în vederea dezvoltării învățământului, inclusiv a celui profesional. În cel din urmă caz,

¹⁸ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

¹⁹ Conform studiului *Deficitul de talente 2016/2017*, realizat de către Manpower.

Grafic 2.10. Curba Beveridge



se observă o redresare începând cu anul 2013, însă numărul absolvenților reprezintă numai un sfert din nivelul atins în perioada 2000-2005.

Pentru intervalul iunie-septembrie 2017 se conturează semnale mixte privind evoluția numărului de angajați. Astfel, sondajul CE-DG ECFIN sugerează stabilitatea ritmului recrutărilor în industrie, servicii de piață și construcții, precum și o îmbunătățire sensibilă a așteptărilor în comerț. În schimb, în studiul Manpower perspectivele privind angajările rămân pozitive, în atenuare însă comparativ cu cele formulate pentru trimestrul II 2017 în majoritatea ramurilor, cu excepția construcțiilor și a transporturilor.

Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut a continuat să accelereze în perioada ianuarie-mai 2017 (+3,4 puncte procentuale, până la 15,6 la sută), reflectând, pe de o parte, majorări salariale în sectorul

bugetar²⁰ și ridicarea pragului minim de salarizare la 1 450 de lei (+16 la sută), iar pe de altă parte, tensionarea progresivă a pieței muncii, absența unui progres material în soluționarea deficiențelor structurale amplificând influența ciclică.

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

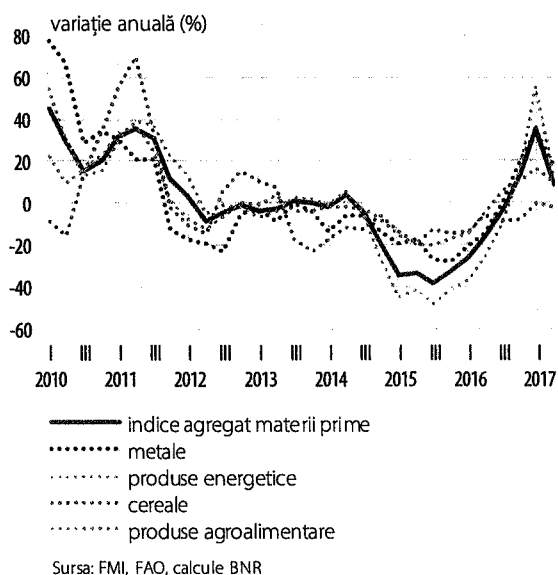
Debutul anului 2017 a fost marcat de majorări ample ale cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale, care s-au temperat însă substanțial până la jumătatea anului, în contextul unui nivel confortabil al stocurilor pe plan global pentru cele mai multe mărfuri tranzacționate. Tendința a fost urmată îndeaproape de prețurile de import, dar și de cele de producție pentru piața internă, dată fiind sensibilitatea relativ ridicată a acestora din urmă la evoluțiile externe. Totodată, a continuat acumularea de presiuni inflaționiste din surse interne, variația costurilor unitare cu forța de muncă rămânând consistent pozitivă, mai ales în ramurile producătoare de bunuri de consum.

2.1. Prețurile de import

După avansul semnificativ înregistrat în prima parte a anului 2017, cotațiile principalelor materii prime și-au temperat substanțial ritmul de creștere pe piețele internaționale în trimestrul II, rata anuală a indicelui agregat coborând până la aproximativ 9,0 la sută (-26,0 puncte procentuale, față de trimestrul I; Grafic 2.11). Tendința a caracterizat majoritatea prețurilor, fiind mai pronunțată în cazul bunurilor energetice, a căror

²⁰ În luna februarie au fost majorate salariile personalului nedidactic și celui din administrația publică, precum și cele ale actorilor.

Grafic 2.11. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



variație s-a diminuat cu 43 de puncte procentuale, până la 12,7 la sută. Prețul petrolului a oscilat în intervalul 50-55 USD/baril, coborând în luna iunie chiar sub limita inferioară a acestui interval. În ansamblu, oferta de țiței s-a menținut relativ robustă – în pofida acordului OPEC de restrângere a producției, extins recent până în martie 2018 –, fiind susținută de producția în creștere a SUA. De altfel, din aceste considerente, estimări recente²¹ indică menținerea cotației petrolului în apropierea valorii de 50 USD/baril până la finele anului 2017.

În ceea ce privește cotațiile metalelor, variația anuală s-a atenuat în trimestrul II până la 17,3 la sută, pe fondul apariției unor temeri privind sustenabilitatea expansiunii economiei chineze, generate de nivelul îngrijorător al îndatorării. În corelație cu anticipațiile favorabile privind oferta la nivel mondial, prețurile principalelor materii prime agroalimentare și-au

temperat ritmul anual de creștere până la 9,2 la sută. Și de această dată, excepție de la tendință au făcut prețurile pentru carne, lapte și produse lactate, ca urmare a cererii globale în creștere.

Saltul puternic înregistrat de cotațiile materiilor prime în primele luni ale anului s-a reflectat și la nivelul indicelui valorii unitare a importurilor, care și-a consolidat traiectoria ascendentă (+4,4 puncte procentuale față de trimestrul IV 2016, până la 103,7 la sută). Astfel, presiunile de creștere provenite din partea prețurilor de import s-au intensificat, inclusiv ca urmare a aprecierii dolarului SUA față de euro.

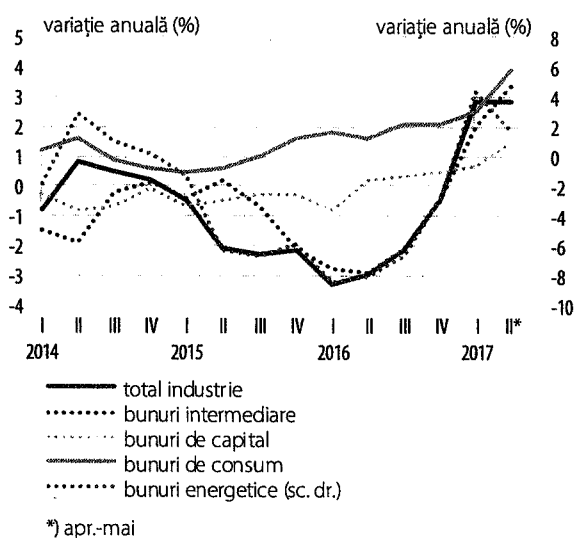
În structură, contribuții importante au revenit produselor minerale, al căror IVU a urcat la 150 la sută (+50 puncte procentuale), dar și metalelor comune și produselor chimice, deși în aceste cazuri accelerările au avut amplitudini mai reduse. În cazul bunurilor relevante pentru coșul de consum s-au observat în general intensificări ale ratelor anuale, atât pe segmentul alimentar (produse animale, vegetale, uleiuri și grăsimi), cât și pe cel non-alimentar (îmbrăcăminte, încălțăminte); excepție au făcut mijloacele de transport, al căror IVU a stagnat la 100,7 la sută, pe fondul amplificării importurilor de mașini rulate, eliminarea timbrului de mediu stimulând achizițiile de vehicule cu emisii poluante ridicate, cu un preț mai scăzut.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul aprilie-mai 2017, rata anuală de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă a stagnat la nivelul celei înregistrate în trimestrul I 2017 (2,8 la sută), impactul descendent al temperării ritmului de creștere a prețurilor celor mai multe materii prime fiind atenuat de transmisia cu o anumită întârziere a majorării puternice a acestora în primul trimestru al anului de-a lungul lanțului de producție, dar și de presiunile acumulate pe canalul costurilor cu forța de muncă (Grafic 2.12).

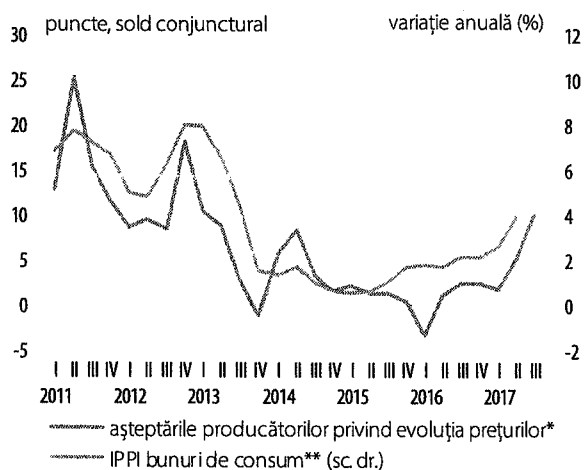
²¹ Cele mai recente prognoze realizate de EIA, precum și cotațiile futures publicate de Bloomberg.

Grafic 2.12. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

Grafic 2.13. Prețurile de producție pentru bunurile de consum și așteptările operatorilor de profil



*) iun.-aug. 2017

**) apr.-mai 2017

Sursa: Eurostat, Sondaj INS/CE-DG ECFIN

Singurele încetiniri de ritm s-au produs pe segmentul bunurilor energetice (-2,7 puncte procentuale, până la 1,7 la sută), principalul factor explicativ fiind atenuarea dinamicii anuale a cotației petrolului pe piețele internaționale. În același sens a acționat însă și corecția puternică suferită de prețul energiei electrice pe piața liberă internă, saltul amplu de la începutul anului fiind în esență artificial, fără corespondent la nivelul factorilor fundamentali.

Prețurile bunurilor intermediare și de capital s-au dovedit mai puțin receptiv la influența externă, posibil pe fondul transmisiei cu un decalaj a creșterii cotațiilor materiilor prime în prima parte a anului, dar și al tendinței de depreciere a monedei naționale în raport cu principalele valute.

De asemenea, dinamica anuală a prețurilor bunurilor de consum și-a consolidat traiectoria crescătoare pe care s-a plasat începând cu a doua jumătate a anului 2015, urcând în intervalul aprilie-mai 2017 până la 3,9 la sută (+1,4 puncte procentuale față de trimestrul I). Rezultatele sondajului DG ECFIN indică o continuare a tendinței și în perioada imediat următoare, soldul conjunctural pentru intervalul iunie-august 2017 atingând 10,4 puncte, cea mai ridicată valoare din ultimii 4 ani (Grafic 2.13). Evoluția a fost mai pronunțată pe segmentul alimentar, date fiind dinamica anuale apropiate de 20 la sută pe care le-au consemnat costurile salariale unitare începând cu semestrul II 2016, precum și majorarea cotațiilor pentru anumite categorii de materii prime.

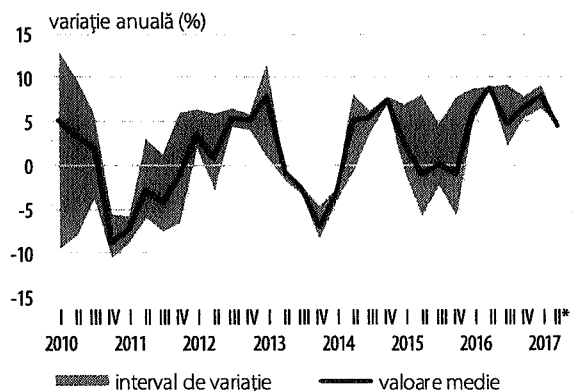
În perioada ianuarie-aprilie 2017, prețurile de producție agricole și-au atenuat semnificativ variația anuală negativă până la -1,1 la sută (+4,5 puncte procentuale). Pe segmentul vegetal s-a înregistrat o temperare a scăderilor anuale, pe fondul semnalelor

privind o producție la nivel internațional ușor mai scăzută comparativ cu anul 2016, însă este puțin probabil ca tendința să se accentueze, dat fiind nivelul ridicat al stocurilor. În același timp, rata anuală de creștere a prețurilor produselor animale s-a intensificat (până la 4,9 la sută), cel mai amplu salt înregistrându-se în cazul produselor din carne de porc (+13,4 puncte procentuale, până la 20,5 la sută), în corelație cu tendințele observate la nivel european.

Costurile salariale unitare cu forța de muncă

Avansul consemnat de productivitatea muncii în primele 3 luni ale anului 2017 a fost devansat de accelerarea remunerării salariaților, astfel că dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a urcat de la o medie de 5,2 la sută în anul precedent la 8,3 la sută, cele mai mari salturi având loc în comerț și servicii publice.

Grafic 2.14. Măsuri ale costurilor unitare



*) apr.-mai; date disponibile numai pentru costurile salariale unitare din industrie

Notă: Măsurile includ costurile unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei (determinate atât pe baza numărului de persoane, cât și pe baza numărului de ore lucrate) și costurile salariale unitare în industrie.

Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

În industrie, ritmul anual al costurilor salariale unitare s-a temperat pe parcursul anului 2017 (până la 4,5 la sută în perioada aprilie-mai), la această evoluție contribuind atât câștigurile consistente de productivitate din anumite sectoare, cât și efectul de bază generat la finele intervalului de ridicarea pragului minim de salarizare în mai 2016. În structură, corecții s-au produs în industria auto și în cea a echipamentelor electrice, care absorb fluxuri importante de investiții, cu impact asupra productivității muncii prin ridicarea nivelului tehnologic. În schimb, industriile producătoare de bunuri de consum continuă să înregistreze decalaje considerabile între dinamica productivității muncii și cea a câștigului salarial, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare rămânând la niveluri de 2 cifre (în jurul a 20 la sută). Efectele presiunilor acumulate pe acest canal sunt deja vizibile la nivelul prețurilor de producție din ramurile respective, fiind

de așteptat să transpară treptat și în prețurile de consum, în condițiile în care absorbția internă crește rapid, iar influența compensatoare a mediului extern se disipează (Grafic 2.14).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În perioada mai-iulie 2017 BNR a menținut neschimbate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 1,75 la sută – și caracteristicile culoarului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente, prelungind totodată statu-quo-ul gestionării lichidității din sistemul bancar și pe cel al ratei RMO aplicate pasivelor în lei ale instituțiilor de credit; rata RMO aferentă pasivelor în valută a fost redusă însă de la 10 la 8 la sută. Măsurile au continuat să vizeze readucerea și menținerea pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În ședința din luna mai, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută, în contextul în care revenirea ratei anuale a inflației în teritoriul pozitiv în trimestrul I 2017 s-a făcut pe un palier foarte scăzut²², iar traiectoria prognozată a acesteia a suferit o nouă revizuire în sens descendent, pe întregul orizont al proiecției, în condițiile relativei slăbiri a relației dintre inflația de bază și deviația PIB față de nivelul său potențial. Deschiderea excedentului de cerere agregată se anticipa a fi însă relativ mai amplă decât se previzionase anterior, date fiind accelerarea peste așteptări a creșterii economice în trimestrul IV 2016, precum și revizuirea în sens ascendent a dinamicii ei prognozate pentru 2017 și 2018; totodată, presiuni inflaționiste în creștere sau cel puțin comparabile cu cele din prognoza precedentă se așteptau să decurgă din costurile salariale unitare, din prețurile importurilor²³, dar și din trendul ascendent al anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Perspectiva unei dinamici mai alerte a creșterii economice avea ca principală ipoteză relativa accentuare pe orizontul proiecției a atitudinii prociclice a politicii fiscale și a celei de venituri²⁴; de asemenea, ea presupunea un caracter acomodativ al condițiilor monetare reale comparabil cu cel din prognoza precedentă și o creștere economică mai solidă în zona euro/UE și pe plan global. În aceste condiții, traiectoria prognozată a ratei anuale a inflației și-a păstrat profilul accentuat ascendent, urcând la mijlocul semestrului I 2018 în jumătatea

²² În condițiile în care efectul de bază asociat reducerii cotei standard a TVA la 20 la sută a fost contrabalansat parțial de impactul reducerii acesteia la 19 la sută și de cel al eliminării supraaccizei la combustibili, începând cu 1 ianuarie 2017, precum și de influențele eliminării taxelor nefiscale în februarie. În luna martie, rata anuală a inflației s-a situat la 0,18 la sută.

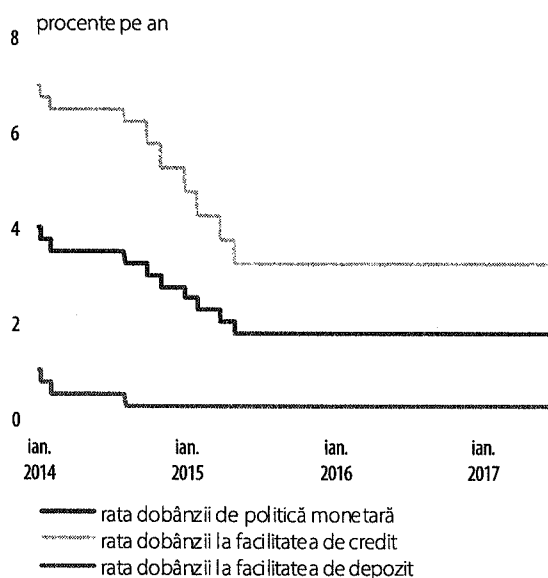
²³ Pe fondul probabilei majorări a volumului acestora.

²⁴ Inclusiv ca urmare a scăderii impozitelor indirecte și a taxelor nefiscale, a majorării salariilor din sectorul public și a creșterii salariului minim brut pe economie, precum și a majorării pensiilor și a altor venituri de natura prestațiilor sociale.

superioară a intervalului țintei și apoi în decembrie la nivelul de 3,1 la sută²⁵; la finele orizontului prognozei (martie 2019), ea se situa la 3,4 la sută – nivel similar celui indicat de precedenta proiecție pe termen mediu.

Perspectiva inflației continua să fie marcată de incertitudini și riscuri în dublu sens. Principalele surse le constituiau conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, mai ales în contextul incertitudinilor privind noua lege a salarizării unitare, dar și posibilele măsuri fiscale corective, precum și riscurile la adresa creșterii economice a zonei euro și a celei la nivel global decurgând din calendarul electoral al zonei euro, negocierile legate de *Brexit* și politicile economice implementate de administrația SUA.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Date fiind continuarea reducerii creditului în valută, consolidarea rezervelor internaționale peste nivelul adecvat și îmbunătățirea structurii acestora, Consiliul de administrație al BNR a decis însă în ședința din luna mai reducerea cu încă 2 puncte procentuale a ratei RMO aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit²⁶ (Grafic 3.1), măsura vizând continuarea armonizării mecanismului RMO cu standardele și practicile în materie ale BCE și ale principalelor bănci centrale din statele membre ale Uniunii Europene.

Datele statistice apărute ulterior au confirmat așteptările de creștere a ratei anuale a inflației în trimestrul II; aceasta a urcat în mai la 0,64 la sută, ușor peste nivelul prognozat, prioritar pe seama inflației de bază²⁷ și a prețurilor administrate²⁸, doar parțial contrabalansate ca efect de evoluția prețului combustibililor, reflectând scăderea prețului internațional al petrolului. Datele au evidențiat și o

accelerare semnificativă a creșterii economice²⁹ în primul trimestru al anului 2017 (5,8 la sută, față de 4,7 la sută), inclusiv în raport cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, implicând o probabilă deschidere mai amplă a excedentului de cerere agregată; sporul de dinamică a PIB a fost generat de această dată integral de cererea internă – a cărei dinamizare a beneficiat atât de aportul consumului gospodăriilor populației, cât și de cel al formării brute de capital fix –, contribuția exportului net la avansul PIB redevenind marginal negativă³⁰. În același timp, dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut s-a menținut la un nivel de două cifre în aprilie, chiar dacă s-a temperat ușor în raport cu trimestrul I, iar costurile salariale unitare din

²⁵ Față de un nivel de 3,4 la sută în proiecția pe termen mediu din februarie 2017.

²⁶ De la 10 la 8 la sută. Măsura a intrat în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2017.

²⁷ Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a atins în luna mai 1,29 la sută, față de 1,03 la sută în martie. În absența scăderii cotei standard a TVA, ea ar fi crescut la 1,47 la sută.

²⁸ Secondate la distanță de prețurile LFO.

²⁹ Datele statistice referitoare la creșterea economică sunt cele provizorii, disponibile la momentul efectuării analizei de politică monetară.

³⁰ Creșterea la maximum ultimilor 3 ani a dinamicii exporturilor de bunuri și servicii a fost devansată de accelerarea ritmului importurilor, context în care deficitul de cont curent și-a accentuat tendința de adâncire în raport cu aceeași perioadă a anului trecut.

industrie și-au reaccelerat creșterea în termeni anuali, pe fondul scăderii – posibil conjuncturale – a variației anuale a productivității muncii.

Creditul acordat sectorului privat și-a majorat ușor dinamica anuală în primele 2 luni ale trimestrului II³¹ (2,5 la sută ca medie, față de 1,9 la sută în trimestrul I). Evoluția a fost susținută în aprilie de împrumuturile acordate societăților nefinanciare³² – în principal de componenta în lei pe termen lung și de cea în devize pe termen scurt – iar în luna mai, de creditul acordat populației. Reamplificarea variației anuale a acestuia a fost rezultanta dinamizării împrumuturilor în lei pentru consum și alte scopuri³³, în contextul creșterii veniturilor și al relativei consolidări a așteptărilor favorabile ale populației privind situația financiară viitoare; rata anuală de creștere a creditelor pentru locuințe s-a încetinit însă, fiind influențată de maniera de derulare și particularitățile programului „Prima casă”. Evoluțiile s-au corelat într-o anumită măsură cu rezultatele *Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare* din luna mai 2017, care au relevat așteptări de creștere a cererii de credite în trimestrul II 2017, dar și de relativă înăsprire a standardelor de creditare aferente împrumuturilor de consum și celor ipotecare³⁴, concomitent cu menținerea lor nemodificată în cazul societăților financiare. Dinamica creditului în lei s-a atenuat ușor în perioada analizată (12,7 ca medie, față de 13,8 la sută în intervalul ianuarie-martie), ca de altfel și variația anuală negativă a componentei în valută (-9,8 la sută, față de -11,3 la sută, pe baza valorilor exprimate în euro); ponderea în total a componentei în lei a continuat, totuși, să crească (59,3 la sută în luna mai – cea mai mare valoare post-1996).

Masa monetară și-a încetinit însă ritmul creșterii anuale în primele 2 luni ale trimestrului II – la 11,1, respectiv 9,8 la sută –, după ce în martie acesta s-a accelerat la 12,0 la sută. Mișcarea a reflectat cu precădere relativa restrângere a sumelor alocate în contul fondurilor europene (inclusiv pentru agricultură), probabil conjugate cu redirecționarea unor plasamente dinspre M3 către alte active financiare; influențe de sens opus au provenit din creșterea mai alertă a cheltuielilor bugetare în luna mai. Pe acest fond, masa monetară în sens restrâns și-a temperat creșterea (20,9 la sută, față de 21,2 la sută), evoluția fiind imprimată cu precădere de depozitele ON ale populației. Și depozitele la termen sub 2 ani și-au redus dinamica anuală, preponderent pe seama declinului mai alert al depozitelor instituțiilor financiare nemonetare.

Evaluările realizate în acest context au reconfirmat perspectiva continuării creșterii ratei anuale a inflației în lunile următoare, în condițiile plasării ei pe o traiectorie ușor superioară celei evidențiate de prognoza pe termen mediu a BNR din luna mai 2017, inclusiv în cazul ratei anuale a inflației de bază. Totodată, noua proiecție pe termen scurt a relevat o revizuire semnificativă în sens ascendent a dinamicii trimestriale a PIB prognozate pentru trimestrul II³⁵ și doar marginală în sens opus a celei anticipate

³¹ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

³² Context în care dinamica anuală nominală a acestuia a redevenit pozitivă, după o pauză de 4 ani.

³³ Dinamica anuală nominală a împrumuturilor pentru consum și alte scopuri a reintrat în teritoriul pozitiv în luna mai, pentru prima oară în ultimii 5 ani.

³⁴ În contextul modificării cerințelor privind evaluarea bonității clienților ca urmare a intrării în vigoare a Regulamentului BNR nr. 5/2016 pentru modificarea și completarea Regulamentului BNR nr. 17/2012 privind unele condiții de creditare.

³⁵ Potrivit indicatorilor cu frecvență ridicată, creșterea PIB se prefigura a fi determinată de consumul privat.

pentru trimestrul III, implicând, inclusiv în condițiile accelerării mult peste așteptări a creșterii economice în primul trimestru, o deschidere considerabil mai amplă a *gap*-ului pozitiv al PIB în perspectivă apropiată. În același timp însă s-a evidențiat o creștere semnificativă a incertitudinilor circumscrise perspectivei pe termen scurt și mediu a conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, de natură să genereze incertitudini sporite și riscuri în ambele sensuri la adresa celei mai recente prognoze pe termen mediu a inflației; ele aveau ca surse noua lege a salarizării unitare și implementarea ei, precum și noile măsuri și inițiative legislative anunțate în sfera taxării și impozitării, a salariilor și pensiilor, precum și a cadrului de funcționare a firmelor³⁶. Acestea li se alăturau riscurile în sens descendent la adresa creșterii economice a zonei euro/UE și a celei globale decurgând din incertitudinile asociate negocierilor pentru *Brexit* și politicilor economice ale administrației SUA.

În aceste condiții, în ședința din 3 iulie 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută și preservarea caracteristicilor coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente oferite de BNR, precum și a nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Condițiile monetare reale și-au păstrat caracterul stimulat în trimestrul II 2017, în contextul în care cursul mediu de schimb leu/euro s-a majorat ușor față de primele 3 luni ale anului, iar rata medie a dobânzii la depozitele de pe piața monetară interbancară a crescut marginal, ca de altfel și cotația medie ROBOR 3M, pe fondul unei scăderi temporare a rezervelor excedentare, dar și al prezervării de către BNR a gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar. Totodată, rata medie a dobânzii aferente creditelor noi a fost relativ mai ridicată în intervalul aprilie-mai decât cea din trimestrul I, rata anuală a inflației a fost mai mare, în timp ce randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale clienților nebankari a continuat să scadă.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul zilnic al depozitelor de pe piața monetară interbancară s-a menținut pe parcursul trimestrului II în apropierea randamentului facilității de depozit a BNR, iar cursul de schimb leu/euro a manifestat o tendință crescătoare. Creditul acordat sectorului privat și masa monetară au consemnat fluctuații de dinamică în intervalul martie-mai 2017, evoluția celei din urmă fiind influențată și de variația sumelor plătite în contul fondurilor europene.

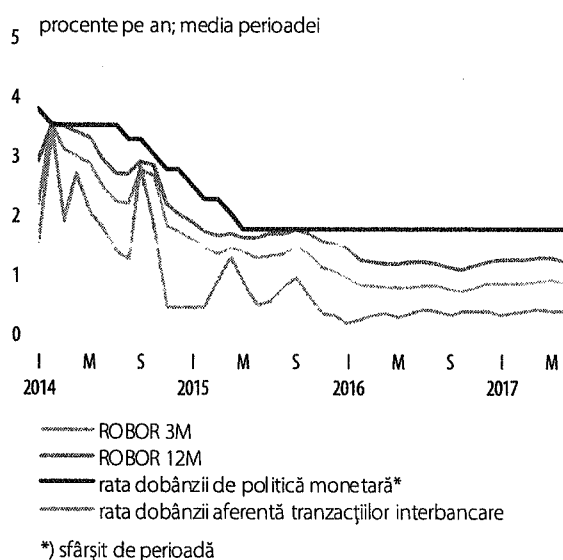
³⁶ În contextul desemnării noului guvern, au fost anunțate ca potențiale măsuri – unele dintre ele similare, cel puțin parțial, celor prefigurate anterior –, următoarele: creșterea salariului minim brut pe economie, scăderea cotei standard a TVA de la 19 la 18 la sută, începând cu 1 ianuarie 2019, și extinderea cotei de 5 la sută pentru vânzarea de locuințe cu o suprafață mai mică de 120 mp și pentru inputuri în agricultură, începând cu 1 ianuarie 2018, creșterea valorii punctului de pensie, a pensiei minime garantate și a alocației pentru copii, reducerea contribuțiilor sociale cu 4,25 puncte procentuale și transferarea acestora exclusiv în sarcina angajatului (plata urmând a fi făcută de angajator), introducerea unei contribuții de solidaritate și a unei taxe suplimentare pe produsele al căror consum are un impact negativ major asupra sănătății populației, reducerea impozitului pe venit de la 16 la 10 la sută, neimpozitarea veniturilor medicilor, introducerea impozitului pe cifra de afaceri, impozitarea suplimentară a profiturilor obținute din extracția de resurse naturale și neprelucrate în România, eliminarea impozitului pe dividende și a impozitului pe terenul agricol, reintroducerea impozitului pe venitul global, modificarea legislației în vederea reîntregirii capitalului de către firmele care au capital negativ și modificarea prevederilor privind insolvența.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a plasat de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului II la limita inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente, consemnând doar episodic valori relativ mai ridicate. Media sa trimestrială s-a situat la nivelul de 0,37 la sută, marginal superior (cu 0,05 puncte procentuale) celui din precedentele 3 luni.

Randamentele ON ale pieței monetare interbancare s-au menținut în imediata apropiere a ratei dobânzii la facilitatea de depozit a BNR până la finele perioadei de constituire a RMO încheiate în aprilie, pe fondul persistenței valorilor înalte, deși aflate în scădere, ale excedentului net de lichiditate din sistemul bancar. Ele au crescut apoi temporar la sfârșitul lunii aprilie/începutul lunii mai – ca efect al accentuării restrângerii surplusului de rezerve, în principal sub influența majorării soldului contului în lei al Trezoreriei³⁷ – pentru ca, odată cu reluarea injecțiilor de lichiditate ale MFP³⁸, să se re poziționeze în proximitatea randamentului facilității de depozit³⁹.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



La rândul lor, cotațiile pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară (ROBOR 3M-12M) au rămas relativ neschimbate de-a lungul primelor două decade din aprilie, pentru ca ulterior să consemneze o ușoară majorare (Grafic 3.2). Aceasta a fost însă temporară, fiind succedată de o mișcare descendentă – reflectând revizuirea anticipațiilor instituțiilor de credit privind traiectoria viitoare a ratelor dobânzilor pe termen scurt – care s-a prelungit până la jumătatea lunii iunie și s-a soldat cu plasarea cotațiilor ROBOR la minimele ultimelor 6 luni; spre finele perioadei, acestea au înregistrat o nouă creștere marginală. În consecință, valoarea medie a ratei ROBOR 3M s-a situat în iunie la un nivel apropiat celui din ultima lună a trimestrului anterior (0,84 la sută), în timp ce mediile aferente termenelor de 6, respectiv 12 luni au scăzut fiecare cu 0,05 puncte procentuale, până la 1,02, respectiv 1,20 la sută.

Sub influența aceluiași factori, randamentele titlurilor de stat pe termen scurt (6-12 luni) au avut o evoluție similară (Grafic 3.3). Cele pe termen mediu/lung și-au prelungit însă până spre finele lunii mai traiectoria descendentă pe care s-au înscris în a doua jumătate a lunii martie⁴⁰; mișcarea s-a corelat cu declinul randamentelor din SUA și

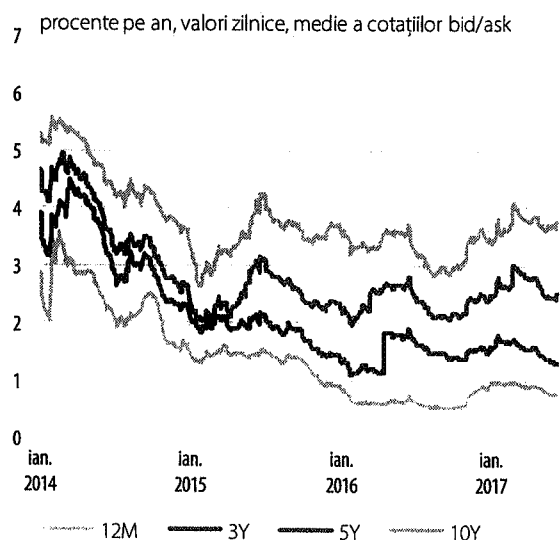
³⁷ Asociată majorării încasărilor bugetare la finele lunii aprilie, suprapuse înregistrării unui volum relativ ridicat al emisiunilor nete de titluri de stat în această lună.

³⁸ Inclusiv ca urmare a ajungerii la maturitate, pe 11 iunie, a unei serii de titluri de stat în valoare de 7,8 miliarde lei.

³⁹ O creștere temporară a acestor randamente a mai fost consemnată la sfârșitul lunii iunie, inclusiv pe fondul ajustărilor bilanțiere efectuate de unele instituții de credit în perioada respectivă.

⁴⁰ Coborârea a fost doar temporară întreruptă la finele lunii aprilie și în debutul lunii mai, în condițiile în care aceste randamente au receptat într-o anumită măsură, similar celor de pe piețele din regiune, creșterea consemnată de randamentele din zona euro după desfășurarea primului tur al alegerilor prezidențiale din Franța, cel mai probabil ca urmare a modificării așteptărilor investitorilor privind conduita viitoare a politicii monetare a BCE.

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



sporirea interesului investitorilor pentru obligațiunile emise de economiile emergente⁴¹ (context în care și randamentele din plan regional au consemnat scăderi în această perioadă), fiind posibil influențată și de revizuirea de către BNR în luna mai a prognozei pe termen mediu a inflației și de semnalele transmise de aceasta privind conduita viitoare a politicii monetare.

Randamentele obligațiunilor pe 5 ani s-au menținut apoi în apropierea minimelor ultimelor 6 luni atinse la finele lunii mai. În schimb, ratele dobânzilor titlurilor pe 10 ani au tins să crească ușor – în contrast cu declinul consemnat în acest interval de cele aferente titlurilor similare din SUA, din zona euro și din regiune – reflectând, probabil, creșterea incertitudinilor/riscurilor asociate perspectivei politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul tensionării temporare a mediului politic

intern. În ultimele zile ale lunii iunie, întregul segment mediu/lung al curbei randamentelor a consemnat o ajustare ascendentă mai evidentă, antrenată, ca și în cazul randamentelor din regiune, de modificarea anticipațiilor piețelor financiare privind conduita viitoare a politicii monetare a BCE. Reflectând toate aceste evoluții, valorile medii lunare ale cotațiilor de referință de pe piața secundară au coborât în iunie față de ultima lună a trimestrului anterior cu 0,09 puncte procentuale pe scadența de 6 luni, cu 0,42 puncte procentuale pe cea de 5 ani și cu 0,22 puncte procentuale pe cea de 10 ani, panta curbei randamentelor aplatizându-se astfel ușor.

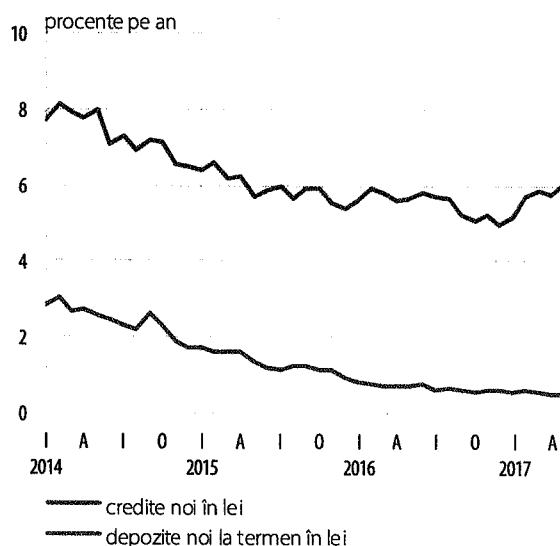
Pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate în cadrul ultimelor licitații efectuate în iunie au coborât sub nivelurile de la finele trimestrului I de-a lungul întregului spectru de maturități, cu valori cuprinse între 0,17 puncte procentuale pe scadența de 1 an (până la 0,80 la sută) și 0,55 puncte procentuale pe cea de 5 ani (la 2,45 la sută). Continuarea creșterii interesului investitorilor pentru titlurile de stat a fost ilustrată și de majorarea raportului mediu cerere/ofertă față de precedentele 3 luni – în condițiile în care acesta a sporit pe parcursul lunilor aprilie și mai și s-a diminuat ușor în iunie –, precum și a ponderii volumului emisiunilor în valoarea anunțată (102 la sută, față de 85 la sută în trimestrul I 2017)⁴².

În perioada martie-mai 2017, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale clienților nebankari și-a prelungit scăderea (-0,08 puncte procentuale, până la 0,49 la sută), declinul regăsindu-se atât la nivelul populației (-0,09 puncte procentuale, până la noul minim al perioadei post-1990, de 0,80 la sută), cât și la cel al societăților nefinanciare (-0,04 puncte procentuale, până la 0,33 la sută). În schimb, rata medie

⁴¹ Afectat temporar în prima parte a lunii de amplificarea tensiunilor geopolitice.

⁴² De asemenea, la sfârșitul lunii iunie, MFP a redeschis pe piața internă o emisiune de obligațiuni denominate în euro cu scadența în 2021, punând în circulație un volum de 100 milioane euro la un randament mediu de 0,36 la sută (în scădere cu 0,06 puncte procentuale față de cel aferent emisiunii din martie 2017 pentru aceeași serie de titluri).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



a dobânzii la creditele noi a continuat să se majoreze (+0,36 puncte procentuale, până la 6,05 la sută), avansul reflectând însă cu precădere efectul unor modificări în compoziția fluxului de credite (Grafic 3.4). Astfel, pe segmentul populației, majorarea ponderii creditelor noi pentru consum a fost unicul determinant al creșterii ratei medii a dobânzii (+0,09 puncte procentuale, până la 7,23 la sută în mai 2017), în condițiile în care ratele dobânzilor la creditele noi pentru consum și locuințe au scăzut ușor. La rândul său, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a urcat cu 0,11 puncte procentuale (până la 4,02 la sută), ca urmare a creșterii marginale a ratei dobânzii aferente împrumuturilor noi cu valoare mică (sub echivalentul a 1 milion de euro), dar mai ales a sporirii ponderii lor în totalul creditelor adresate acestui segment⁴³.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe parcursul trimestrului II, cursul de schimb leu/euro a manifestat o tendință general crescătoare, în relativ contrast cu traiectoria urmată de ratele de schimb ale celorlalte monede din regiune⁴⁴, sub influența predominantă a evoluțiilor/eventimentelor interne, de natură să afecteze sentimentul investitorilor financiari față de economia și piața financiară locală (Grafic 3.5).

Astfel, după ce în debutul trimestrului și-a corectat integral creșterea consemnată în martie, raportul leu/euro s-a reînscris la finele primei decade a lunii aprilie pe o traiectorie ascendentă, în contextul unui nou episod de sporire a aversiunii globale față de risc⁴⁵. Mișcarea s-a prelungit și chiar s-a accentuat sporadic ulterior, pe fondul temerilor investitorilor financiari legate de perspectiva conduitei politicii fiscale și a celei de venituri – resuscitate în acest interval inclusiv de avertizările emise de agențiile de rating⁴⁶ în aprilie, respectiv de CE și FMI⁴⁷ în mai –, precum și al continuării adâncirii deficitului balanței comerciale. În aceste condiții, evoluțiile de pe piața

⁴³ Totodată, ponderea creditelor acordate societăților nefinanciare în fluxul total de credite s-a redus.

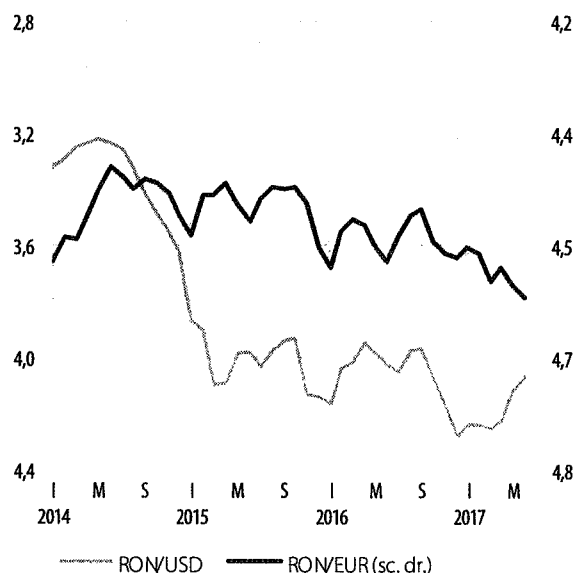
⁴⁴ Inclusiv de coroana cehă, în condițiile în care Banca Națională a Cehiei a decis pe 6 aprilie stoparea utilizării cursului de schimb ca instrument de politică monetară, care a presupus angajamentul băncii centrale de a menține cursul de schimb peste pragul de 27 CZK/EUR.

⁴⁵ Provocat de creșterea tensiunilor geopolitice, în contextul atacurilor derulate de SUA în Siria și al escaladării tensiunilor între SUA și Coreea de Nord.

⁴⁶ În data de 21 aprilie, agenția Moody's a revizuit în sens descendent perspectiva ratingului suveran (de la pozitiv la stabil), semnalând riscurile crescânde asociate perspectivei politicii fiscale și celei a veniturilor. Anterior, Standard&Poor's a confirmat ratingul României cu perspectivă stabilă, în cadrul evaluării din 8 aprilie, semnalând gradul ridicat de incertitudine asociată proiecției sale fiscale.

⁴⁷ CE a reliefat în prognoza de primăvară (11 mai 2017) riscurile semnificative la adresa proiecției fiscale induse de proiectul legii unitare a salarizării în sistemul public, arătând că ea ar putea determina creșterea deficitului bugetar cu până la 2 la sută din PIB în 2018. În același timp, FMI a atras atenția asupra perspectivei evoluțiilor fiscale în raportul elaborat în urma consultărilor cu România în baza Articolului IV (publicat în data de 25 mai 2017).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	5 luni 2016			5 luni 2017		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	1 749	716	1 033	3 916	3 397	519
Investiții directe	23	1 634	-1 611	137	1 569	-1 433
Investiții de portofoliu	152	645	-493	351	2 219	-1 868
Derivate financiare	x	x	20	x	x	-42
Alte investiții - numerar și depozite	900	-1 563	2 463	1 785	-391	2 176
- împrumuturi	290	-1 673	1 963	1 247	-302	1 549
- altele	52	-18	69	72	-793	865
Active de rezervă	557	128	430	465	704	-239
	654	0	654	1 686	0	1 686

*) „+” creștere/„-” scădere

valutară internă au fost mult mai puțin receptivă la influențele favorabile resimțite pe piața financiară internațională ca urmare a rezultatului alegerilor prezidențiale din Franța și a consolidării redresării economice a zonei euro^{48,49}, dar și la noile date statistice publicate în luna mai, relevând o creștere semnificativ peste așteptări a PIB în trimestrul I⁵⁰ și un avans alert al producției industriale în luna martie.

Ascensiunea cursului de schimb leu/euro s-a accelerat în a doua decadă a lunii iunie⁵¹, pe fondul scăderii atractivității piețelor financiare emergente, inclusiv a celor din regiune, ulterior ședinței Fed din 13-14 iunie, ca efect al infirmării așteptărilor investitorilor privind ritmul probabil de normalizare a politicii monetare a băncii centrale a SUA, în condițiile în care aceasta a menținut neschimbată traiectoria prognozată a ratei dobânzii⁵², suprapusă tensionării suferite de mediul politic intern la mijlocul lunii iunie, de natură să afecteze percepția de risc a investitorilor privind piața financiară și economia locală. Calmarea relativ rapidă a tensiunilor politice a stopat însă creșterea raportului leu/euro, antrenând și o ajustare descendentă a acestuia spre finele trimestrului⁵³.

Într-un astfel de context, rulajul pieței valutare interbancare s-a amplificat semnificativ în ultima lună a trimestrului, mai ales pe seama tranzacțiilor efectuate de nerezidenți (Tabel 3.1). Totodată, soldul trimestrial al pieței și-a majorat sensibil valoarea negativă, exclusiv pe seama cererii nete de valută a nerezidenților, a cărei creștere amplă a fost doar în mică măsură compensată de revenirea la o valoare pozitivă a ofertei nete de valută a rezidenților.

⁴⁸ Creșterea economică a zonei euro din trimestrul I a confirmat așteptările (ritm trimestrial de 0,5 la sută, revizuit ulterior la 0,6 la sută), iar indicele compozit PMI s-a menținut la maximul ultimilor 6 ani consemnat în luna precedentă, contrar așteptărilor investitorilor privind o ușoară scădere.

⁴⁹ Influențe contrare au decurs din sporirea episodică la mijlocul lunii mai a volatilității piețelor financiare, pe fondul incertitudinilor politice din SUA.

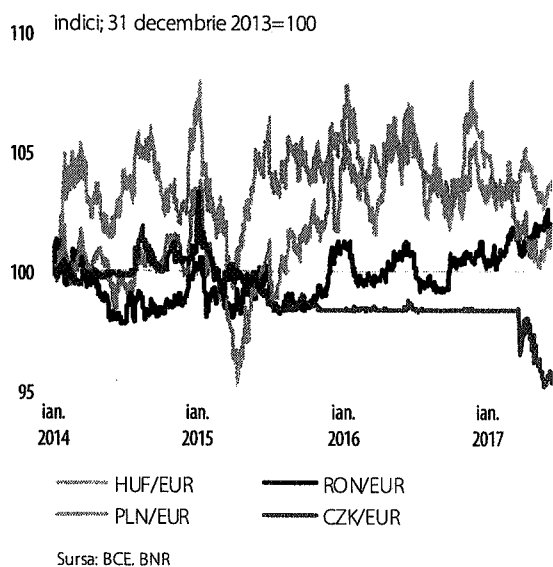
⁵⁰ 5,7 la sută în termeni anuali.

⁵¹ Context în care raportul leu/euro a atins în data de 21 iunie un nou maxim al ultimilor aproximativ 5 ani (4,5987).

⁵² Aceasta presupunea efectuarea unei majorări de 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii până la sfârșitul anului curent și a 3 majorări de aceeași amplitudine în 2018.

⁵³ Ușoare influențe de sens opus au decurs din așteptările investitorilor – conturate în acest interval – privind o inițiere în devans a procesului de normalizare a politicii monetare a BCE, de natură să reducă în termeni relativi atractivitatea plasamentelor pe piețele financiare din regiune.

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



Pe ansamblul trimestrului II, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,5 la sută în termeni nominali⁵⁴, dar s-a apreciat cu 0,1 la sută în termeni reali (Grafic 3.6). Față de dolarul SUA, moneda națională s-a apreciat însă cu 4,5 la sută în termeni nominali și cu 5,1 la sută în termeni reali, dată fiind creșterea relativ abruptă consemnată în acest interval de raportul EUR/USD, în condițiile scăderii probabilității atașate de investitori perspectivei de aplicare a unui stimul fiscal consistent economiei SUA, dar și ale diminuării incertitudinilor politice și ale îmbunătățirii mediului macroeconomic în zona euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb, leul și-a majorat în trimestrul II deprecierea nominală față de euro și și-a diminuat-o ușor pe cea față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica medie⁵⁵ a masei monetare (M3) s-a reamplificat în perioada martie-mai 2017 (11,0 la sută, față de 9,7 la sută în intervalul decembrie 2016 – februarie 2017;

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2016			2017		
	II	III	IV	I	apr.	mai.
	ritm mediu			al trimestrului		
M3	15,1	13,3	11,8	10,3	11,1	9,8
M1	31,6	26,4	24,7	21,2	21,6	20,1
Numerar în circulație	20,5	19,2	18,3	17,3	18,8	16,0
Depozite overnight	37,5	30,1	27,9	23,1	22,9	22,1
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	0,5	0,5	-1,5	-1,6	-0,8	-2,0

Sursa: INS, BNR

Tabel 3.2), însă exclusiv datorită creșterii semnificative pe care a consemnat-o în luna martie, în contextul majorării plăților efectuate în contul fondurilor europene⁵⁶.

Din perspectiva componentelor M3, determinantul principal al nivelului și totodată al *pattern*-ului variației acesteia l-a constituit masa monetară în sens restrâns, care a înregistrat, la rândul ei, un spor semnificativ de dinamică în prima lună a perioadei analizate (23,8 la sută, de la o medie de 20,3 la sută în precedentele 3 luni) – pe seama accelerării creșterii numerarului în circulație și, mai ales, a depozitelor ON ale companiilor –,

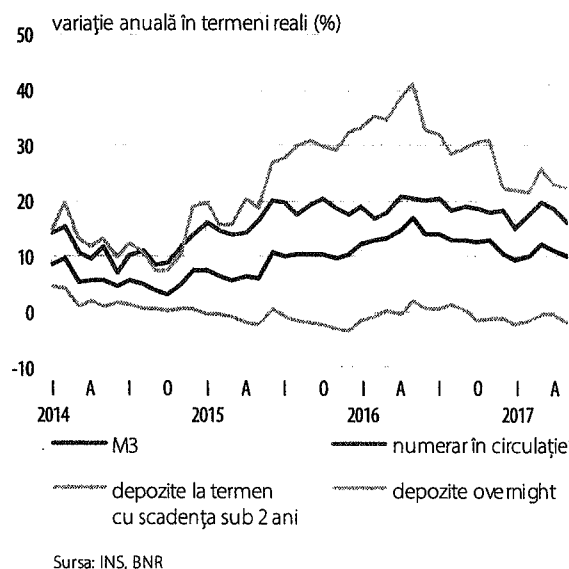
succedat însă de pierderi de ritm în lunile următoare. Și depozitele la termen sub 2 ani și-au redresat ușor dinamica anuală în perioada martie-mai 2017, aceasta rămânând, totuși, în teritoriul negativ. Prin urmare, masa monetară în sens restrâns a continuat

⁵⁴ În acest interval, forintul s-a apreciat cu 0,5 la sută față de precedentele 3 luni, zlotul cu 1,8 la sută, iar coroana cehă cu 2,9 la sută.

⁵⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2017.

⁵⁶ Informațiile de pe portalul AFIR indică majorarea plăților în contul beneficiarilor de fonduri europene pentru agricultură. În același timp, conform datelor privind execuția bugetară, ritmul de creștere anuală reală a cheltuielilor aferente proiectelor finanțate din fonduri externe nerambursabile s-a majorat semnificativ în luna martie. Defalcarea acestor sume pe categorii de clienți nu este însă posibilă.

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



să-și majoreze ponderea în M3, nivelul atins în luna mai (58,4 la sută) constituind un nou record post-1994 (Grafic 3.7).

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă reaccelerarea vitezei de creștere a depozitelor companiilor în primele 2 luni ale intervalului – în contextul amplificării sumelor alocate în contul fondurilor europene și al lansării unei oferte publice inițiale de acțiuni pe piața de capital românească⁵⁷ –, urmată de o relativă încetinire. Aceasta din urmă a fost determinată exclusiv de segmentul instituțiilor financiare nemonetare, dinamica plasamentelor societăților nefinanciare accentuându-și în luna mai trendul crescător, pe fondul sporirii mai alerte a sumelor încasate de la buget sub formă de subvenții, rambursări de TVA și plăți pentru bunuri și servicii⁵⁸. La rândul lor, depozitele din M3 ale populației și-au intensificat creșterea în luna martie, în corelație cu

evoluția sumelor distribuite beneficiarilor de fonduri europene, dar și-au temperat-o apoi, cel mai probabil ca urmare a realocării unor dețineri de monedă înspre alte categorii de instrumente financiare (acțiuni); amplitudinea ei a rămas, totuși, ridicată pentru perioada post-2009, în consonanță cu ritmurile relativ înalte de creștere a veniturilor de natura salariilor și a prestațiilor sociale, precum și a remiterilor din străinătate⁵⁹.

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, creșterea dinamicii acestora a reflectat în principal influențele expansioniste exercitate, pe ansamblul perioadei, de evoluția creditului acordat sectorului privat și, în luna martie, de reducerea variației depozitelor administrației publice centrale⁶⁰. Efecte de sens opus au provenit dinspre activele externe nete ale sectorului bancar, respectiv pasivele financiare pe termen lung⁶¹, care au tins să-și încetinească creșterea, respectiv scăderea în termeni anuali.

Creditul acordat sectorului privat

Creditul acordat sectorului privat și-a mărit ritmul de creștere în termeni anuali⁶² în perioada martie-mai 2017 (2,7 la sută față de 1,5 la sută în precedentele 3 luni; Grafic 3.8), determinantă fiind, și în acest caz, accelerarea consemnată în martie, ca efect al intensificării la un nivel record pentru ultimii 2 ani a creșterii finanțărilor

⁵⁷ Compania Digi Communications NV a lansat în perioada 28 aprilie – 10 mai o ofertă publică inițială de acțiuni provenite de la acționarii existenți, la care au participat investitori rezidenți și nerezidenți.

⁵⁸ Execuția bugetară a lunii mai s-a soldat cu un deficit de 3,5 miliarde lei, condiții în care deficitul acumulat de bugetul consolidat pe primele 5 luni ale anului curent a atins 2,2 miliarde lei (față de 0,8 miliarde lei în perioada similară a anului anterior).

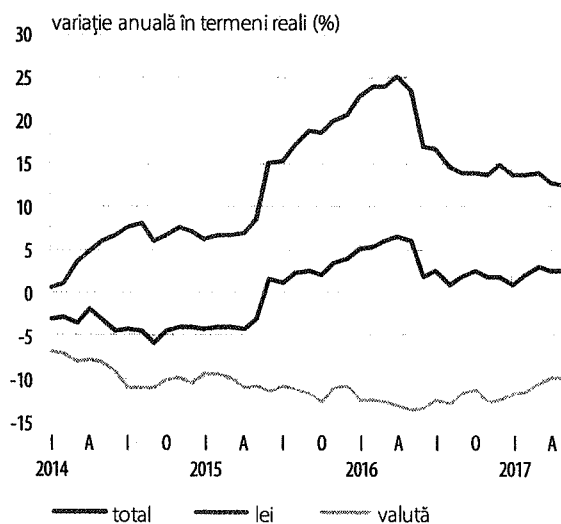
⁵⁹ Conform datelor provizorii din balanța de plăți privind transferurile lunare ale lucrătorilor.

⁶⁰ În sensul creșterii dinamicii M3 au acționat în ultimele 2 luni ale perioadei analizate și deținerile de titluri de stat ale băncilor.

⁶¹ Inclusiv conturile de capital.

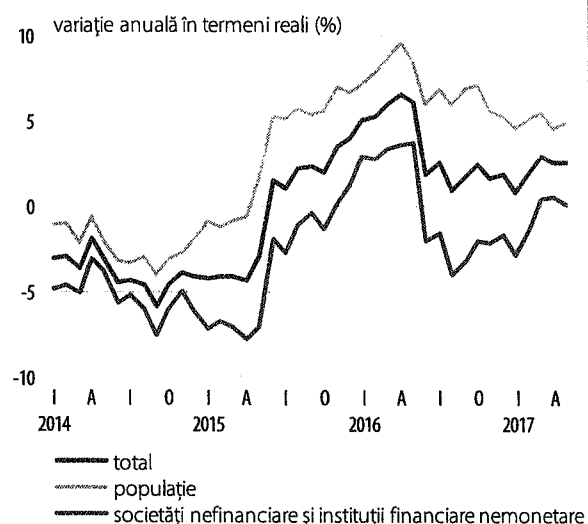
⁶² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2017.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

acordate sub forma liniilor de credit⁶³. Variația creditului în lei s-a majorat ușor în prima lună a perioadei analizate – sub influența accelerării creșterii creditelor noi, doar parțial contrabalansată de relativa amplificare a volumului de credite externalizate din bilanțul băncilor –, pentru ca apoi să consemneze scăderi succesive (13,1 la sută ca medie a perioadei, față de 14,1 la sută în precedentele 3 luni). În același timp, dinamica negativă a împrumuturilor în valută (exprimate în euro) s-a atenuat în martie și în aprilie, atingând, în premieră pentru ultimii 3 ani, niveluri de o cifră. Dată fiind diferența dintre variațiile celor două componente, ponderea în total a creditului în lei a continuat să crească, ajungând la finele perioadei la 59,3 la sută – cea mai mare valoare post-1996.

Din perspectiva principalelor categorii de beneficiari, plusul de ritm mediu a provenit și de această dată de pe segmentul societăților nefinanciare. Determinantă a fost continuarea creșterii dinamicii anuale a componentei în lei, într-un context în care foarte probabila amplificare a cererii de împrumuturi, produsă inclusiv pe fondul prelungirii nivelurilor joase ale ratelor dobânzilor, a fost acompaniată de menținerea neschimbată în linii mari a standardelor și a condițiilor de creditare⁶⁴. La rândul lui, creditul în valută (exprimat în euro) acordat societăților nefinanciare și-a atenuat declinul, pe seama evoluției împrumuturilor pe termen scurt.

În schimb, rata medie anuală de creștere a creditului acordat populației a rămas nemodificată, în condițiile în care accelerarea din luna martie a fost succedată de o încetinire și mai apoi de o redresare modestă (Grafic 3.9). Dinamica anuală a componentei în lei a continuat să se reducă în primele 2 luni ale perioadei analizate, pentru ca în luna mai să

consemneze o creștere ușoară, pe fondul sporirii în termeni relativi a creditelor noi pentru locuințe (pe seama programului „Prima casă”), dar mai ales a celor pentru consum și alte scopuri, precum și a împrumuturilor acordate prin intermediul cardurilor de credit și pe descoperit de cont⁶⁵. La rândul lui, creditul în valută (exprimat în euro) acordat populației și-a redus dinamica negativă, preponderent pe seama componentei destinate consumului și altor scopuri.

⁶³ În această categorie sunt incluse creditele acordate pe descoperit de cont, cele reînnoibile automat și cele acordate prin intermediul cardurilor de credit.

⁶⁴ Potrivit ediției din luna mai a *Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare*.

⁶⁵ Potrivit aceluiași sondaj, se anticipa continuarea creșterii cererii de credite de consum și locuințe în trimestrul II, acompaniată însă de o nouă înăsprire a standardelor de creditare aferente.

4. Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în creștere pe întregul interval de prognoză, fiind prevăzută să atingă 1,9 la sută la sfârșitul anului 2017, 3,2 la sută la finele anului 2018 și 3,5 la sută la orizontul prognozei, mijlocul anului 2019. Traectoria ascendentă a ratei anuale a inflației este rezultatul acumulării unor presiuni inflaționiste asociate mediului intern localizate în principal la nivelul inflației de bază, dar și al epuizării, la începutul anului 2018, a efectelor statistice de runda întâi asociate reducerii impozitelor indirecte în ianuarie 2017 și eliminării unor taxe nefiscale în februarie 2017. Rata anuală a inflației IPC calculată la taxe constante este proiectată la 2,9 la sută la finele anului curent, valoare situată în jumătatea superioară a intervalului țintei; pentru sfârșitul anului viitor și orizontul prognozei modificările de taxe nu sunt prevăzute a mai aduce contribuții semnificative la dinamica prețurilor de consum. Dinamizarea alertă a inflației de bază este de așteptat a se produce în principal pe seama acumulării presiunilor inflaționiste generate de amplificarea anticipată a excedentului de cerere agregată, pe fondul conduitei expansioniste a politicii fiscale, al avansului venitului disponibil și al caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, și, în acest context, de creșterea anticipațiilor privind inflația ale agenților economici. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traectoria descrisă în scenariul de bază, sursele de risc fiind asociate îndeosebi mediului intern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză cererea externă, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), va înregistra dinamici anuale în jurul valorii

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2017	2018
Creșterea economică în UE efectiv (%)	2,1	2,0
Inflația anuală din zona euro (%)	1,6	1,4
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,3	2,2
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,3	-0,2
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,10	1,12
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	50,2	50,6

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

de 2 la sută, ușor mai ridicate decât cele prevăzute în *Raportul* anterior (Tabel 4.1). Creșterea economică globală, susținută în principal de consolidarea activității economice din țările emergente mari, exercită un impuls stimulat la adresa exporturilor, în timp ce configurația persistent acomodativă a politicii monetare a BCE, precum și îmbunătățirea condițiilor de pe piața forței de muncă vor sprijini în continuare cererea internă din zona euro, aceasta reprezentând principalul resort anticipat al redresării activității economice. Cu toate acestea, creșterea PIB UE efectiv

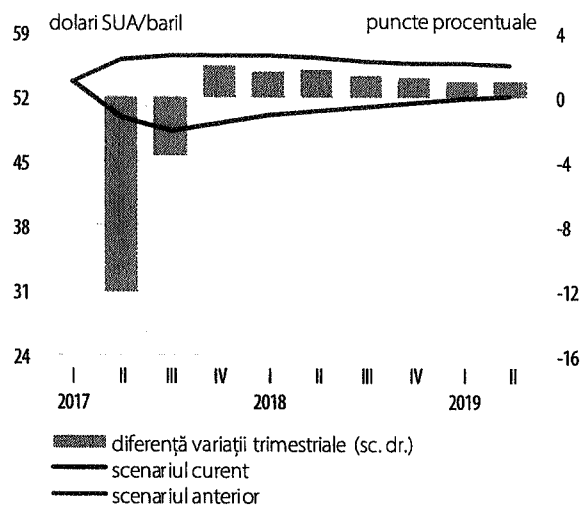
nu este prevăzută a se dinamiza anul viitor, în contextul implementării incomplete a reformelor structurale. *Gap*-ul cererii externe este anticipat a rămâne în teritoriu negativ până la finele anului curent; ulterior acesta devine pozitiv și se deschide treptat pe restul intervalului de prognoză, contribuind la dinamizarea activității economice interne.

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată a se plasa la nivelul de 1,6 la sută în 2017 și 1,4 la sută în 2018, valori relativ similare *Raportului* anterior, și în continuare sub nivelul reper de 2 la sută vizat de definiția BCE a stabilității prețurilor. Pentru anul curent factorul determinant al acestor evoluții este reprezentat de dinamica componentei „produse energetice”, reflectând ritmurile recente mai atenuate de creștere a prețului petrolului, urmând ca ulterior costurile salariale, susținute de ameliorarea condițiilor de pe piața forței de muncă, să devină principalul factor de influență. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată a se situa la valori superioare celor anticipate pentru zona euro și ușor peste nivelul de 2 la sută.

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

Cursul de schimb EUR/USD este previzionat a se menține pe o traiectorie stabilă în prima jumătate a intervalului de prognoză, urmând ca ulterior moneda europeană să se aprecieze doar ușor până la orizontul proiecției.

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



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

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie în creștere pe intervalul de prognoză, atingând valoarea de 52 dolari SUA/baril la finele acestuia. Valorile proiectate se plasează sub cele din *Raportul* precedent sub impactul persistenței nivelurilor ridicate ale stocurilor și în pofida recentelor decizii privind limitarea producției⁶⁶ (Grafic 4.1). Evoluția anticipată a prețului petrolului este în continuare marcată de incertitudini, reflectate și în revizuirea traiectoriilor implicite de pe piețele *futures* din runde succesive de prognoză. Dinamicile viitoare ale prețului petrolului sunt condiționate atât de factori de natura ofertei (producția prin metode convenționale în cazul țărilor membre OPEC și al unor țări non-OPEC și cea prin metode neconvenționale în SUA), cât și a cererii (consumul la nivel mondial, cu precădere din partea Chinei, Indiei și a Germaniei).

⁶⁶ De la publicarea precedentului *Raport asupra inflației* din luna mai, au avut loc o serie de întâlniri între țările OPEC și alte țări exportatoare de petrol non-OPEC, pe 25 mai 2017 și 24 iulie 2017, în urma cărora s-a decis sporirea monitorizării gradului de conformitate vizând respectarea acordului privind reducerea producției de petrol și prelungirea acestuia până la finele lunii martie 2018.

1.2. Perspectivele inflației

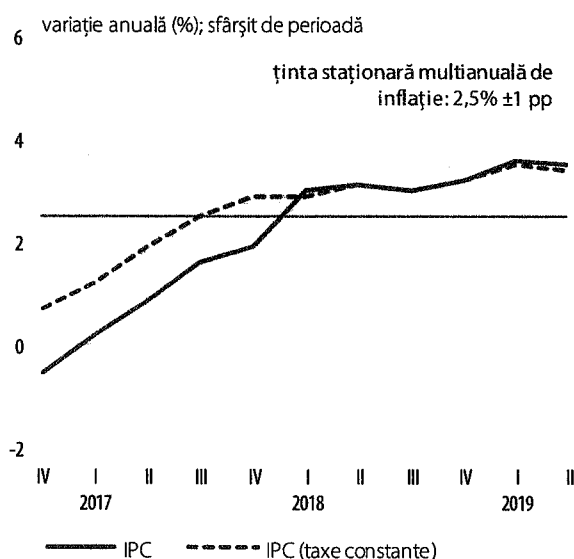
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC se va situa la nivelul de 1,9 la sută și 3,2 la sută la finele anilor 2017 și, respectiv, 2018,

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2017		2018				2019	
	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	1,6	1,9	3,0	3,1	3,0	3,2	3,6	3,5
Proiecție IPC*	2,5	2,9	2,9	3,1	3,0	3,2	3,5	3,4

*) calculat la taxe constante

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

valori aflate în interiorul intervalului de variație de ± 1 punct procentual al țintei staționare de 2,5 la sută. La orizontul proiecției, trimestrul II 2019, rata prognozată se va plasa la limita superioară a intervalului țintei, 3,5 la sută (Tabel 4.2; Grafic 4.2). Tendința ascendentă a indicatorului este determinată în principal de acumularea unor presiuni inflaționiste asociate mediului intern la nivelul inflației de bază, precum și de epuizarea, la începutul anului 2018, a efectelor statistice de runda întâi asociate reducerii impozitelor indirecte în ianuarie 2017 și eliminării unor taxe nefiscale în februarie 2017. Rata anuală a inflației IPC, recalculată la taxe constante, este proiectată la 2,9 la sută la finele anului curent, 3,2 la sută la sfârșitul celui viitor și 3,4 la sută în trimestrul II 2019, valori situate în jumătatea superioară a intervalului țintei.

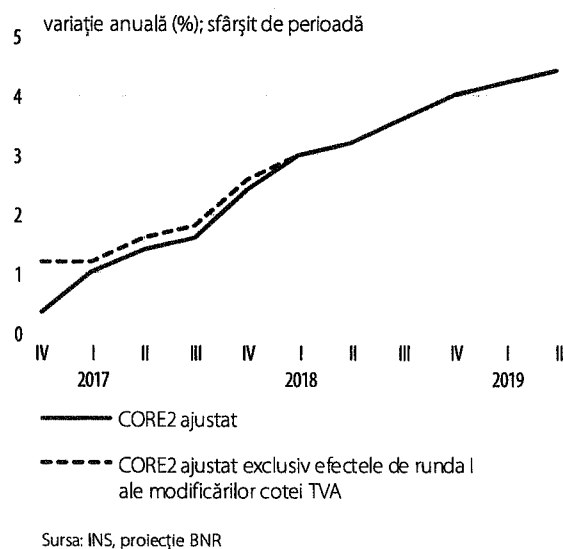
Față de *Raportul* precedent, rata anuală proiectată a inflației IPC este revizuită în sus cu 0,3 puncte procentuale la finele anului 2017, pe seama contribuției tuturor componentelor coșului de consum, mai puțin combustibili, care au un impact de sens opus, și cu 0,1 puncte procentuale pentru sfârșitul anului 2018, pe fondul preconizării unor dinamici anuale mai ridicate ale indicelui CORE2 ajustat și ale prețurilor combustibililor.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat se va înscrie pe o traiectorie ascendentă pe parcursul celor 8 trimestre

de prognoză, atingând valori situate peste limita superioară a intervalului țintei începând cu a doua jumătate a anului 2018, în principal pe fondul acumulării presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali interni (Grafic 4.3). Astfel, amplificarea excedentului de cerere format în economie, atât pe seama conduitei expansioniste a politicii fiscale și a avansului venitului disponibil⁶⁷, cât și a unor condiții monetare reale stimulative și, în acest context, a creșterii anticipațiilor privind inflația ale agenților economici este prevăzută a contribui semnificativ la dinamizarea ratei inflației de bază. Un impact inflaționist suplimentar este prevăzut a proveni și din partea creșterii prețurilor de producție interne, pe fondul preconizării menținerii presiunilor ample din partea costurilor unitare cu

⁶⁷ În urma repetatelor majorări ale salariului din sectorul public, nivelul mediu al acestuia a avansat în ultimii 2 ani cu aproximativ 54 la sută, poziționându-se semnificativ peste cel din sectorul privat. Aceste creșteri fiind localizate în principal în sectorul bunurilor și serviciilor necomercializabile sunt anticipate a genera presiuni asupra prețurilor interne inclusiv prin intermediul efectului Balassa-Samuelson.

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA



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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2017		2018				2019	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
CORE2 ajustat	1,6	2,4	3,0	3,2	3,6	4,0	4,2	4,4
CORE2 ajustat*	1,8	2,6	3,0	3,2	3,6	4,0	4,2	4,4

*) exclusiv efectul de runda I al modificării cotei TVA

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2017	2018
Prețuri administrate	0,2	0,4
Combustibili	-0,4	0,2
Prețuri LFO	0,5	0,2
CORE2 ajustat	1,4	2,3
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,1

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

salariile. Contribuții inflaționiste semnificativ mai reduse ca amploare și proiectate în atenuare pe intervalul de prognoză provin din partea evoluției anticipate a prețurilor bunurilor din import pe fondul dinamicii prețurilor externe. Epuizarea, în ianuarie 2018, a efectului statistic de runda întâi al reducerii cotei standard a TVA de la 1 ianuarie 2017 va avea un impact evaluat la aproximativ 0,2 puncte procentuale asupra ratei inflației de bază (Tabel 4.3).

Comparativ cu precedentul *Raport asupra inflației*, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus cu 0,3 puncte procentuale pentru finele anului curent și cu 0,1 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor, în special în condițiile unor majorări mai alerte decât se anticipa anterior ale costurilor de producție, a căror transmisie asupra prețurilor de consum este previzionată a fi favorizată și de formarea unui exces de cerere de o amploare mai ridicată pe întregul interval de prognoză. În plus, sunt preconizate și contribuții mai mari din partea anticipațiilor privind inflația, îndeosebi prin componenta adaptivă a acestora.

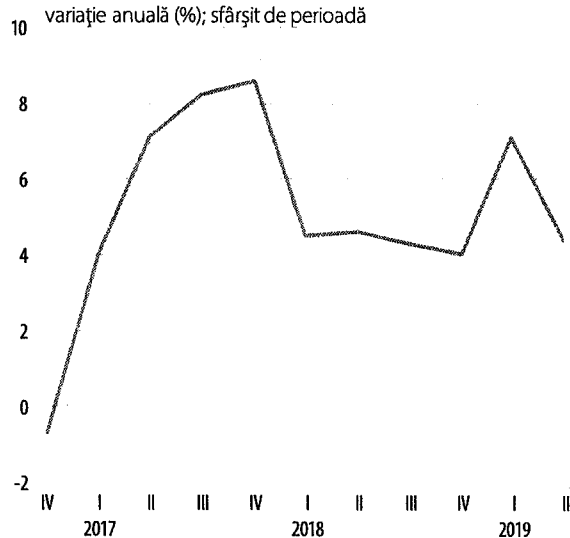
Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului 2017 și de 0,9 puncte procentuale la finele celui viitor, valori revizuite în sus față de *Raportul* anterior cu 0,2 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,1 puncte procentuale (Tabel 4.4).

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 8,6 la sută la finele anului curent, valoare revizuită în sens ascendent cu 1,5 puncte procentuale, pe fondul condițiilor meteorologice adverse care au afectat la începutul anului producția de citrice și fructe meridionale la

nivel european, și de 4,0 la sută la sfârșitul anului 2018, valoare reevaluată marginal în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale (Grafic 4.4). Dinamica acestora pe intervalul de prognoză reflectă adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale în anii 2017 și 2018, nefiind însă, exclusă, pe baza indicilor disponibile la acest moment, posibilitatea înregistrării unor recolte mai abundente.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO

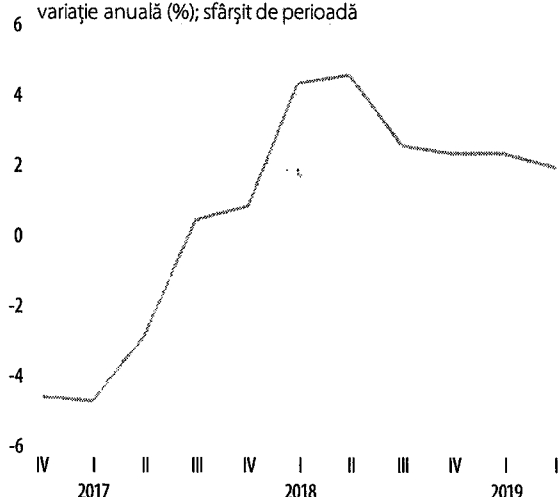
variație anuală (%); sfârșit de perioadă



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate

variație anuală (%); sfârșit de perioadă



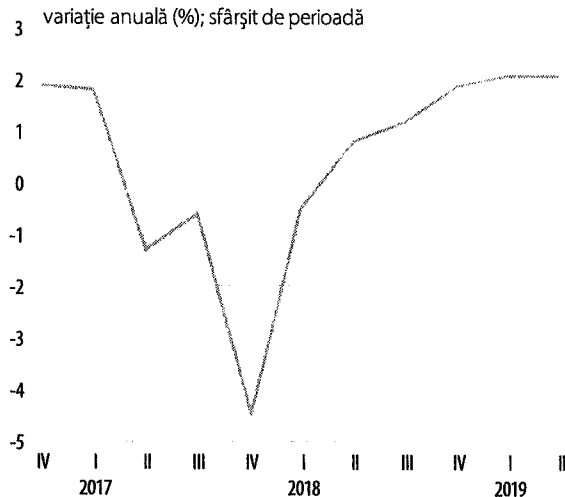
Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate prevede o rată de creștere de 0,8 la sută la finele anului curent și 2,3 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.5). Traectoria prognozată este configurată sub ipoteza continuării și finalizării procesului de liberalizare a prețurilor energiei electrice până la finele anului curent, fiind afectată de efectele măsurii privind eliminarea unor taxe nefiscale începând cu luna februarie 2017, care persistă la nivelul ratei anuale timp de un an. Comparativ cu runda anterioară de prognoză doar valoarea pentru anul 2017 a fost ajustată în sens ascendent cu

0,7 puncte procentuale, pe fondul reevaluării ipotezelor cu privire la dinamicile tarifelor la energia electrică, cu precădere în contextul evoluțiilor din luna iulie⁶⁸.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor

variație anuală (%); sfârșit de perioadă



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este preconizată să atingă -4,5 la sută la finele anului curent și 1,9 la sută la sfârșitul anului viitor, valori revizuite în jos cu 2,5 puncte procentuale, și, respectiv, în sus cu 0,9 puncte procentuale față de prognoza precedentă (Grafic 4.6). Similar proiecției anterioare, traectoria componentei pentru acest an este marcată de reducerea cotei standard a TVA de la 20 la sută la 19 la sută și de eliminarea supraaccizei la carburanți (ambele măsuri fiind adoptate în luna ianuarie 2017 și având un impact tranzitoriu de 1 an). Comparativ cu runda anterioară de prognoză, revizuirea în sens descendent pentru finele anului curent survine pe fondul unei dinamici anuale mai

⁶⁸ Scădere cu 5,16 la sută a tarifelor reglementate aplicate de furnizorii de ultimă instanță clienților casnici și creștere de 8,53 la sută a tarifelor de tip componentă de piață concurențială. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatul ANRE din data de 23 iunie a.c. disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-23-06-2017-privind-sedinta-comitetului-de-reglementare-al-anre-din-22-06-2017>.

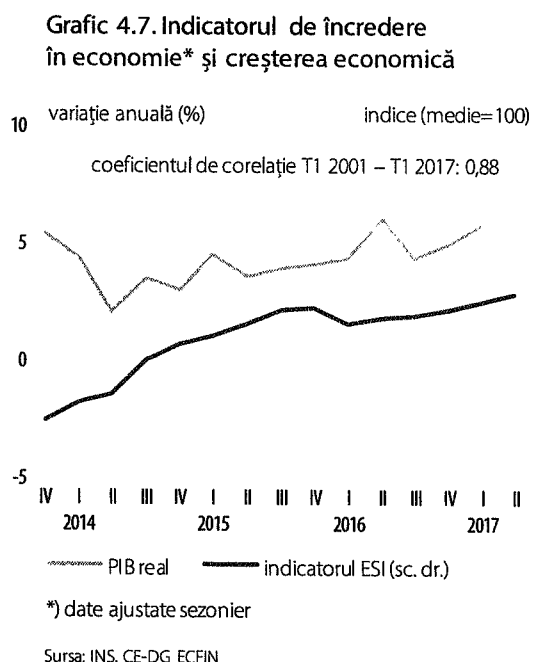
atenuate a prețului petrolului, dar și al proiectării unui curs de schimb al monedei europene la valori mai apreciate față de dolarul SUA, cu impact asupra prețului în lei al petrolului (prin intermediul cotației USD/RON). Pentru sfârșitul anului 2018, reevaluarea este asociată previzionării unui ritm anual de creștere mai alert al cotațiilor țițeiului la acest orizont.

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și băuturi alcoolice este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, fiind marcată de reducerea cotei standard a TVA din luna ianuarie 2017, de creșterea nivelului accizelor specifice la nivelul lunilor ianuarie și iulie 2017 și de cea previzionată pentru luna aprilie 2018. Pentru anul curent valoarea proiectată (2,4 la sută) este mai ridicată cu 2,2 puncte procentuale față de *Raportul* anterior, pe fondul creșterii nivelului accizei la produsele din tutun în iulie 2017 (de la 435,58 lei/1 000 țigarete la 439,94 lei/1 000 țigarete). Pentru anul viitor dinamica acestora (0,9 la sută) a fost modificată doar marginal în sens ascendent, cu 0,1 puncte procentuale.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁶⁹

Deviația PIB

În trimestrul I 2017, PIB real a crescut cu 1,7 la sută⁷⁰ față de cel anterior și cu 5,7 la sută față de cel corespunzător din anul precedent. Pentru trimestrele II și III 2017 PIB



real este anticipat a înregistra ritmuri de creștere trimestrială doar ușor atenuate. Prognoza pe termen scurt este susținută de semnale în general favorabile provenind din partea variabilelor reale (de exemplu, volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul exclusiv auto-moto, producția industrială sau indicatorul de încredere în economie – Grafic 4.7)⁷¹. La acestea se adaugă perspectiva unei evoluții favorabile a cererii externe, dar și impactul stimulat al conduitei politicii fiscale și de venituri. În acest context, creșterea trimestrială a PIB continuă să fie determinată de cererea internă, în timp ce contribuția exporturilor nete rămâne negativă, pe seama importurilor, stimulate de evoluția absorbției interne și de cea a exporturilor.

Dinamica PIB potențial este proiectată în ușoară creștere pe parcursul intervalului de prognoză. Contribuția forței de muncă se ameliorează, în

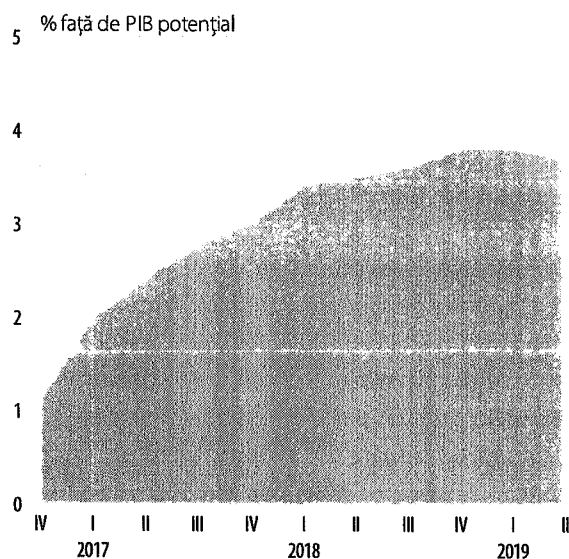
⁶⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁷⁰ Comunicatul INS nr. 171 din 7 iulie 2017.

⁷¹ Comparativ cu media trimestrului I 2017, primii 2 indicatori menționați au crescut în perioada aprilie-mai 2017 cu 3,8 la sută și, respectiv, 4,6 la sută. Indicatorul de încredere în economie a crescut în trimestrul II 2017 cu 0,7 puncte, în structura acestuia remarcându-se subcomponentele aferente serviciilor și comerțului.

principal pe seama anticipării unei evoluții favorabile a trendului ratei de activitate a populației în vârstă de muncă (în pofida declinului multianual al acesteia), ca rezultat al tendinței de creștere a numărului de angajați din economie în contextul perspectivelor pozitive privind activitatea economică. Acumularea stocului de capital reflectă valoarea pronunțat negativă a dinamicii din anul anterior a formării brute de capital fix (FBCF), dar și redresarea acesteia începând cu trimestrul I 2017. Trendul ascendent al productivității totale a factorilor este asociat efectelor persistente ale amplificării activității în unele sectoare creatoare de valoare adăugată ridicată (servicii, dar și IT&C) sau care investesc în automatizarea liniilor de producție (de exemplu, în comerț sau în industria auto) pentru a răspunde creșterii consumului intern, dar și comenzilor pentru export. Efecte adverse asupra trendului productivității totale a factorilor derivă din alocarea încă modestă a resurselor care să răspundă necesităților de re tehnologizare sau perfecționare profesională, inclusiv pe fondul unei atrageri reduse de fonduri structurale și de coeziune comparativ cu anii precedenți.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: calcule BNR pe baza datelor INS

Deviația pozitivă a PIB este proiectată în accentuare pe intervalul de prognoză (Grafic 4.8), evidențiind creșterea presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate⁷². Dinamica excesului de cerere reflectă: (i) evoluția venitului disponibil în termeni reali, susținută de impactul măsurilor de relaxare fiscală și al celor care vizează politica veniturilor; (ii) caracterul stimulat al setului condițiilor monetare reale în sens larg (în diminuare pe parcursul intervalului de proiecție), precum și (iii) închiderea și trecerea în teritoriul pozitiv (pe parcursul anului 2018) a *gap*-ului cererii externe. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna mai, magnitudinea deviației PIB este mai amplă pe întregul interval de prognoză, având ca efect revizuirea la valori mai stimulative a componentei discreționare a conduitei politicii fiscale și de venituri (deficitul structural). Revizuirea deviației PIB reflectă preponderent dinamica peste

așteptări a PIB din trimestrul I 2017. Din perspectiva componentelor cererii agregate, deschiderea *gap*-ului PIB este proiectată a se realiza pe seama accentuării celui al consumului și a trecerii celui al FBCF în teritoriul pozitiv în cea de-a doua jumătate a anului curent. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor de bunuri și servicii sunt evaluate la valori pozitive, contribuția netă a acestora la cea a deviației PIB fiind însă negativă. Evaluarea *gap*-urilor PIB și ale componentelor PIB este caracterizată de un grad de incertitudine dependent de frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice, dar și de volatilitatea acestora (în acest sens, se remarcă mai ales seria istorică ajustată sezonier a FBCF).

Raportat la valoarea înregistrată în 2016, creșterea economică din anul 2017 va cunoaște o accelerare de ritm, depășind, conform proiecției, valoarea de 5 la sută, și,

⁷² Evidențe recente indică o slăbire a intensității transmisiei presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate interne asupra ratei inflației de bază – pentru mai multe detalii a se consulta Caseta 2 din *Raportul asupra inflației*, ediția mai 2017.

ulterior, o temperare în 2018, pe fondul diminuării efectului componentei discreționare a politicii fiscale (i.e. impulsul fiscal). Cererea internă va rămâne în continuare motorul creșterii economice, în principal datorită consumului privat și, într-o mai mică măsură, a FBCF. Avansul cererii interne este proiectat a alimenta creșterea importurilor de bunuri și servicii la valori superioare celor ale exporturilor și, deși evoluția acestora din urmă este de așteptat a fi una extrem de favorabilă la nivelul întregului an, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este prognozată să înregistreze valori negative.

Componentele cererii agregate

Pe parcursul trimestrului I 2017, consumul final efectiv a înregistrat o expansiune rapidă (+4,1 la sută față de trimestrul anterior) care a imprimat ritmului anual o nouă creștere (până la 6,7 la sută)⁷³. Pentru trimestrele II și III 2017, prognoza indică menținerea în teritoriul pozitiv a ritmurilor trimestriale, însă la valori atenuate. Impulsionarea acestei componente are ca sursă venitul disponibil real al gospodăriilor populației, dar indiciile privind sursele de finanțare ale acestuia sunt mixte. Astfel, salariul mediu net în economie a crescut în termeni reali cu doar 0,7 la sută în perioada aprilie-mai; în schimb, stocul de credite pentru consum al gospodăriilor populației s-a majorat cu 1,2 la sută în decursul trimestrului II, în linie cu așteptările⁷⁴. În paralel, pe parcursul trimestrului II, majoritatea subcomponentelor indicatorului de încredere a consumatorilor (ocupare, situație economică de ansamblu și situație financiară) s-au redus comparativ cu valorile din trimestrul anterior.

Pe ansamblul anului 2017, consumul final efectiv este prognozat a înregistra o nouă creștere de ritm, urmată de o relativă temperare pe parcursul anului următor. Traectoria prognozată reflectă evoluția anticipată a venitului disponibil real al gospodăriilor populației, în condițiile măsurilor de relaxare fiscală, ale celor care vizează politica veniturilor în sectorul public, precum și ale majorărilor salariale așteptate a se produce pe seama continuării tensionării pieței muncii, însă pe fondul unei rate anuale a inflației IPC proiectate în creștere pe întregul interval de prognoză.

Dinamica trimestrială a FBCF a revenit la valori pozitive (+3,0 la sută) în primul trimestru al anului curent, ritm anticipat a-și păstra semnul, însă a se atenua în următoarele două trimestre. Prognoza are la bază dinamica producției industriale a bunurilor de capital, contrabalansată însă parțial de evoluții precum cea a volumului construcțiilor (comparativ cu media trimestrului I 2017, ritmurile înregistrate de indicatorii menționați au fost de 2,7 la sută și, respectiv, de -5,0 la sută în perioada aprilie-mai). În ceea ce privește indicatorul de încredere aferent operatorilor din industrie, acesta a înregistrat o deteriorare (-0,8 puncte în trimestrul II 2017 față de cel anterior), atât pe seama nivelului comenzilor, cât și a perspectivelor de producție pentru următoarele 3 luni.

FBCF este așteptat să crească atât pe parcursul anului 2017, cât și al celui următor, însă dinamica componentei rămâne grevată de o serie de factori. Proiecția reflectă

⁷³ Pentru detalii privind factorii care au determinat evoluția componentelor PIB în trimestrul I 2017, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

⁷⁴ În *Sondajul BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare*, mai 2017, se anticipă avansul cererii de credite pentru consum din partea populației, în pofida înăspririi standardelor de creditare aferente.

acumulările de capital care au secondat evoluțiile marcante din prima jumătate a anului curent ale producției industriale (de exemplu, în ramuri precum cele producătoare de componente auto și produse conexe), dar și perspectivele de majorare a fluxului de investiții directe (în contextul prognozelor favorabile privind activitatea economică internă și cea din principalele state de proveniență⁷⁵) care sprijină programele de investiții. Evoluția acestor fluxuri ar putea fi însă afectată de factori conjuncturali precum absorbția modestă a fondurilor europene destinate investițiilor, reflectând întârzieri în procesul de absorbție a fondurilor aferente cadrului financiar 2014-2020, sau de unii structurali precum calitatea infrastructurii sau disponibilitatea redusă a forței de muncă calificate.

În primul trimestru al anului curent, exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 4,4 la sută față de trimestrul anterior. Prognoza pentru următoarele două perioade indică plasarea ritmului trimestrial de creștere la valori pozitive, pe fondul perspectivelor continuării revigorării cererii externe⁷⁶.

Pentru restul intervalului de prognoză, continuarea avansului exporturilor de bunuri și servicii va reflecta, pe de o parte, așteptările de îmbunătățire a cererii externe, cele privind vânzările aferente sectoarelor integrate în lanțurile internaționale de valoare adăugată (precum producția mijloacelor de transport și ramurile conexe), dar și efectul stimulat al cursului de schimb real efectiv (deși în diminuare către finele intervalului), iar pe de altă parte, dinamica alertă a costurilor unitare cu forța de muncă domestice, cu impact nefavorabil asupra competitivității prin preț a produselor românești destinate piețelor externe.

Creșterile manifestate de absorbția internă și de exporturi au condus la majorarea semnificativă a importurilor de bunuri și servicii în primul trimestru al anului curent (+4,8 la sută față de trimestrul IV 2016). Pentru intervalul de proiecție, se anticipează menținerea creșterii importurilor de bunuri și servicii la valori superioare celor aferente exporturilor, pe fondul avansului cererii interne. În aceste condiții, exportul net este anticipat a avea o contribuție negativă la creșterea PIB pe întregul interval de prognoză.

În trimestrul I 2017, deficitul contului curent al balanței de plăți și-a continuat tendința de adâncire⁷⁷, pe seama atât a accentuării celui al balanței comerciale, cât și a trecerii în teritoriul negativ a balanței veniturilor secundare asociate componentei „Administrație publică” (preponderent ca urmare a unor atrageri de fonduri europene inferioare contribuțiilor la bugetul UE). Deficitul de cont curent este anticipat a continua să se adâncească, reflectând în principal dinamica importurilor de bunuri și servicii, susținută de avansul cererii interne, și poziționându-se, pe termen mediu, în jurul nivelului de 3,4 la sută în PIB. În același timp, finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a fi asigurată preponderent prin fluxuri de capital stabile și

⁷⁵ Principalele state de proveniență a fluxurilor de investiții străine directe sunt economii dezvoltate din zona euro (Olanda, Austria, Germania, Cipru, Franța și Italia) în care randamentele utilizării capitalului sunt în general mai puțin atractive decât pe segmentul țărilor emergente, în care este inclusă și România.

⁷⁶ Pentru detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

⁷⁷ În trimestrul I 2017, ponderea deficitului de cont curent al balanței de plăți în PIB a fost de 2,6 la sută (cumulat pe 4 trimestre), comparativ cu 2,3 la sută în 2016 și, respectiv, 1,2 la sută în 2015.

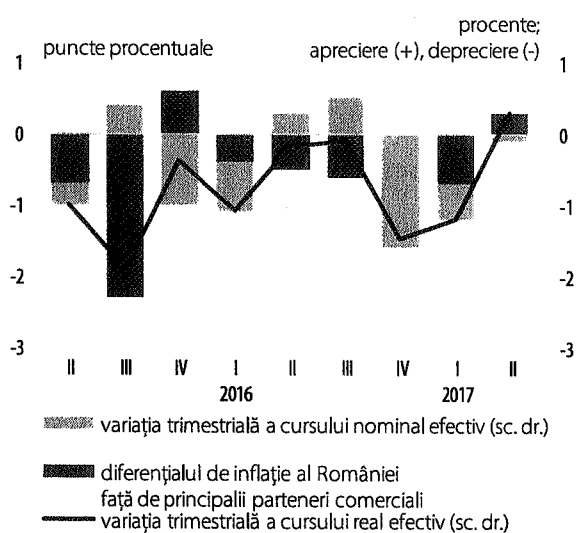
negeneratoare de datorie externă – investiții străine directe și transferuri de capital, asociate atragerilor de fonduri structurale și de investiții de la UE –, însă proporția acestora este anticipată a se diminua în 2017 și 2018, în condițiile prefigurării unor atrageri mai reduse de fonduri europene. Totuși, accentuarea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului și a majorării deficitului bugetar prezintă potențialul de a periclita echilibrele macroeconomice, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁷⁸ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁷⁹.

Rata nominală medie a dobânzii în lei la depozitele noi la termen practică de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari este prognozată a se plasa în trimestrul II 2017 în apropierea valorii înregistrate în trimestrul anterior și, ulterior, a crește în trimestrul III 2017. Rata nominală medie a dobânzii la creditele noi este prognozată în creștere în al doilea trimestru al anului 2017, în special pe seama evoluțiilor istorice din luna mai, iar ulterior, în trimestrul III, aceasta este anticipată a se menține în apropierea valorilor din trimestrul anterior. Cumulat, în trimestrele II și III 2017, ratele reale ajustate ale dobânzilor continuă să transmită un impuls stimulative, în creștere, asupra activității economice din perioadele următoare.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În trimestrul II 2017, comparativ cu trimestrul anterior, moneda națională a înregistrat o depreciere marginală în termeni nominali efectivi, evoluția în depreciere față de euro fiind aproape integral compensată de cea de sens contrar față de dolarul SUA. În termeni reali efectivi însă, moneda națională a înregistrat o apreciere, pe fondul inflației trimestriale interne mai ridicate decât cea a partenerilor comerciali (Grafic 4.9). În ansamblu, cursul de schimb real efectiv este estimat a transmite un impuls stimulative, în reducere, asupra activității economice din perioadele următoare.

Efectul de avuție și de bilanț din trimestrele II și III 2017 continuă să exercite influențe stimulative asupra *gap*-ului PIB din perioadele viitoare, în principal pe seama poziționării ratei reale a dobânzii

⁷⁸ 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.

⁷⁹ 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.

externe sub tendința pe termen mediu (*gap* pronunțat

negativ). Prima de risc asociată economiei naționale, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), s-a redus marginal în trimestrul II 2017. Perspectivile pe termen mediu ale primei de risc sunt influențate atât de factori interni, asociați conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, cât și de factori cu acțiune globală, ce derivă din desfășurarea negocierilor referitoare la *Brexit* sau din eventualele deviații ale conduitelor politicilor monetare implementate de către BCE⁵ și Fed de la traiectoriile așteptate în prezent de piețele financiare.

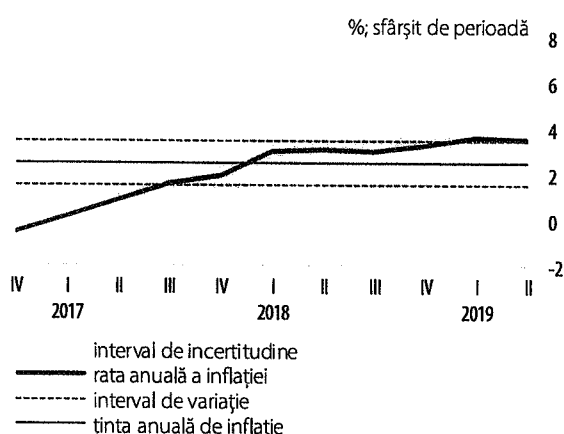
În ansamblu, în trimestrele II și III 2017, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a fi stimulative la adresa cererii agregate din trimestrele următoare, în principal pe seama cursului de schimb real efectiv (prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor), dar și, într-o mai mică măsură, a celorlalte componente.

Pe parcursul intervalului de prognoză, condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a continua să exercite un efect stimulat asupra activității economice (în diminuare pe cvasitotalitatea proiecției). Un aport semnificativ este asociat subevaluării cursului de schimb real efectiv, cu precădere în prima parte a intervalului, dar și efectului de avuție și de bilanț, pe fondul caracterului stimulat al politicii monetare a BCE. Conduita politicii monetare a BNR este configurată în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Chiar dacă una dintre sursele de risc menționate în *Raportul* precedent a cunoscut o atenuare relativă, prin promulgarea de către Președintele României, în 28 iunie 2017,

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 2005-2016. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

a Legii-cadru nr. 153/2017 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice⁶⁰, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației continuă să fie evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Conduitele politicii fiscale și a celei a veniturilor reprezintă principalii factori de risc care ar putea conduce la valori ale ratei inflației superioare celor prognozate (Grafic 4.10).

Astfel, persistă incertitudini referitoare la maniera de implementare a legii menționate, legate de etapizarea în timp a majorărilor salariale și de criteriile de condiționalitate a acestora, dar și în ceea ce privește posibilul set de măsuri compensatorii care ar viza, conform declarațiilor oficiale, încadrarea

nde versiunii adoptate în Camera Deputaților în 7 iunie 2017.

deficitului bugetar de la finele acestui an în limita a 3 la sută din PIB. De asemenea, noile inițiative legislative specificate în Programul de guvernare sau vehiculate în spațiul public vizând sfera taxării și a impozitării, realizarea de noi majorări ale cheltuielilor salariale și sociale, precum și probabila adoptare de măsuri fiscale corective pentru menținerea deficitului bugetar în țintele propuse sunt de natură să genereze incertitudini sporite și riscuri în ambele sensuri la adresa prognozei pe termen mediu a inflației. Acestea sunt potențate de lipsa, la momentul elaborării proiecției, a unor repere clare privind forma finală a acestor măsuri și calendarul de implementare aferent. Relevanța acestor riscuri este și mai mult accentuată în contextul trenării realizării investițiilor publice, cu efecte asupra potențialului de creștere – inclusiv în contextul întârzierilor în absorbția fondurilor europene structurale și de investiții – și competitivității economiei românești, afectată negativ și de perspectivele privind majorarea ecartului dintre variația salariilor și cea a productivității muncii. O eventuală deteriorare a echilibrelor macroeconomice este de așteptat să aibă un impact advers asupra percepției de risc a investitorilor străini, cu consecințe asupra fluxurilor de capital stabile direcționate către economia românească, și, astfel, asupra finanțării deficitului de cont curent și evoluției monedei naționale.

Pentru intervalul de referință, în pofida unei recente atenuări a tensiunilor globale și a riscurilor politice asociate calendarului electoral din zona euro, incertitudinile sporite asociate mediului extern continuă să persiste. Acestea se referă îndeosebi la efectele pe care negocierile aferente *Brexit*, politicile economice ale administrației SUA și conduita politicilor monetare ale Fed și BCE le vor avea asupra cadrului macroeconomic de la nivel global. De asemenea, prezintă relevanță evoluția viitoare a activității economice din China și din alte economii emergente majore, prin prisma impactului asupra creșterii economice. Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea avea efecte nefavorabile, ce s-ar transmite preponderent prin canale indirecte asupra economiei României, prin intermediul cererii externe a partenerilor comerciali. În același timp, prin consecințele adverse asupra încrederii investitorilor și accentuarea aversiunii globale față de risc, unele evoluții ar putea determina realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu consecințe asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb al leului și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației. Din aceste motive, este necesară menținerea unui mix echilibrat de politici interne care să asigure reziliența economiei în fața unor posibile turbulențe.

Totodată, pe fondul prezenței tot mai semnificative a lanțurilor globale de valoare, în special a marilor *retaileri*, dar și al majorării contribuției bunurilor din import la acoperirea consumului intern, proiectat în creștere inclusiv în contextul stimulilor fiscali și salariați, majorările relativ reduse ale prețurilor la nivel global, în general, și la nivelul UE, în particular, reprezintă o sursă de risc relevantă la adresa ratei proiectate a inflației din scenariul de bază, având potențialul de a genera abateri în jos de la traiectoria previzionată.

Riscuri în sens ascendent la adresa perspectivelor inflației sunt asociate prețurilor administrate, atât în contextul evoluțiilor recente de pe piața energiei electrice, cât și

a persistenței, în lipsa unor repere clare din partea autorităților de profil, incertitudinilor asociate dimensiunii și ritmului ajustărilor viitoare ale prețurilor gazelor naturale și tarifelor energiei electrice. În privința evoluției prețurilor volatile ale alimentelor, se manifestă incertitudinile inerente asociate impactului condițiilor meteorologice asupra ofertei de produse agricole, atât pe plan intern, cât și internațional.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime (cu precădere cele energetice) este evaluată ca fiind echilibrată. Persistă însă incertitudini cu privire la impactul pe care stocurile ridicate de petrol de la nivel mondial îl vor avea asupra cotațiilor viitoare ale țițeiului, acestea fiind de natură a contrabalansa efectele extinderii acordului de plafonare a ofertei, la care participă OPEC și unii producători din afara organizației.

Abrevieri

AFIR	Agenția pentru Finanțarea Investițiilor Rurale
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BEI	Banca Europeană de Investiții
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMJS	Ministrul Muncii și Justiției Sociale
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
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	39
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	40
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	43
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	45
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	46
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	46

Lista graficelor din text

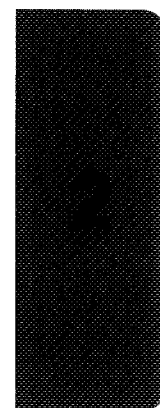
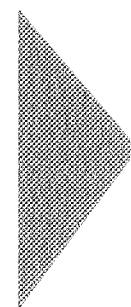
	Proгноza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Evoluția prețurilor principalelor componente ale coșului de consum	14
Grafic 1.3	Costurile de producție și prețurile de consum pe segmentul alimentar	15
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	15
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	17
Grafic 2.2	Activitatea comercială și încrederea populației	18
Grafic 2.3	Investiții	19
Grafic 2.4	Construcții de locuințe	19
Grafic 2.5	Exporturile de bunuri și servicii	20
Grafic 2.6	Balanța bunurilor	21
Grafic 2.7	Productivitatea muncii și NAIRU	22
Grafic 2.8	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	22
Caseta		
Grafic A	Structura angajaților pe categorii ocupaționale	23
Grafic B	Evoluția populației României	24
Grafic C	Piramida vârstelor	24
Grafic D	Rata de participare la programe de formare profesională, 2016	25
Grafic E	Tineri care nu sunt integrați în nicio formă de ocupare, educație sau formare profesională, 2016	25
Grafic F	Locuri de muncă aflate în pericol de dispariție din cauza avansului tehnologic	25
Grafic G	Elevi care nu au abilități de bază privind aplicarea cunoștințelor științifice pe care le dețin	25
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie și câștigul salarial mediu brut	27

Grafic 2.10	Curba Beveridge	28
Grafic 2.11	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	29
Grafic 2.12	Prețurile producției industriale pentru piața internă	30
Grafic 2.13	Prețurile de producție pentru bunurile de consum și așteptările operatorilor de profil	30
Grafic 2.14	Măsuri ale costurilor unitare	31
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	33
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	36
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	37
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	38
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	39
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	40
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	41
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	42
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	42
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	44
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației	45
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA	46
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	47
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	47
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	47
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	48
Grafic 4.8	Deviația PIB	49
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

2

**Prezentarea Guvernatorului BNR
la conferința de presă cu ocazia lansării
Raportului asupra inflației – august 2017**

8 august 2017





Conferință de presă

Raport asupra inflației

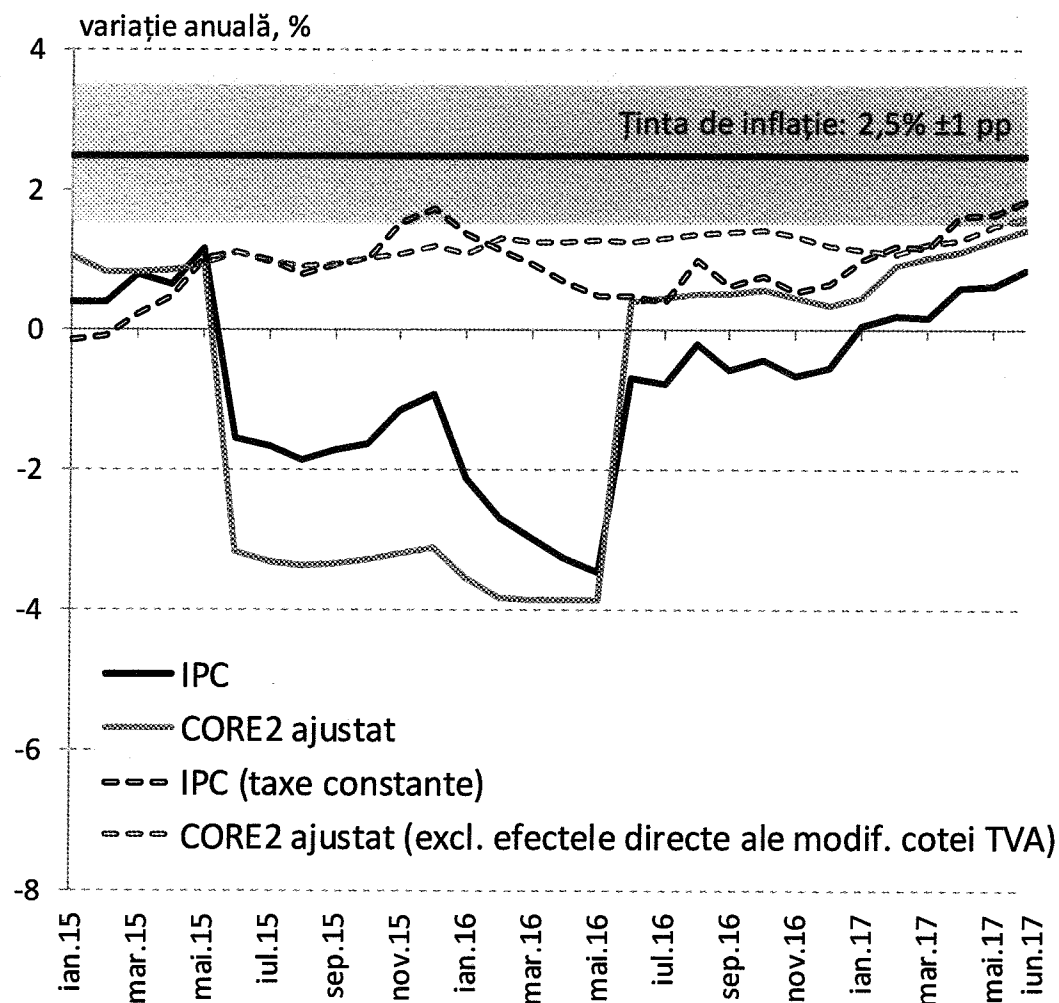
August 2017

Mugur Isărescu

Guvernator

București, 8 august 2017

Rata anuală a inflației IPC a accelerat pe parcursul T2 2017



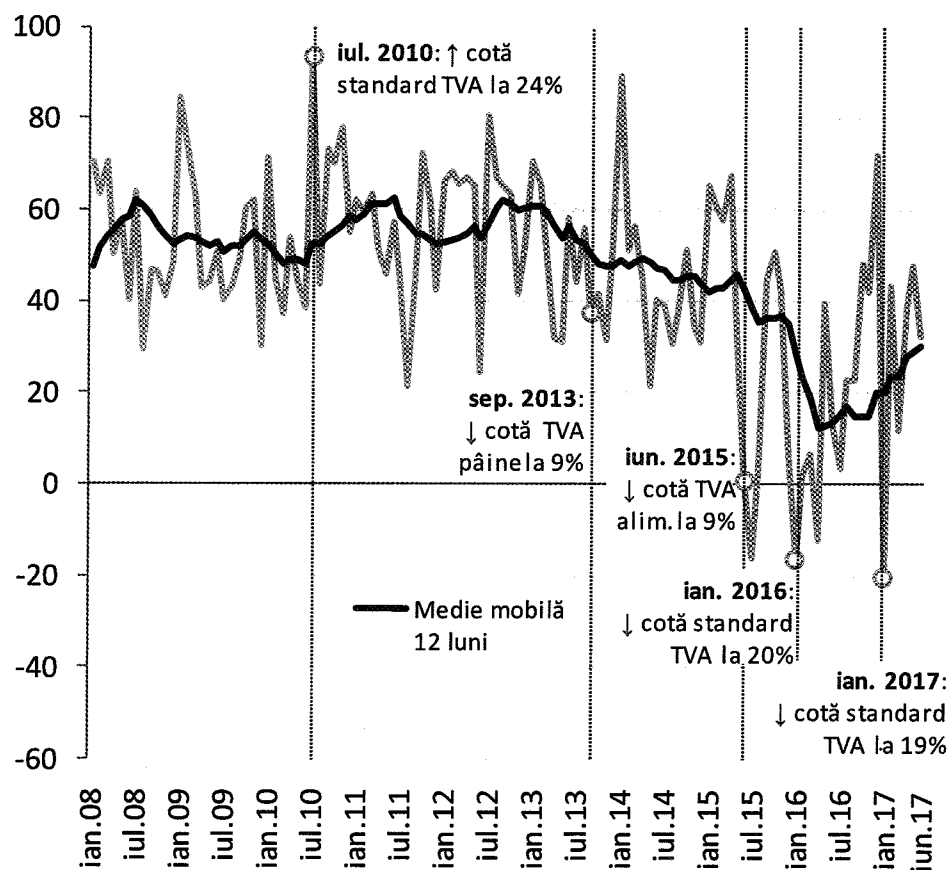
Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Determinanți

- ↑ Creșterea costurilor de producție, îndeosebi în industria alimentară
- ↑ Lărgirea excedentului de cerere agregată
- ↑ Creșterea prețului gazelor naturale și augmentarea schemei de sprijin pentru producătorii de energie electrică din surse regenerabile
- ↑ Manifestarea unor șocuri temporare de ofertă la nivelul citricelor și al fructelor meridionale
- ↑ Majorarea prețurilor produselor din tutun, asociată doar parțial anticipatei modificări a accizei
- ↘ Corecția înregistrată de cotațiile petrolului pe piețele internaționale

Creșterile de preț au caracterizat majoritatea produselor din coșul de consum

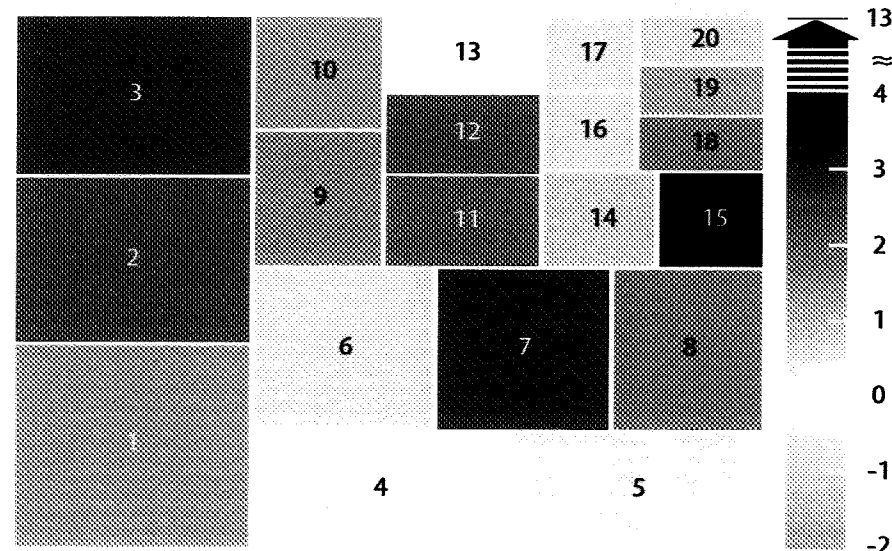
Indicele de difuziune



Notă: Indicele de difuziune este calculat ca diferență între suma ponderilor bunurilor și serviciilor din IPC care au înregistrat rate lunare ale inflației pozitive și suma ponderilor celor care au consemnat rate lunare ale inflației negative (grad de acoperire de 100% din coșul de consum). Variațiile nu exclud efectele măsurilor adoptate în regimul taxelor și impozitelor.

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

variație anuală la taxe constante în iun.17, %

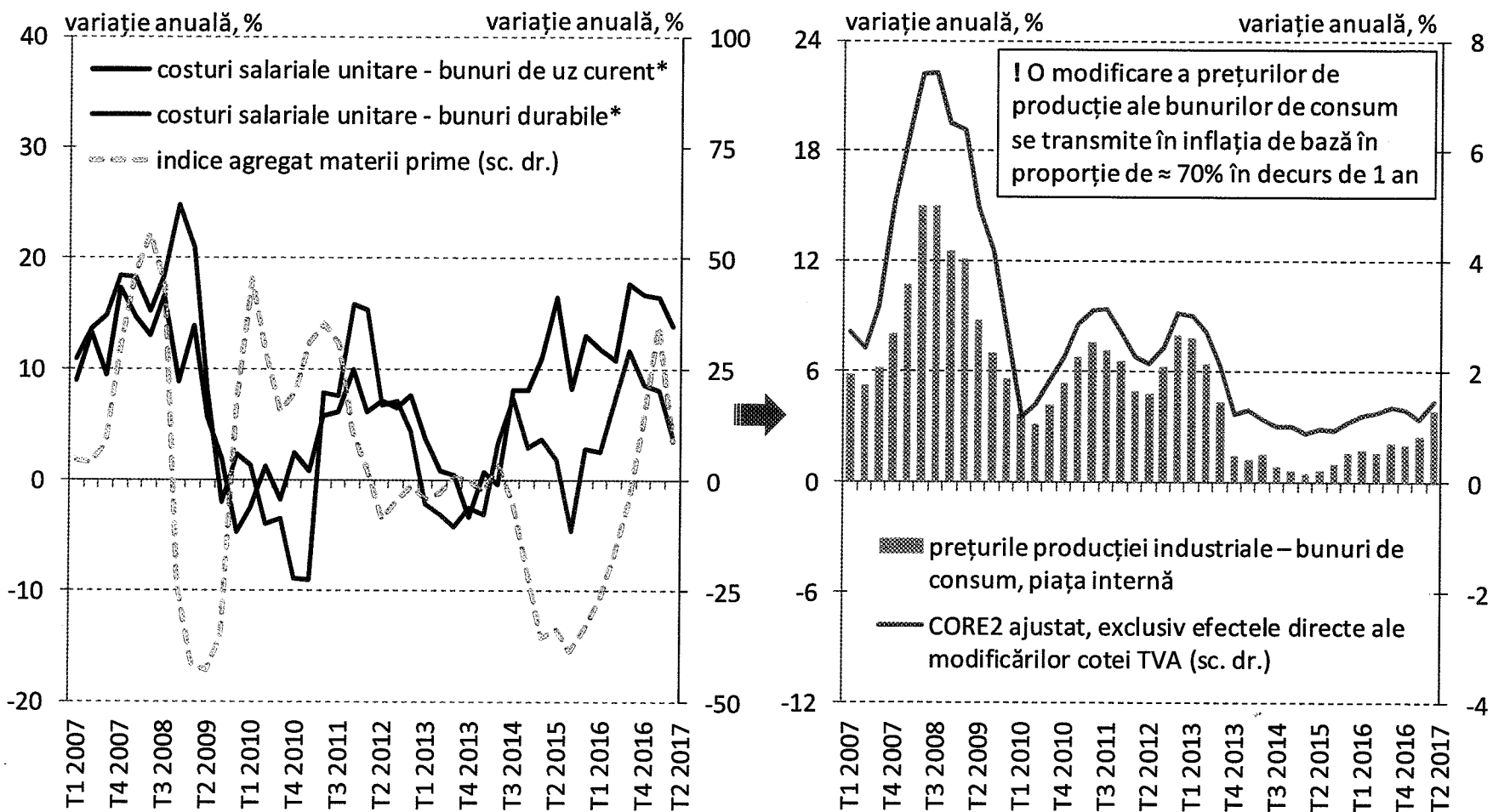


Legendă:

- | | |
|--|------------------------------------|
| 1. Energie | 11. Apă, canal și salubritate |
| 2. Carne și produse din carne | 12. Încălțăminte |
| 3. Combustibili | 13. Articole chimice |
| 4. Produse de igienă și cosmetice | 14. Produse cultural-sportive |
| 5. Servicii poștale și telecomunicații | 15. Fructe |
| 6. Produse de morărit și panificație | 16. Produse de uz casnic și mobilă |
| 7. Tutun | 17. Cinematografe |
| 8. Lapte și produse lactate | 18. Zahăr și produse zaharoase |
| 9. Îmbrăcăminte | 19. Îngrijire medicală |
| 10. Legume | 20. Pește și produse din pește |

Notă: Produsele acoperă 86% din coșul de consum al populației în anul 2017. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în coșul de consum.

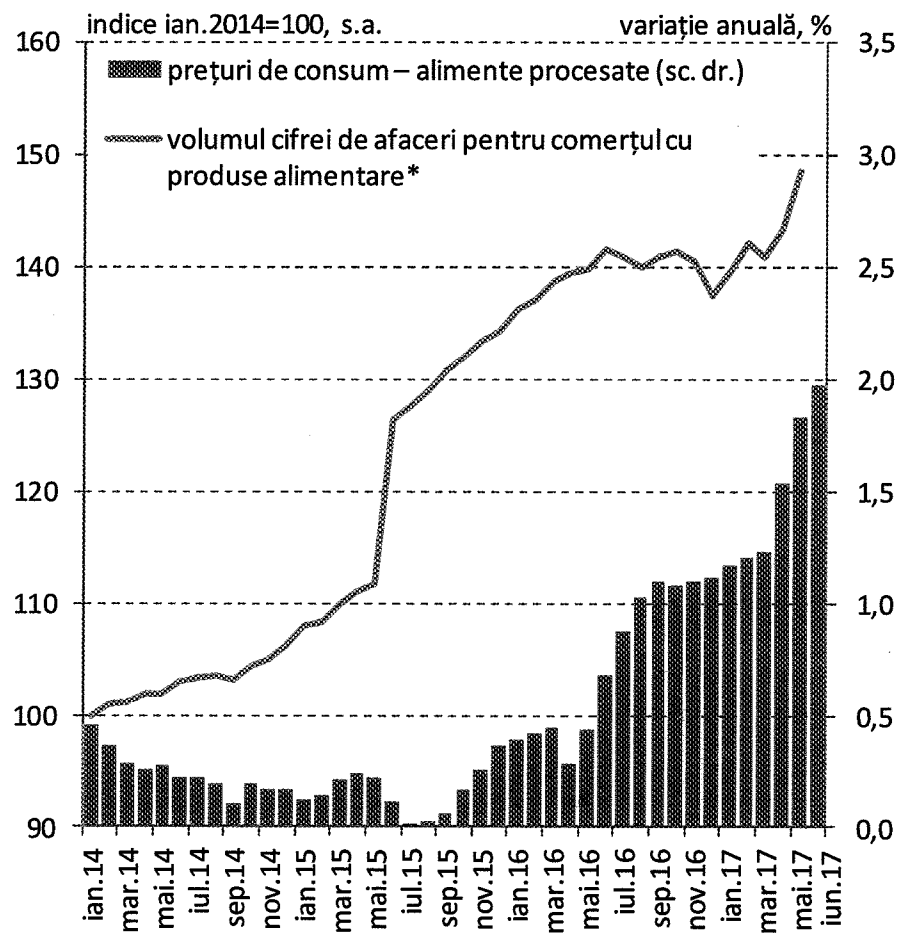
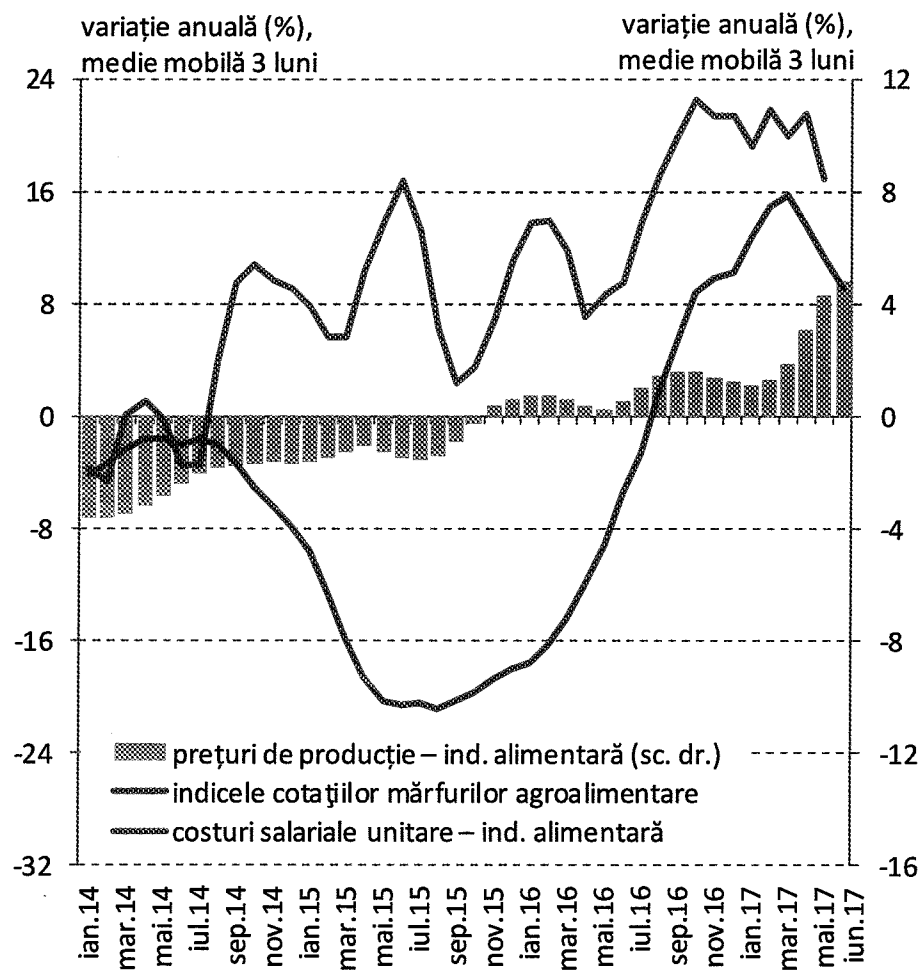
Presiunile acumulate pe plan intern încep să transpară la nivelul prețurilor de producție, odată cu dispărarea influenței dezinflaționiste a mediului extern



*) pentru T2 2017 a fost luată în considerare media lunilor apr.-mai

Sursa: Eurostat, FMI, INS, calcule și estimări BNR

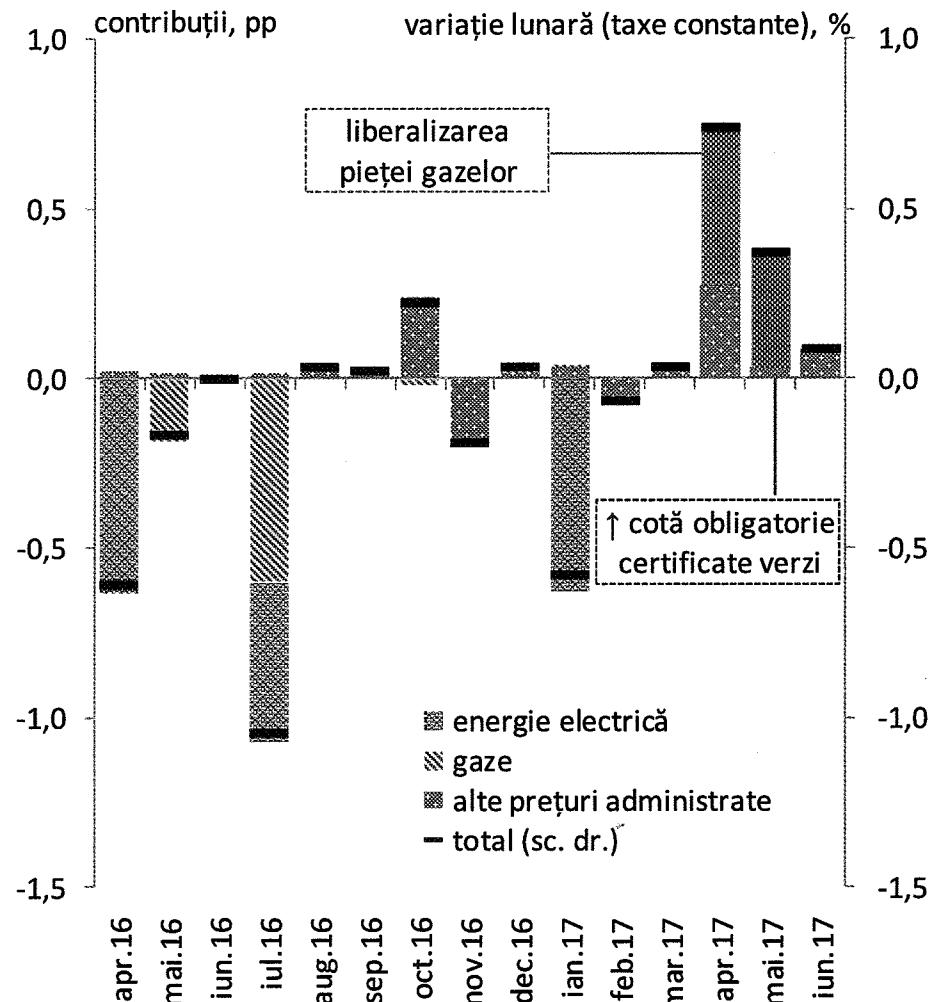
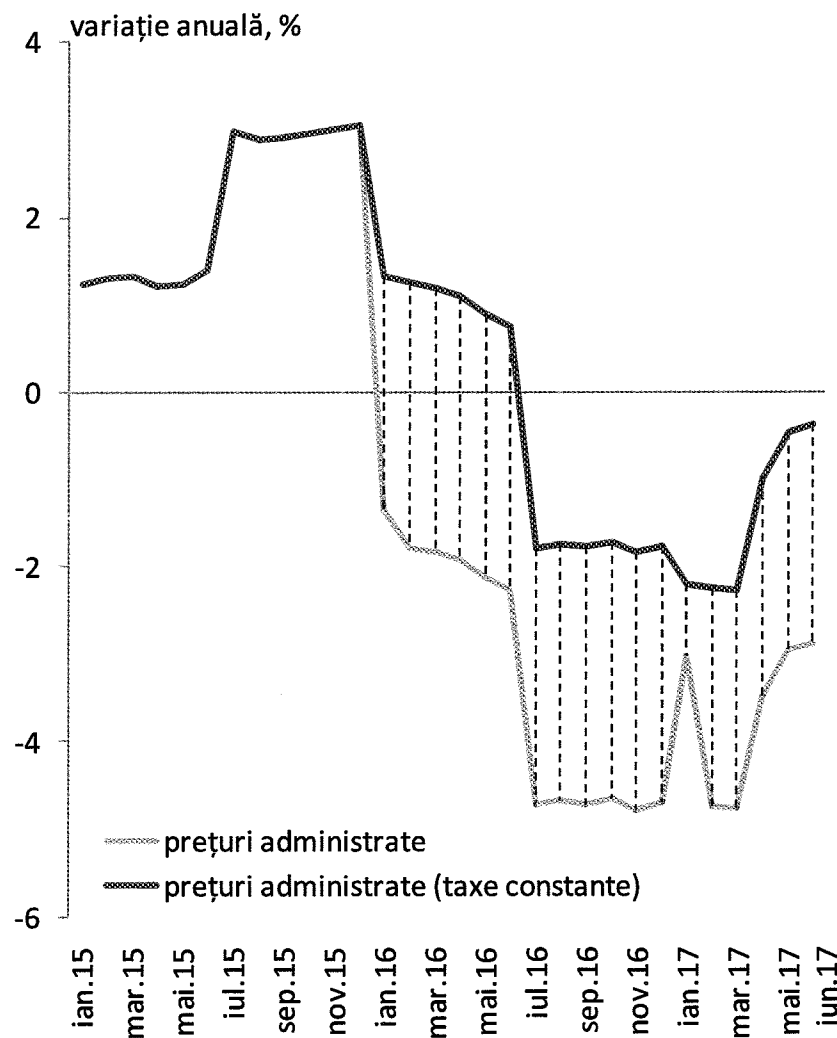
Tendința este imprimată de segmentul mărfurilor alimentare; cererea robustă facilitează transmisia în prețurile finale



*) inclusiv produsele din tutun

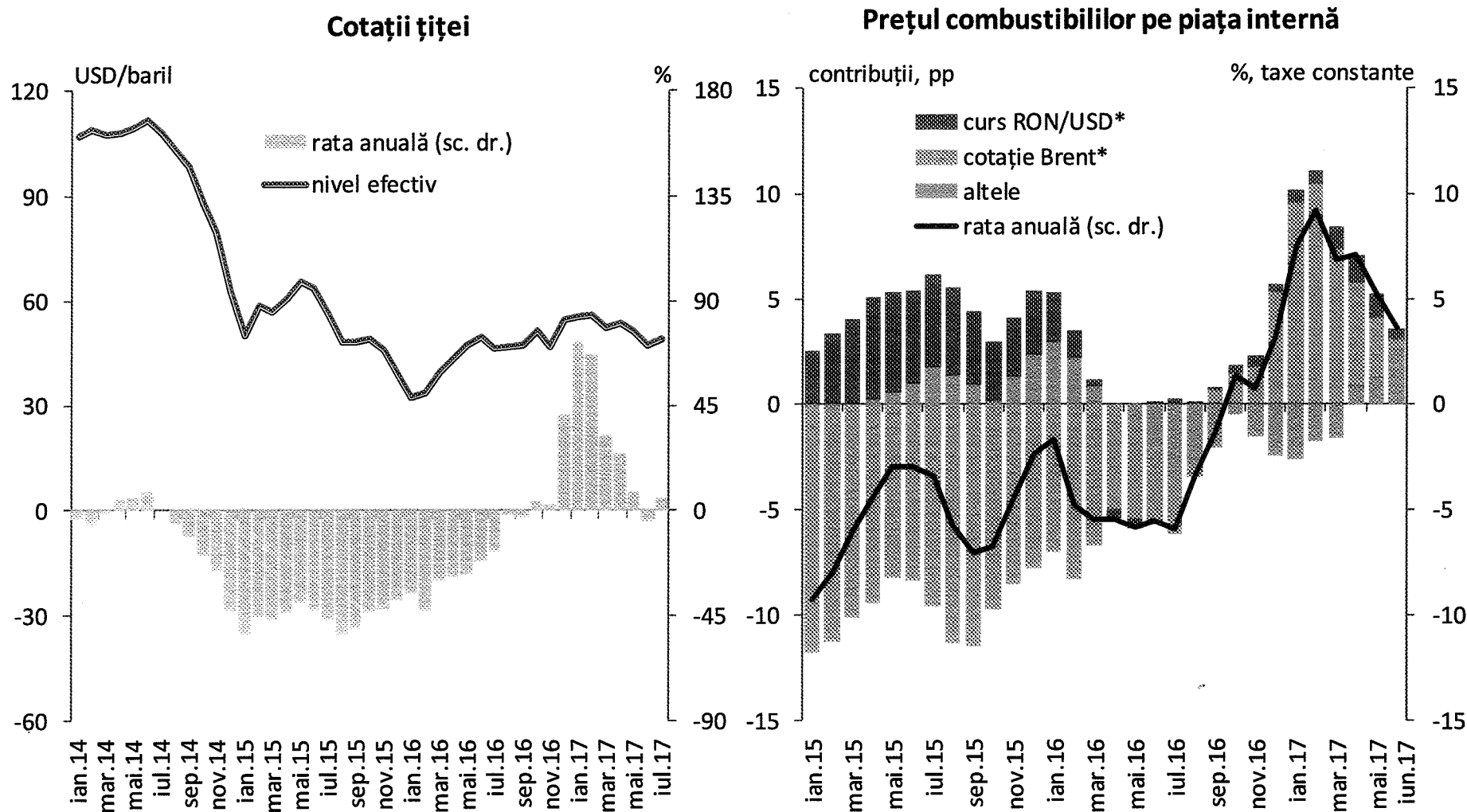
Sursa: INS, FAO, calcule și estimări BNR

Majorările de preț operate pe segmentul „energie” în T2 inversează traiectoria descendentă a dinamicii anuale a prețurilor administrate



Sursa: INS, estimări BNR

Atenuare a dinamicii anuale a prețului combustibililor ca urmare a corecției înregistrate de cotațiile țițeiului pe parcursul T2 2017

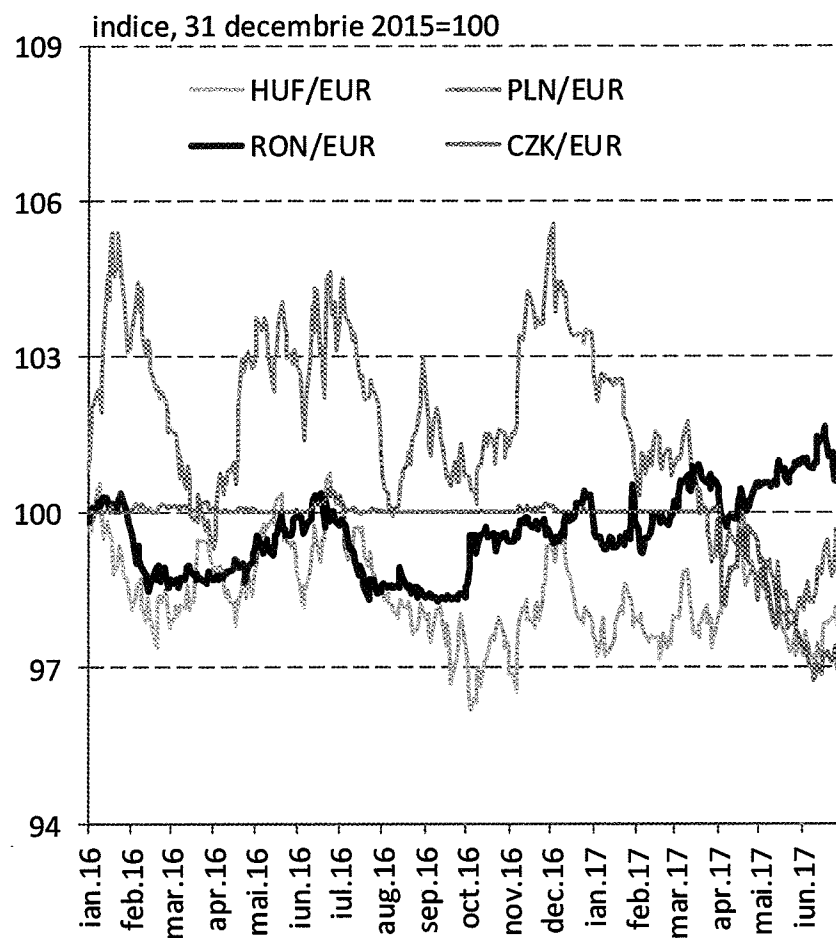


*) contribuțiile includ atât efecte contemporane, cât și efecte cu transmisie întârziată

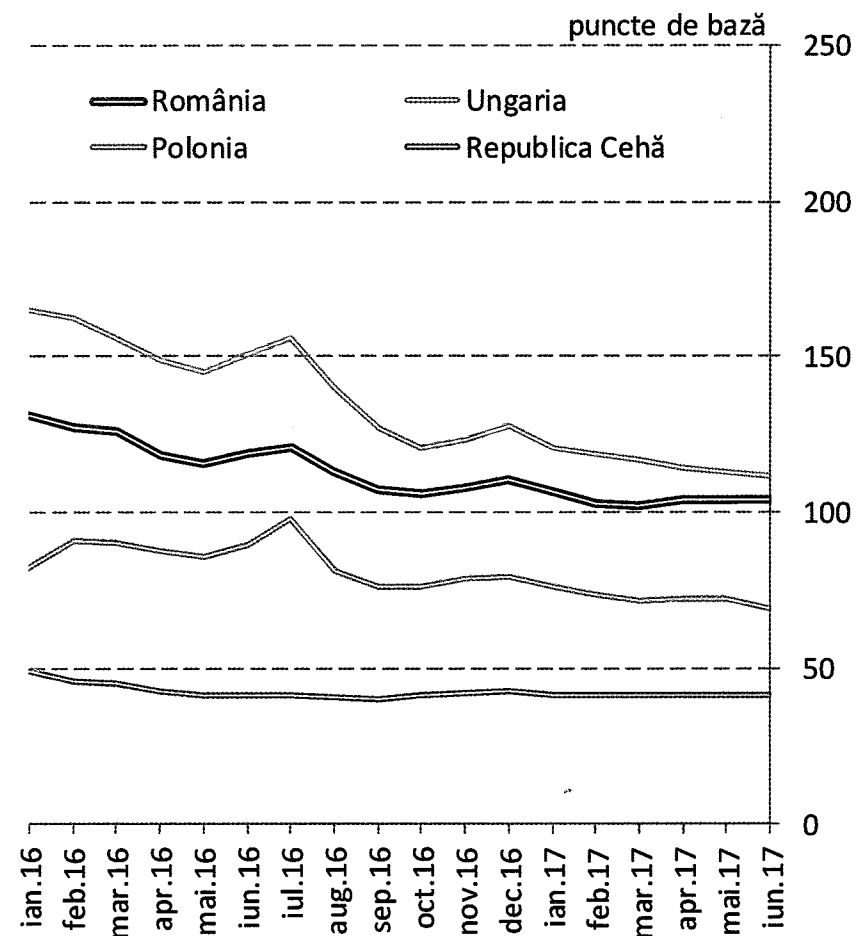
Sursa: Bloomberg, INS, calcule și estimări BNR

Mișcare a cursului de schimb leu-euro decorelată de evoluțiile din regiune

Cursul de schimb



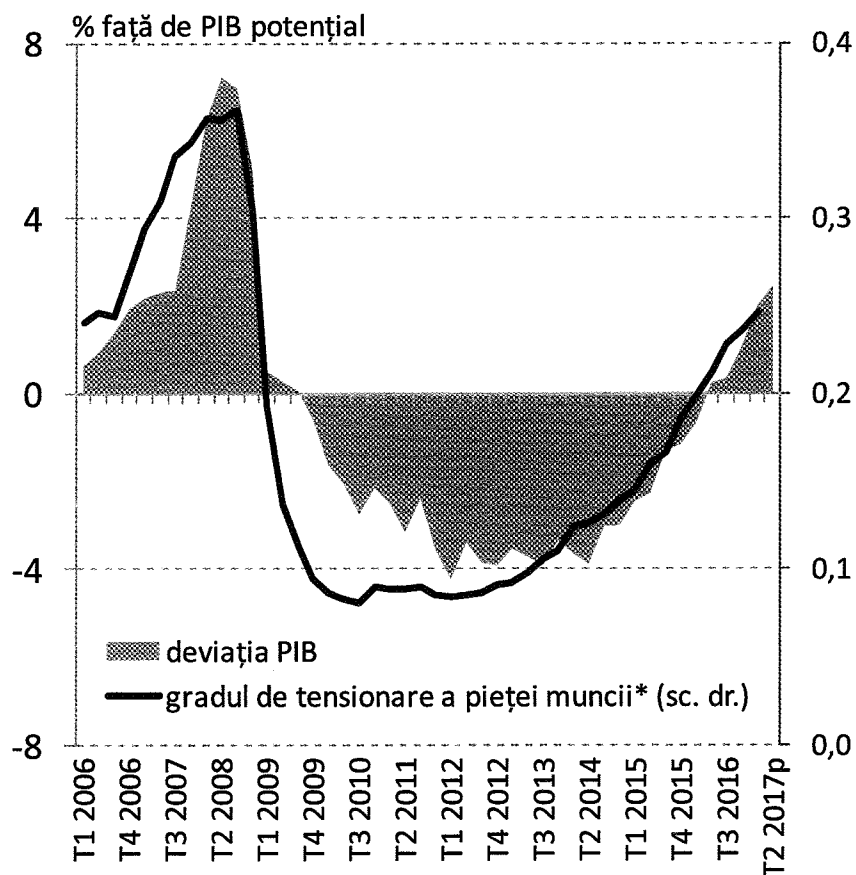
Prima de risc (*spread-uri CDS, 5 ani*)



Sursa: BCE, Reuters

Majorarea excedentului de cerere agregată în economie; indicatorii pieței muncii se apropie sau devin mai favorabili față de valorile din perioada precriză

Poziția ciclică a economiei

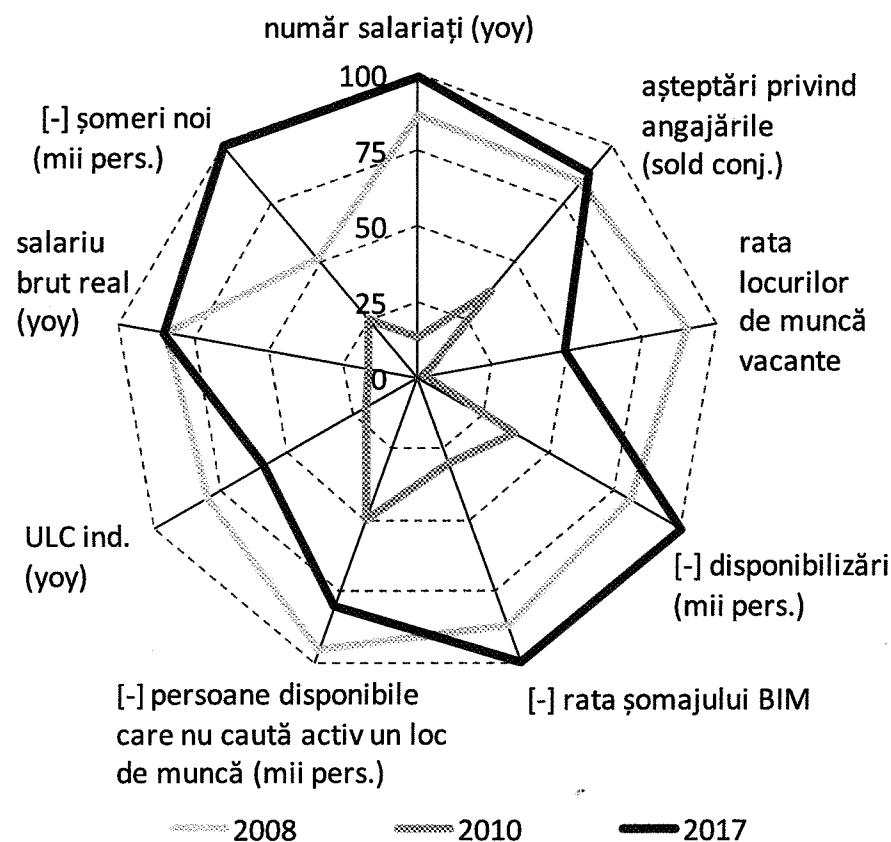


*) calculat ca raport între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului BIM

p) prognoză

Sursa: ANOFM, CE-DG ECFIN, Eurostat, INS, calcule și estimări BNR

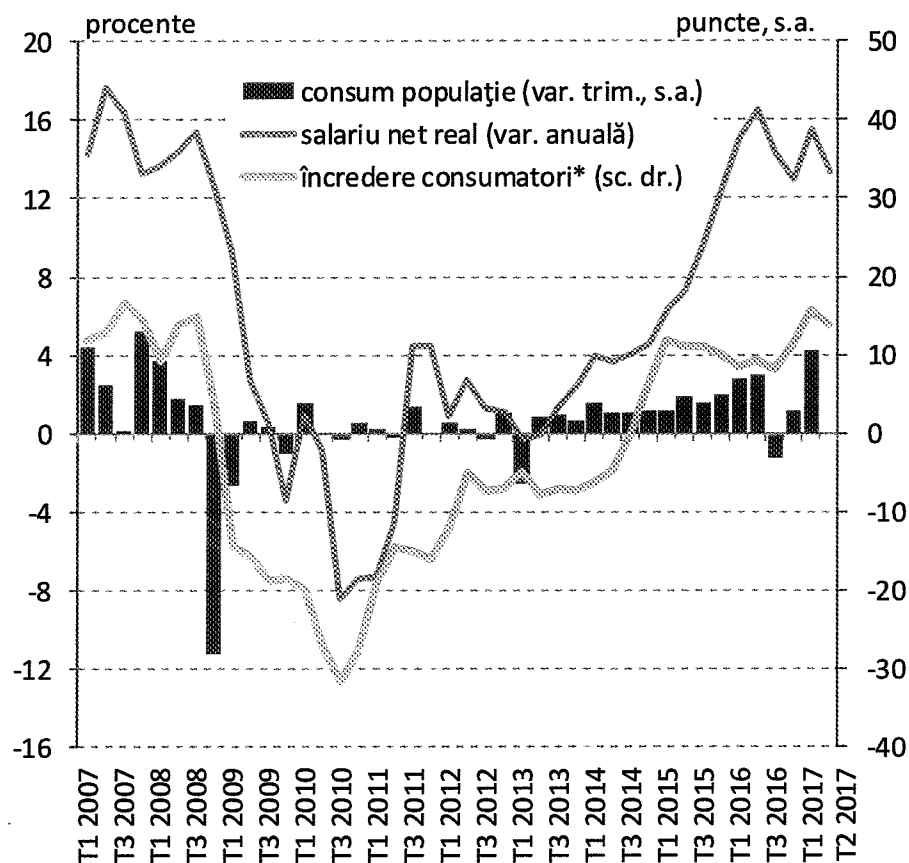
Condițiile pe piața muncii



Notă: Deplasarea către 100 indică tensionarea pieței muncii; graficul ilustrează poziționarea indicatorilor în cele 3 momente în intervalul definit de cea mai nefavorabilă (0) și cea mai favorabilă (100) valoare din perioada 2005-2017.

Viteza de creștere a consumului populației este similară perioadei precriză;
niveluri comparabile ale încrederii și ale dinamicii puterii de cumpărare

Consumul populației

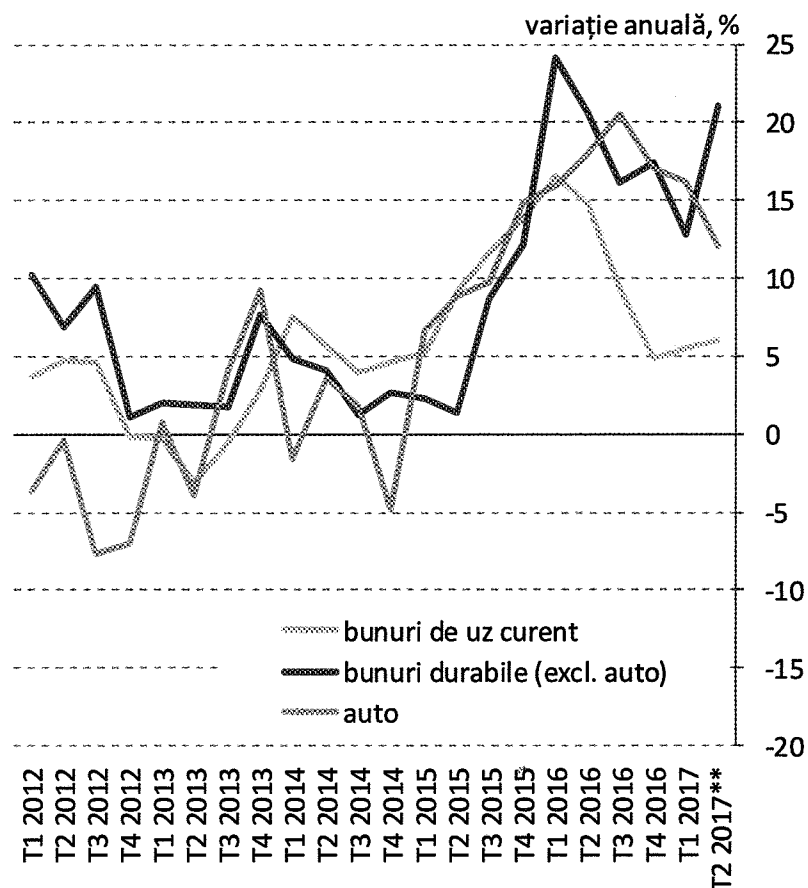


*) variație față de media istorică, 2001-2017

**) pentru T2 2017 a fost luată în considerare media lunilor apr.-mai

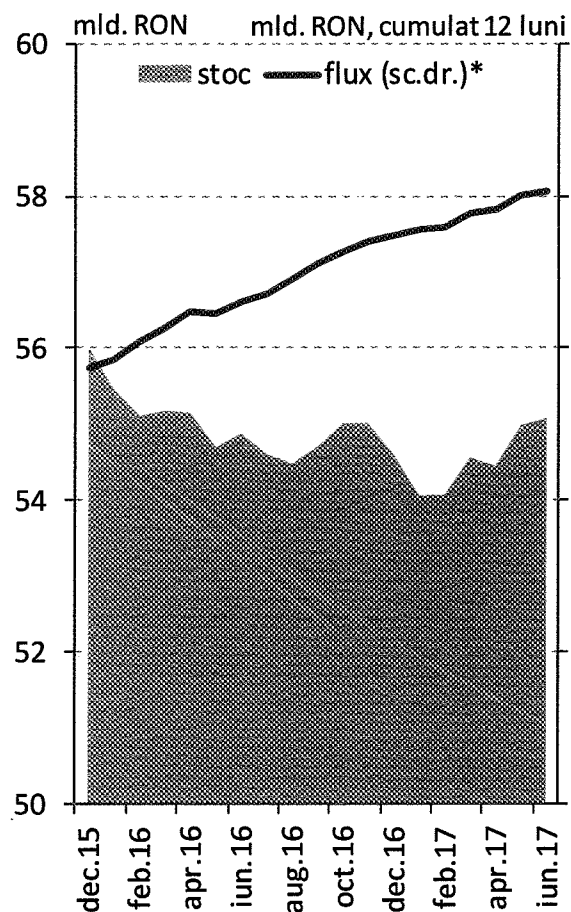
Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Activitatea comercială

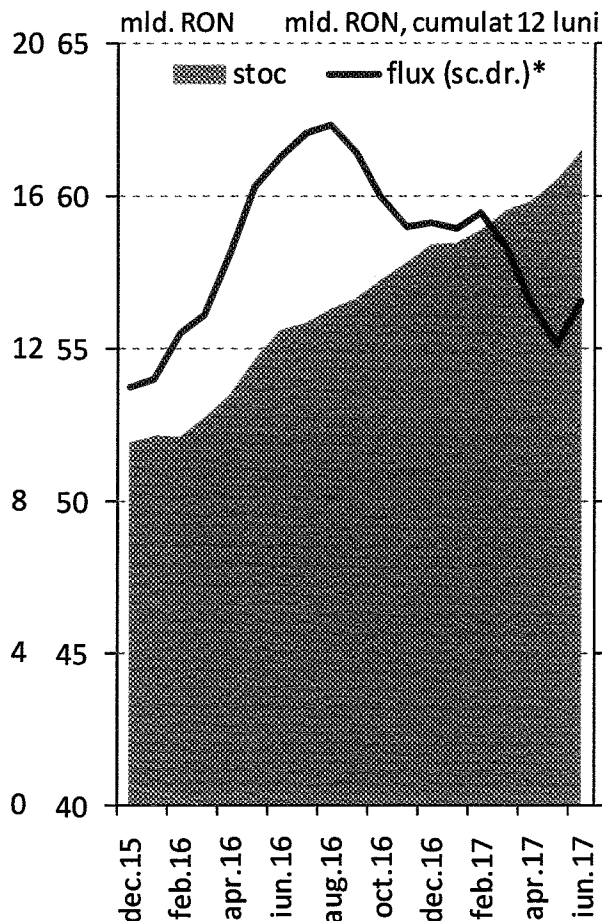


Nivelul scăzut al ratelor dobânzilor și diminuarea aversiunii la risc contribuie la creșterea rolului creditării în impulsionearea cererii

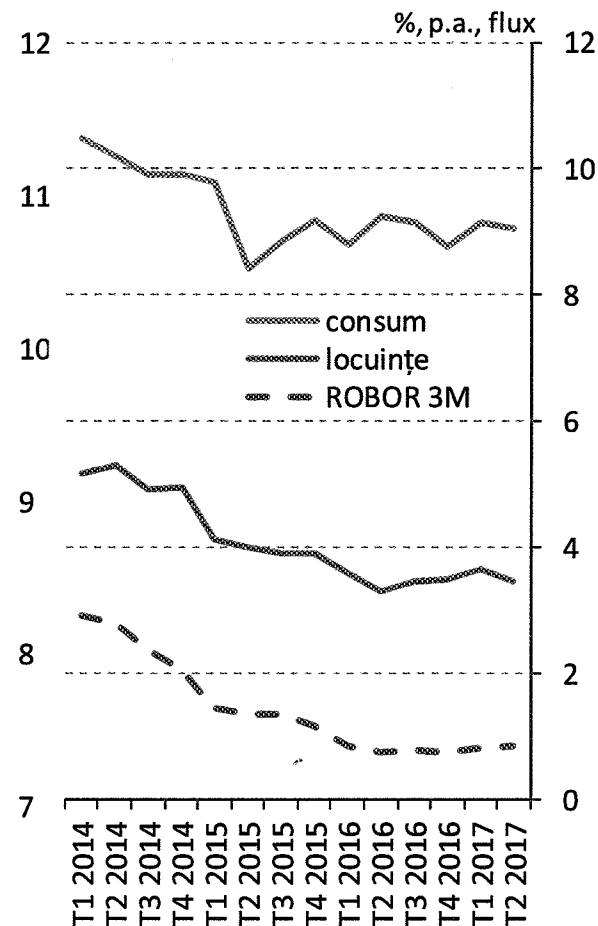
Credit de consum



Credit pentru locuințe



Rata dobânzii pentru creditele în lei acordate populației

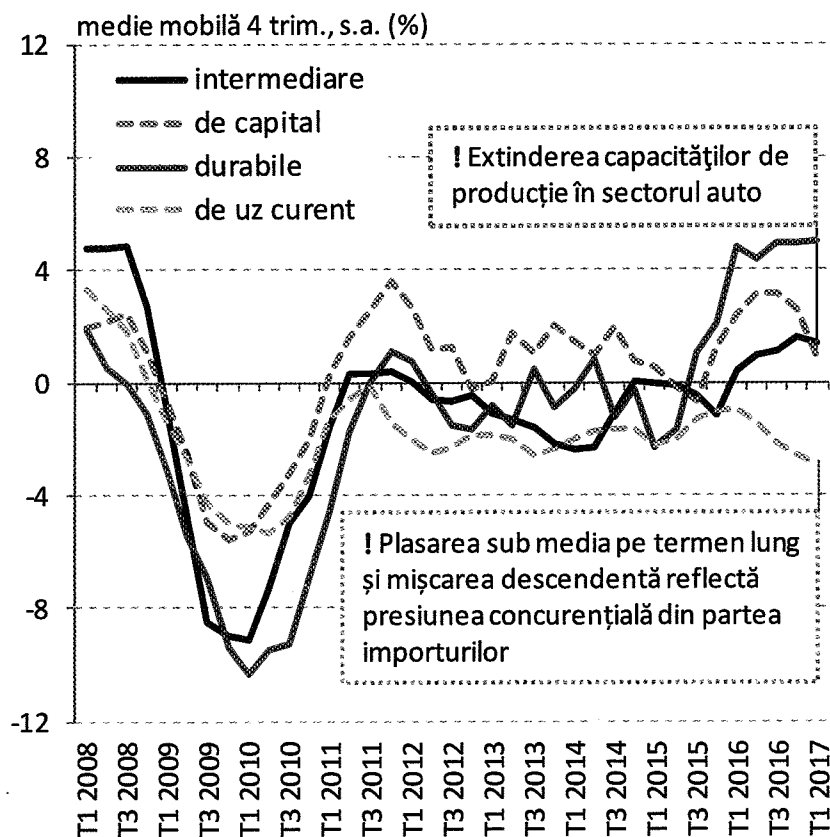


*) excl. creditelor renegotiate

Sursa: BNR

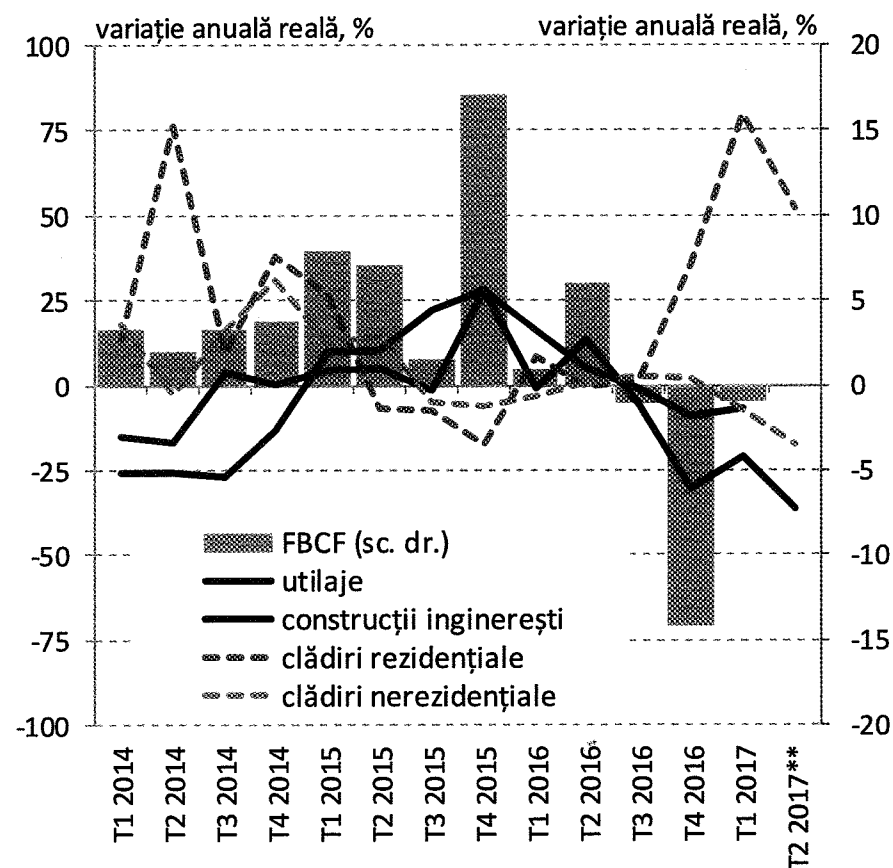
Gradul de utilizare a capacităților de producție depășește media pe termen lung în majoritatea grupelor industriale, dar investițiile trenează

Gradul de utilizare a capacităților de producție pe marile grupe de bunuri industriale*



*) diferență față de media pe termen lung (T1 2005 – T1 2017)

Investiții

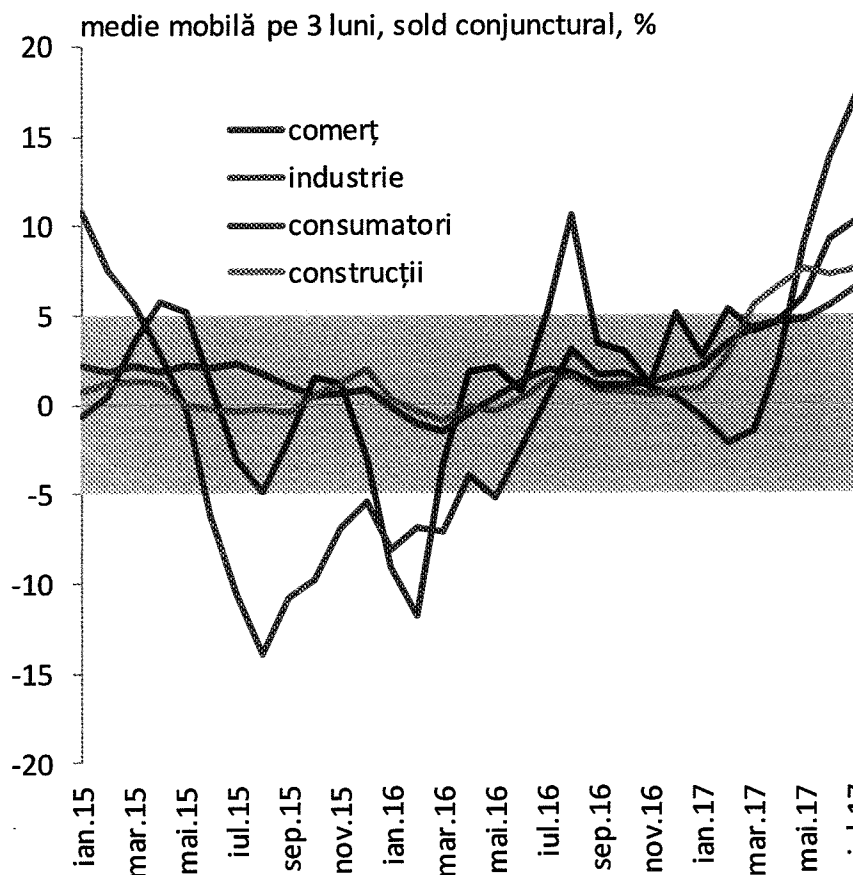


**) apr.-mai 2017

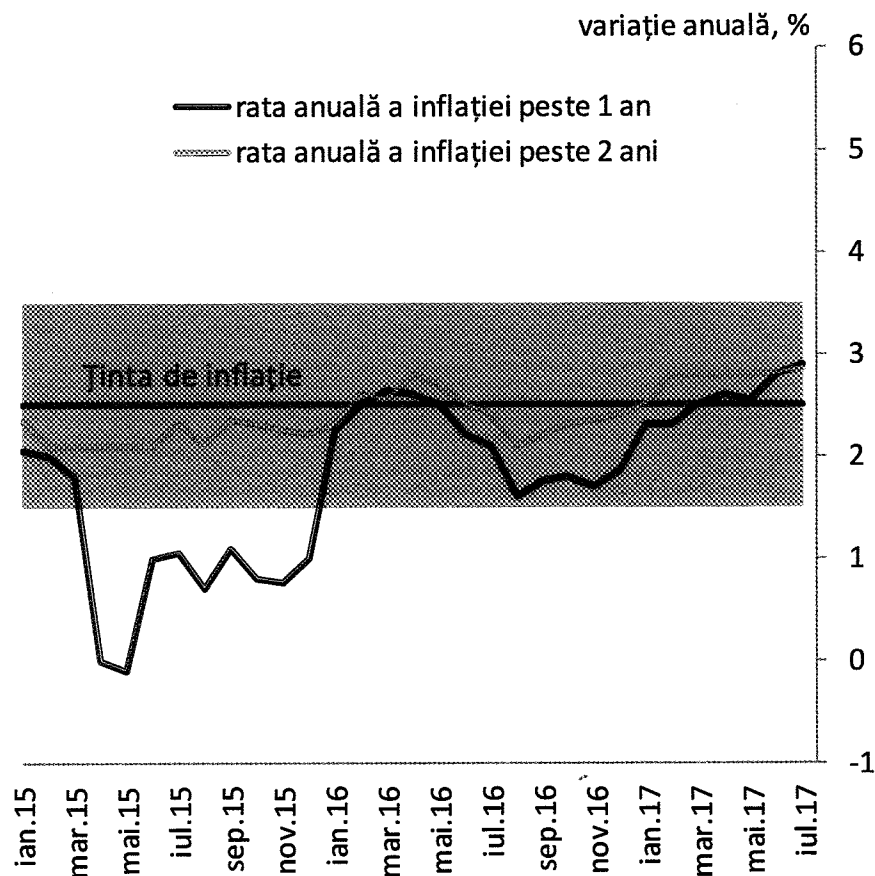
Sursa: INS, Sondaj INS/DG ECFIN

Tendință de creștere a anticipațiilor privind inflația pe orizonturi de până la 1 an; stabilitate în interiorul intervalului-țintei pe orizontul de 2 ani

Așteptările operatorilor economici*



Așteptările analiștilor bancari



*) orizont de 3 luni pentru agenți economici, respectiv de 12 luni pentru consumatori; plasarea în interiorul benzii de ± 5 la sută relevă o stabilitate a prețurilor

Sursa: Sondajul CE-DG ECFIN, Sondajul BNR în rândul analiștilor bancari

Proiecția ratei anuale a inflației IPC

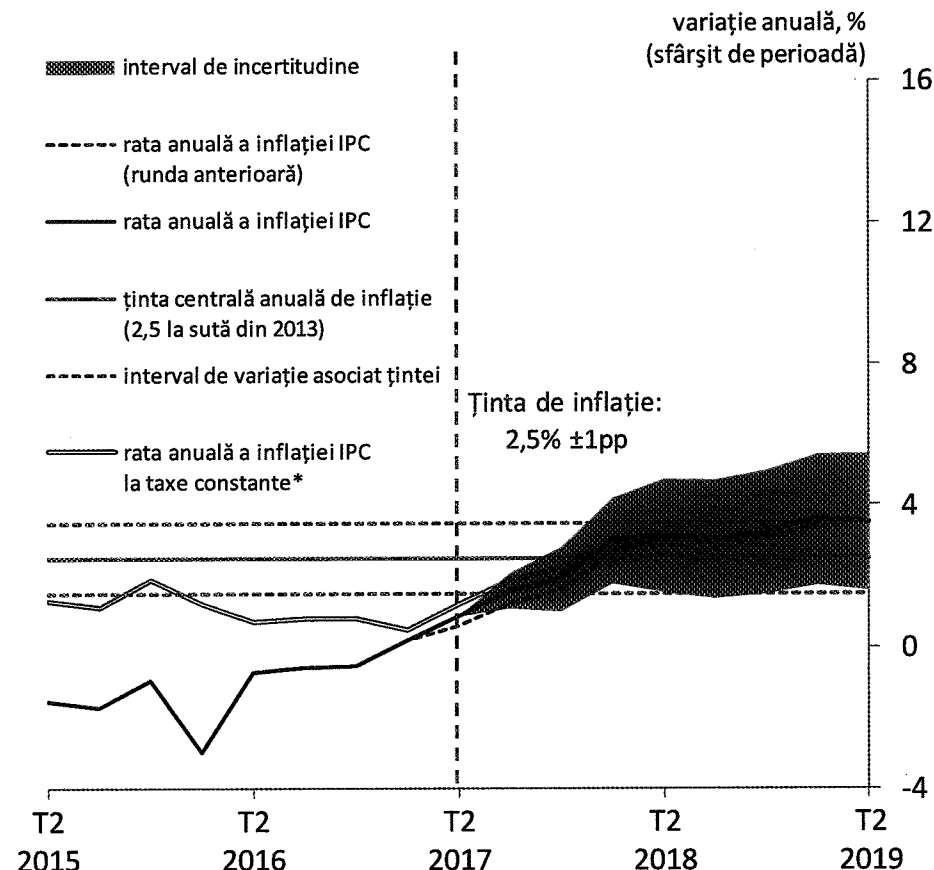
□ Traiectorie proiectată în creștere a ratei anuale a inflației IPC:

✓ Valori prognozate (în paranteză, diferențe față de Ral mai 2017):

- 1,9 la sută în decembrie 2017 (+0,3 pp)
- 3,2 la sută în decembrie 2018 (+0,1 pp)
- 3,5 la sută în iunie 2019, la orizontul proiecției

✓ Reintrarea ratei anuale a inflației IPC în intervalul țintei este anticipată a avea loc în trimestrul III 2017

□ Calculată la taxe constante, rata inflației va atinge 2,9 la sută în decembrie 2017*, valoare situată peste ținta centrală de inflație (2,5 la sută)

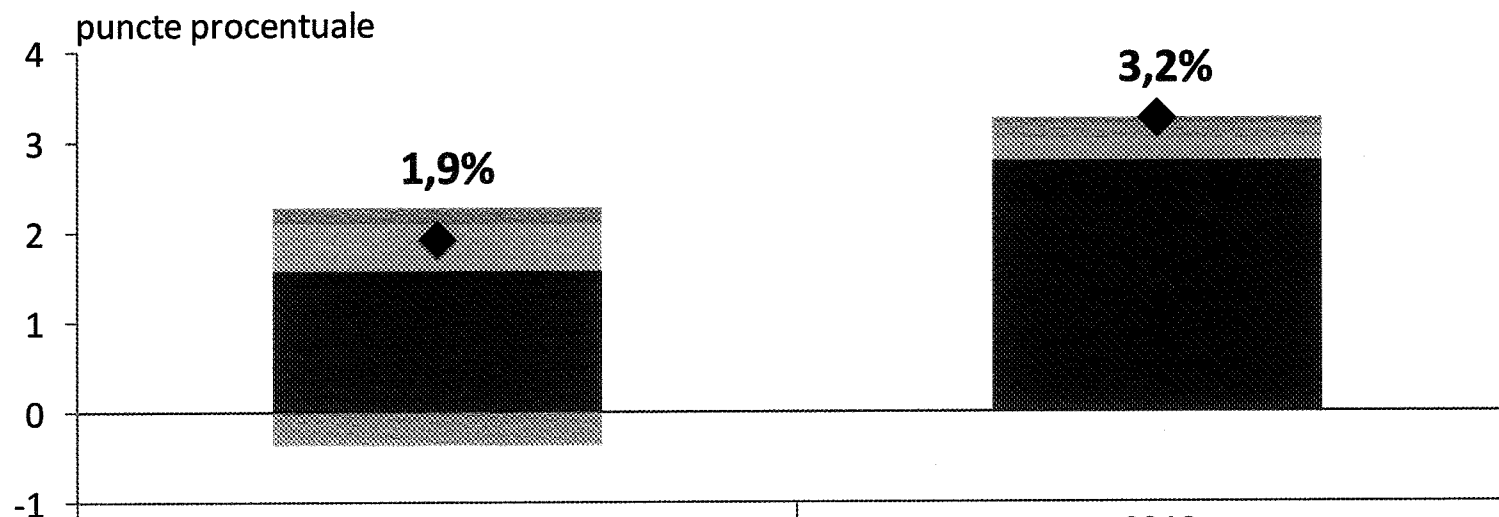


Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2016. Magnitudinea erorilor de prognoză este corelată pozitiv cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

*) exclude impactul de runda I al modificărilor impozitelor indirecte (TVA și accize) și al eliminării unor taxe nefiscale de la începutul anului 2017, care afectează rata anuală a inflației IPC până la începutul anului 2018

Contribuția componentelor la proiecția ratei anuale a inflației – dec. an T/dec. an T-1 –



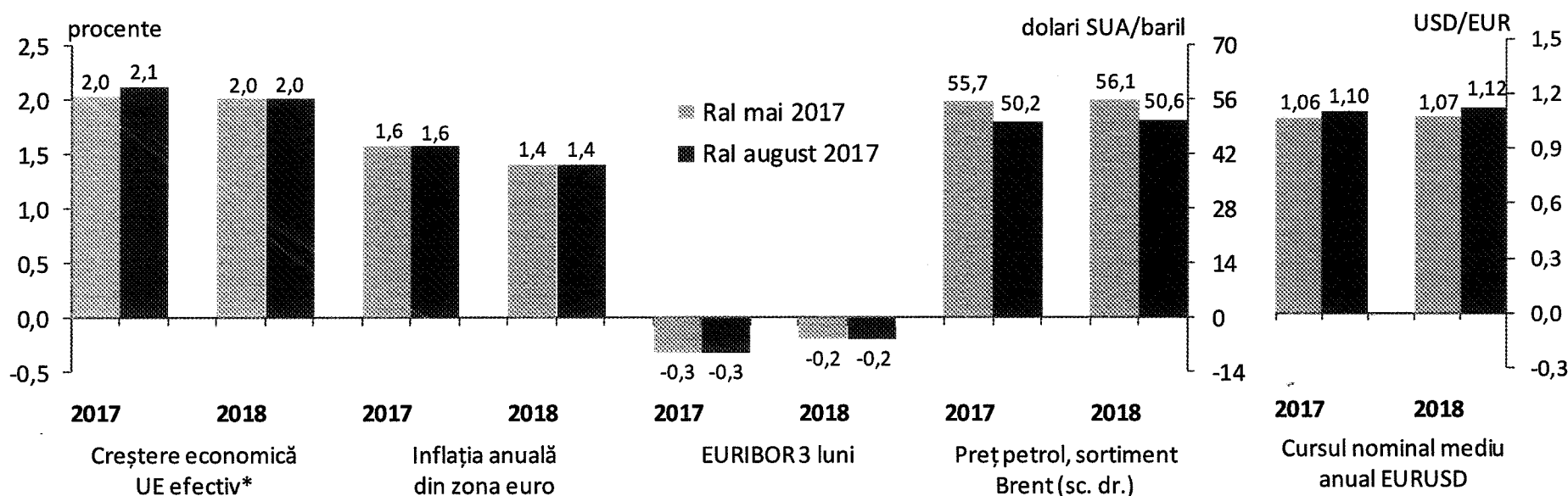
	2017	2018
■ produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,1
■ combustibili	-0,4	0,2
■ prețuri LFO	0,5	0,2
■ prețuri administrate	0,2	0,4
■ CORE2 ajustat	1,4	2,3
◆ inflația IPC	1,9	3,2

Notă: Valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală.

Sursa: INS, proiecții BNR

Ipoteze externe ale proiecției

- Pe parcursul intervalului de prognoză, creșterea anuală a PIB UE efectiv* este anticipată a se consolida în jurul valorii de 2 la sută, având ca principal determinant așteptat cererea internă
- Rata medie anuală a inflației IAPC pentru zona euro este proiectată a se menține la valori reduse, sub nivelul reper de 2 la sută; înregistrează fluctuații pe parcursul intervalului analizat, pe seama unor factori cu tracțiune temporară (prețuri ale produselor energetice)
- Prețul petrolului este proiectat pe o traiectorie în creștere treptată, plasată sub cea din runda precedentă sub impactul stocurilor ridicate și în pofida recentelor decizii privind extinderea măsurii de limitare a producției



*) măsură a cererii externe calculată pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE

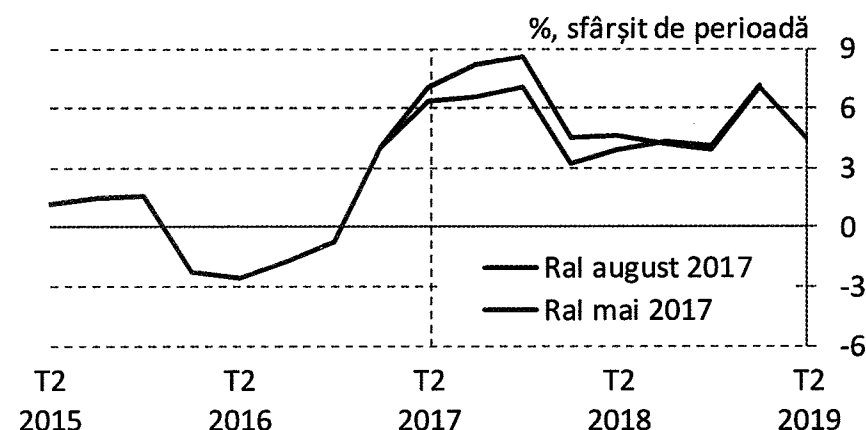
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și Bloomberg (cotații futures)

Presiuni exogene asupra inflației

❑ Dinamica prognozată a **prețurilor volatile ale alimentelor**:

- ✓ Semnificativ revizuită în sus în 2017 pe fondul impactului condițiilor climaterice adverse de la nivel european asupra prețului fructelor de sezon din import, ...
- ✓ ... ulterior aceasta plasându-se la valori obișnuite în condițiile înregistrării unor producții agricole normale pe plan intern, fiind de asemenea marcată de efecte sezoniere specifice acestei grupe

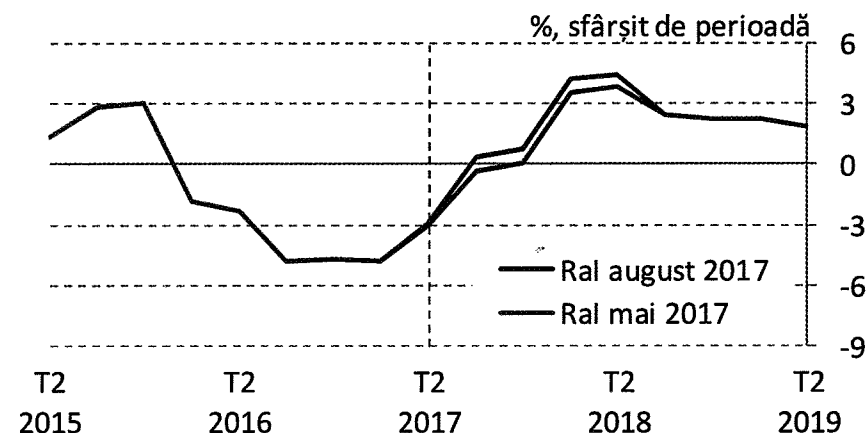
Variația anuală a prețurilor volatile ale alimentelor



❑ Dinamica prognozată a **prețurilor administrate** este afectată:

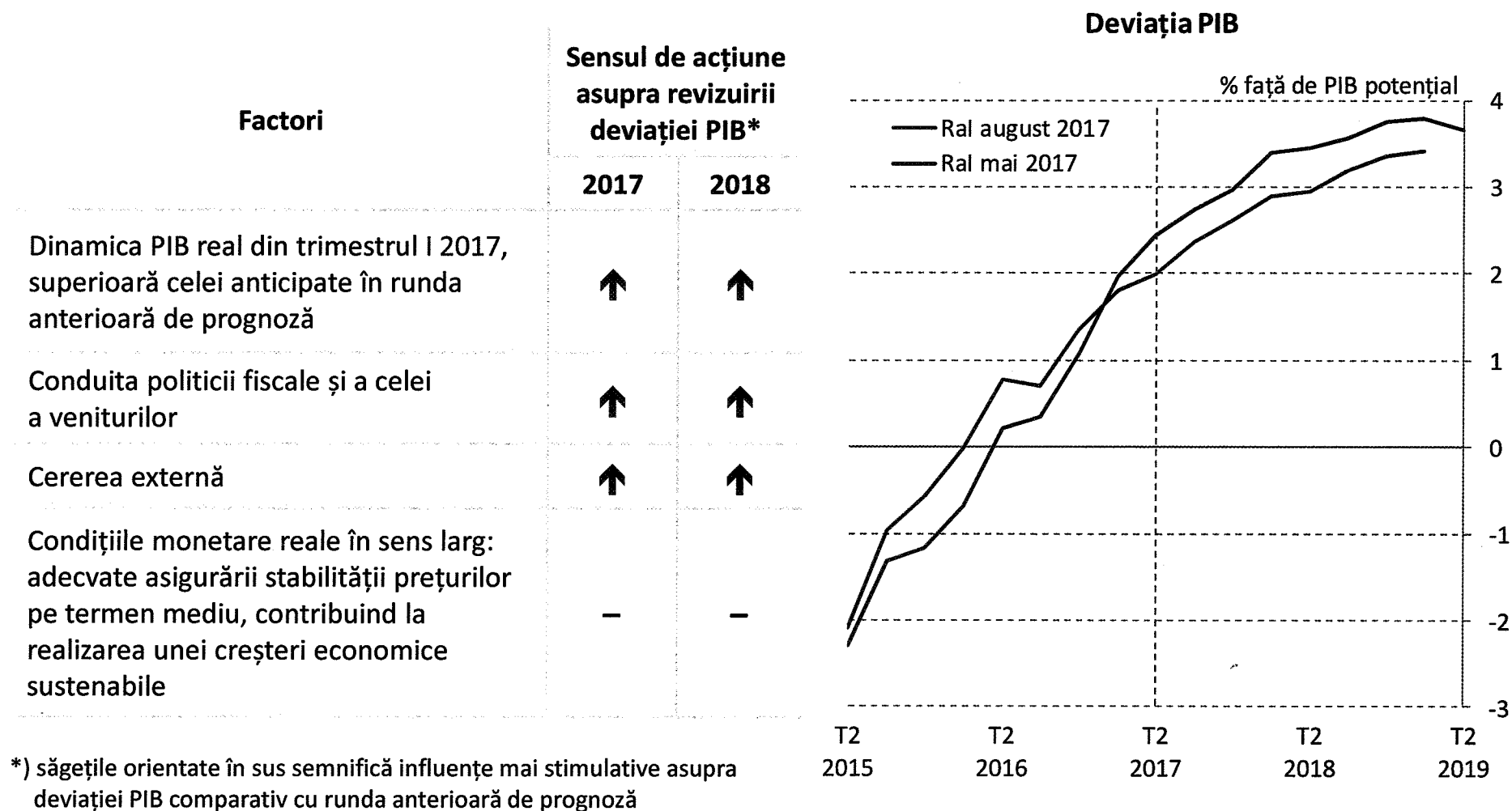
- ✓ Semnificativ pentru anul în curs de măsură privind eliminarea unor taxe nefiscale începând cu luna februarie 2017
- ✓ De incertitudini privind evoluția acestora, în contextul evoluțiilor recente de pe piața energiei electrice și al finalizării procesului de liberalizare până la finele anului curent

Variația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecții BNR

Revizuirea proiecției deviației PIB – comparație cu runda anterioară de prognoză –



Sursa: estimări și proiecții BNR

Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat – determinanți –

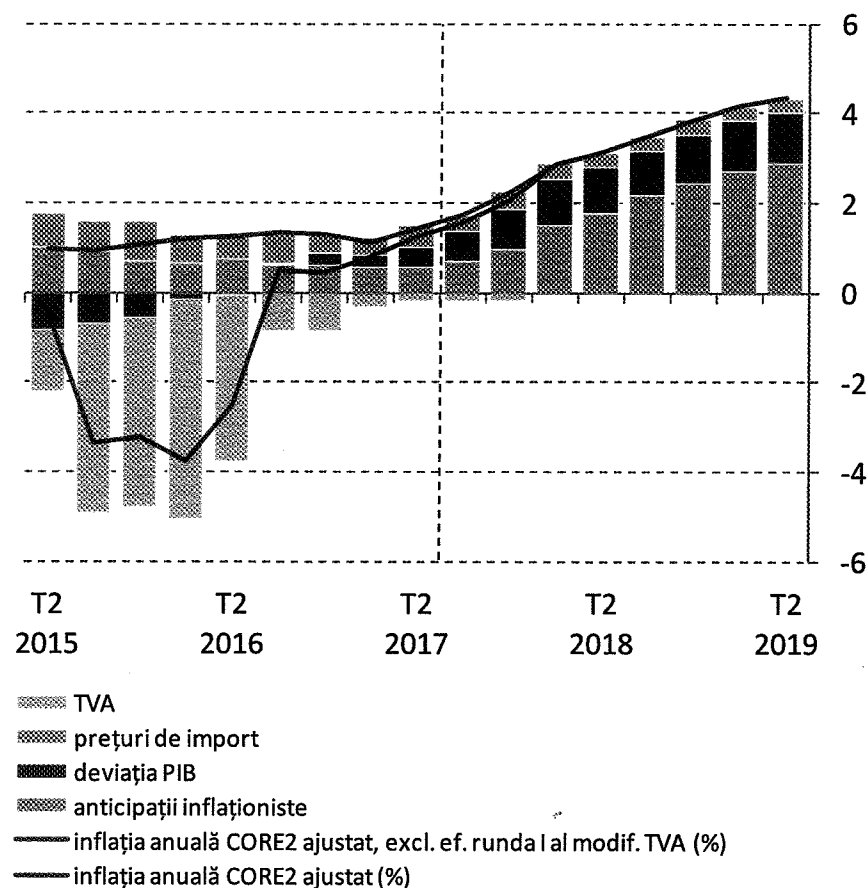
□ Traiectorie în creștere, în principal ca urmare a acumulării **presiunilor inflaționiste asociate mediului intern:**

- ✓ Amplificarea cererii excedentare, în contextul conduitei expansioniste a politicii fiscale și al avansului venitului disponibil
- ✓ Majorarea prețurilor de producție pe piața internă, pe fondul preconizării menținerii presiunilor ample din partea costurilor unitare cu salariile, în paralel cu disiparea impactului dezinflaționist al prețurilor globale ale materiilor prime
- ✓ Poziționarea pe o traiectorie ascendentă a anticipațiilor inflaționiste*, sub impactul acestor factori

□ Unele presiuni inflaționiste, având însă o amplitudine redusă, sunt previzionate a proveni și din partea **prețurilor bunurilor de consum din import**, pe fondul dinamicii prețurilor externe

*) adaptive și anticipative

Contribuții la inflația anuală CORE2 ajustat (pp)



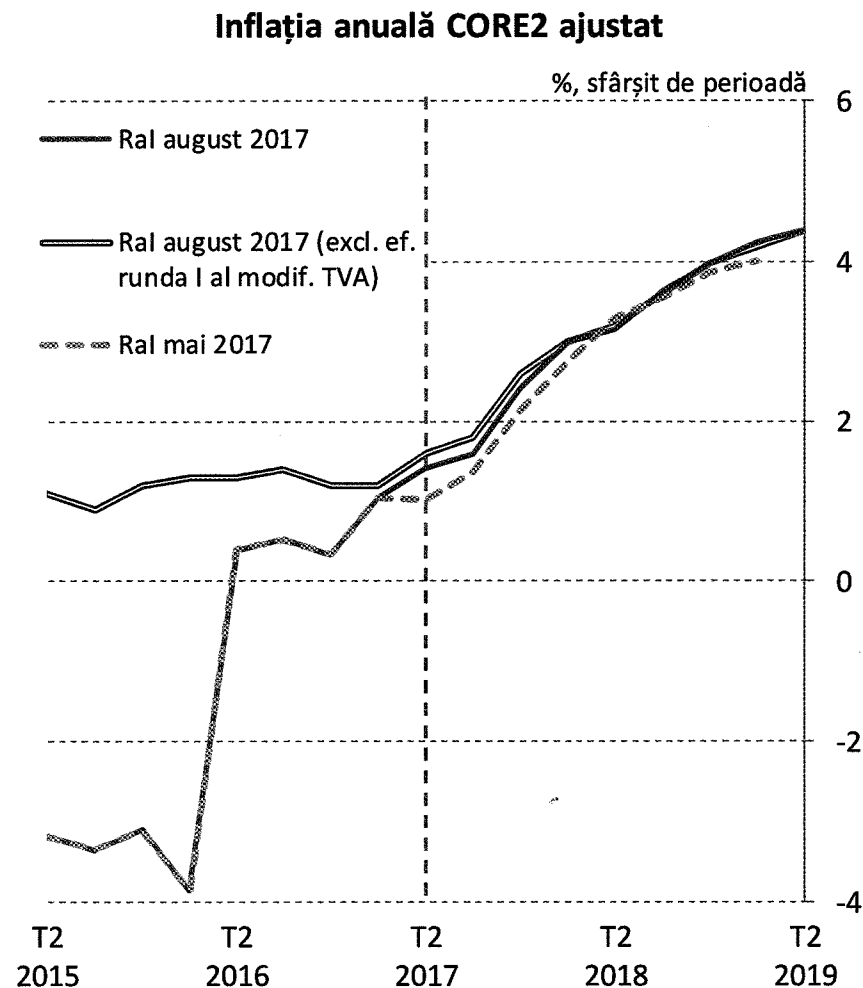
Notă: În grafic, inflația anuală CORE2 ajustat este calculată ca medie trimestrială, în concordanță cu determinanții săi modelați econometric.

Sursa: calcule BNR

Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat – comparație cu runda anterioară de prognoză –

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus atât la sfârșitul anului 2017, cât și la finele anului 2018, pe seama:

- ☐ Formării unui excedent de cerere de o amploare mai ridicată pe întregul interval de prognoză, care favorizează inclusiv transmisia în prețurile de consum a ...
- ☐ ... majorării mai alerte decât se anticipa anterior a costurilor de producție



Sursa: INS, proiecții BNR

Potențiale cauze de abatere a inflației de la traiectoria proiectată

Cauze

Balanța riscurilor referitoare la traiectoria inflației este evaluată a fi înclinată în sus

Coordonatele mediului extern:

- incertitudini privind impactul pe care negocierile aferente *Brexit*, politicile economice ale administrației SUA și conduita politicilor monetare ale Fed și BCE le vor avea asupra cadrului macroeconomic de la nivel global și, implicit, asupra volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor emergente
- perspectivele de evoluție a activității economice și a inflației din zona euro/UE și din țările emergente (în special China)

Echilibrată

Politica fiscală și cea a veniturilor:

- conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor, în contextul incertitudinilor legate de maniera de implementare a Legii-cadru privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice, de noile inițiative legislative specificate în Programul de guvernare vizând sfera taxării și a impozitării, dar și de posibila adoptare de măsuri fiscale corective pentru menținerea deficitului bugetar în țintele propuse

În sus

Prețurile materiilor prime pe piețele internaționale (produse energetice, mărfuri agroalimentare)

Echilibrată

Dinamica prețurilor administrate, condiționată de informațiile disponibile:

- incertitudini privind magnitudinea creșterilor prețurilor gazelor naturale și energiei electrice

În sus

Hotărârile Consiliului de administrație al BNR*

- ☐ Menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an
- ☐ Gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar
- ☐ Păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit

*) ședința din 4 august 2017

Calendarul ședințelor Consiliului de administrație al BNR pe probleme de politică monetară

3 octombrie 2017

7 noiembrie 2017*

8 ianuarie 2018

7 februarie 2018*

*) discutarea și aprobarea Raportului trimestrial asupra inflației

La încheierea conferinței de presă, următoarele materiale vor fi disponibile pe *website*-ul BNR (www.bnr.ro):

- ☐ Versiunea integrală a Raportului asupra inflației – august 2017 (limba română)
- ☐ Sinteza Raportului asupra inflației – august 2017 (limba engleză)
- ☐ Versiunile e-PUB ale sintezei Raportului asupra inflației (limba română și limba engleză)
- ☐ Prezentarea Guvernatorului BNR (disponibilă și în format video la adresa www.youtube.com/bnrro)