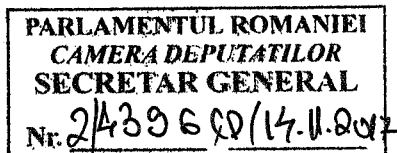
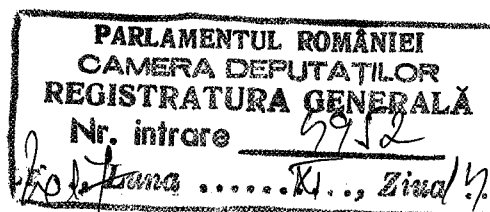


BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU  
Guvernator



Nr. G/ 164 / 09.11.2017



DST at BPP  
Lubala

Domnului NICOLAE-LIVIU DRAGNEA

Președintele Camerei Deputaților

Domnule Președinte,

Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul asupra inflației – noiembrie 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 7 noiembrie 2017.

Cu deosebită considerație,

Mugur Isărescu

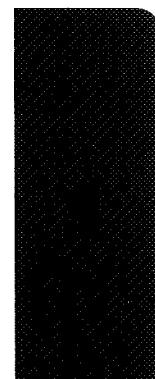
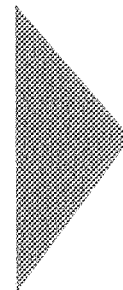


**1**

**Raport asupra inflației – noiembrie 2017**

Banca Națională a României

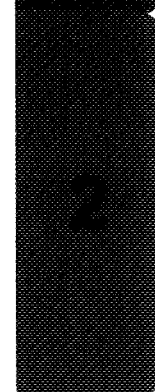
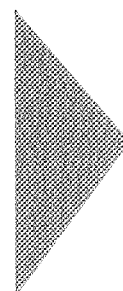
*9 noiembrie 2017*



**2**

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

*9 noiembrie 2017*

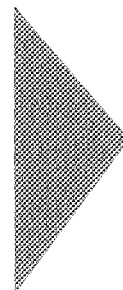


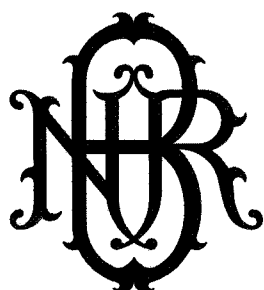
**1**

## **Raport asupra inflației – noiembrie 2017**

Banca Națională a României

*9 noiembrie 2017*





BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației noiembrie 2017

Anul XIII, nr. 50

# Raport asupra inflației Noiembrie 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 7 noiembrie 2017, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 1 noiembrie 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 |
| Caseta 1. Transmisia modificării prețurilor producției industriale pentru piața internă în variația prețurilor de consum | 16 |
| 2. Evoluții ale activității economice                                                                                    | 19 |
| 1. Cererea și oferta                                                                                                     | 19 |
| Caseta 2. Relația salarii-productivitate și implicațiile asupra inflației                                                | 26 |
| Caseta 3. Este populația inactivă o soluție pentru detensionarea pieței muncii?                                          | 30 |
| 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă                                                    | 33 |
| 2.1. Prețurile de import                                                                                                 | 33 |
| 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă                                                                         | 35 |
| 3. Politica monetară și evoluții financiare                                                                              | 37 |
| 1. Politica monetară                                                                                                     | 37 |
| Caseta 4. Conduita politicilor monetare ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune                            | 38 |
| 2. Piețe financiare și evoluții monetare                                                                                 | 43 |
| 2.1. Ratele dobânzilor                                                                                                   | 43 |
| 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital                                                                            | 45 |
| 2.3. Moneda și creditul                                                                                                  | 47 |
| 4. Perspectivele inflației                                                                                               | 50 |
| 1. Scenariul de bază                                                                                                     | 50 |
| 1.1. Ipoteze externe                                                                                                     | 50 |
| 1.2. Perspectivele inflației                                                                                             | 52 |
| 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție                                     | 56 |
| Caseta 5. Evidențe coroborative privind gradul de supraîncălzire a economiei                                             | 58 |
| 1.4. Riscuri asociate proiecției                                                                                         | 65 |
| Abrevieri                                                                                                                | 68 |
| Lista tabelelor din text                                                                                                 | 69 |
| Lista graficelor din text                                                                                                | 69 |

# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a consolidat trendul ascendent pe parcursul trimestrului III 2017, atingând 1,8 la sută în luna septembrie și consemnând astfel un avans de 0,9 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului anterior. Traectoria indicatorului a continuat să reflecte 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. În plus, un rol important a revenit impactului unor factori exogeni, asociați evoluțiilor de pe piața energiei electrice, creșterii prețului petrolului pe piețele internaționale, precum și majorării accizei pentru combustibili. În condițiile în care o parte a acestor evoluții au fost neanticipate, rata anuală a inflației IPC din luna septembrie a depășit cu 0,2 puncte procentuale valoarea prognozată în ediția din august 2017 a *Raportului asupra inflației*. Rata medie anuală a IAPC și-a intensificat creșterea, atingând 0,5 la sută în septembrie, nivel ce continuă să încorporeze efecte statistice aferente multiplelor modificări ale taxelor și impozitelor indirecte din perioada vizată de calculul indicatorului.

Rata anuală a inflației IPC calculată la taxe constante<sup>1</sup> a consemnat, la rândul său, o accelerare în cursul trimestrului III, de la 1,9 la sută în iunie la 2,6 la sută în septembrie, depășind astfel marginal, la finele trimestrului, valoarea centrală a țintei (2,5 la sută). Cu excepția prețurilor produselor din tutun și a celor volatile ale alimentelor – dinamica celor din urmă reflectând corecția saltului generat în prima parte a anului de condițiile meteorologice adverse la nivel european –, mișcarea ascendentă a ratei anuale a inflației IPC la taxe constante a fost reflectată de evoluția tuturor componentelor. În cazul prețurilor administrate, trimestrul III a marcat tranziția de la dinamici anuale negative la unele pozitive, în timp ce în cazul inflației de bază și al celei a combustibililor, dinamicele pozitive au cunoscut o amplificare de ritm.

La sfârșitul lunii septembrie 2017, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a avansat cu 0,4 puncte procentuale față de luna iunie, atingând 1,8 la sută (2 la sută net de efectul TVA). Față de valoarea proiectată a indicatorului în ediția din luna august a *Raportului*, inflația de bază a fost mai ridicată cu 0,2 puncte procentuale. Tendința de creștere a continuat să fie imprimată de dinamica prețurilor alimentelor procesate, pe fondul creșterii costurilor de producție ale firmelor. Acestea au fost influențate de persistența presiunilor din partea componentei salariale, în condițiile dispărării impactului dezinflaționist compensator provenind din partea mediului extern. Transmisia costurilor de producție mai mari în prețurile finale de vânzare ale produselor a fost

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

facilitată de accentuarea excesului de cerere din economie, în sens opus acționând presiunea concurențială, atât în rândul operatorilor comerciali, cât și la nivelul producătorilor, pe fondul majorării contribuției importurilor la acomodarea consumului, dar și al creșterii importanței relative a comerțului *online*.

Dinamica pozitivă a costurilor unitare cu forța de muncă s-a accentuat, ajungând în trimestrul II 2017 la 14,4 la sută; o contribuție semnificativă la această evoluție revine însă impactului exercitat asupra productivității muncii în economie de creșterea spectaculoasă a numărului lucrătorilor neremunerați în agricultură, fără corespondent (imediat) la nivelul producției. În absența acestei influențe, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă s-ar fi menținut consistentă, probabil la un nivel similar trimestrului I (aproape 10 la sută). Transmisia acestor presiuni în prețurile de consum devine cu atât mai probabilă cu cât economia avansează în faza ascendentă a ciclului economic, iar spațiul de compensare oferit de celelalte componente ale costurilor companiilor (cu materiile prime, energia și costurile de transport) s-a estompat. În același timp, în industrie, dinamica anuală a costurilor salariale unitare s-a temperat pe parcursul anului 2017, reflectând, în parte, câștigurile de productivitate de natură structurală obținute pe anumite segmente de activitate. Totuși, la nivelul industriilor producătoare de bunuri de consum, ritmul de creștere a câștigului salarial rămâne superior celui al productivității muncii, având ca efect o dinamică înaltă a costurilor salariale unitare.

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

În ședința din 4 august 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. Rata anuală a inflației continua să se majoreze, menținându-se însă în intervalul de variație al țintei staționare și mult sub valorile prevalente în UE. În același timp, scenariul de bază al prognozei era grevat de riscuri și incertitudini sporite. Acesta reconfirma perspectiva accelerării inflației, rata sa anuală fiind anticipată a rămâne în interiorul intervalului țintei, însă pe o traiectorie mai ridicată decât cea din *Raportul precedent*, în principal pe orizontul scurt de timp. Această evoluție reflecta atât epuizarea efectelor tranzitorii asociate reducerilor precedente de taxe și impozite indirecte, cât și presiunile inflaționiste exercitate de deschiderea graduală a excedentului de cerere agregată, la care se adăuga dinamizarea treptată a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici. Un impact suplimentar în sensul creșterii prețurilor bunurilor de consum era prevăzut a proveni și din partea dinamicii prețurilor de producție interne, pe fondul preconizării menținerii presiunilor ample generate de costurile unitare cu salariile.

Incertitudinile și riscurile asociate proiecției proveneau atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe plan intern, acestea erau sporite de conduita politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul preconizatei rectificări bugetare. Pe plan extern, rămăneau relevante incertitudinile și riscurile legate de creșterea economică și evoluția inflației în zona euro și pe plan global (în contextul negocierilor pentru *Brexit* și al politicilor economice din SUA) și conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale și implicațiile lor pe piața financiară locală, inclusiv în conjunctura economică și financiară regională.

Ulterior, datele statistice au evidențiat continuarea ascensiunii ratei anuale a inflației pe ansamblul primelor 2 luni ale trimestrului III, aceasta înregistrând o creștere semnificativă în iulie (la 1,42 la sută, de la 0,85 la sută în luna anterioară), urmată de o temperare până la 1,15 la sută în august, nivel ușor inferior celui prognozat. Creșterea ratei anuale a inflației a fost determinată de componenta prețurilor administrate, ca efect al majorării tarifului la energia electrică, fiind alimentată și de evoluția prețului combustibililor în condițiile traiectoriei ascendente a cotațiilor internaționale ale petrolului, precum și de accelerarea inflației de bază. Efectele menționate au fost parțial compensate de impactul scăderii prețurilor volatile ale produselor alimentare. Rata anuală a inflației de bază a depășit marginal nivelul prognozat, atingând în luna august 1,6 la sută, pe seama accelerării creșterii prețurilor serviciilor și, în mai mică măsură, a prețurilor produselor alimentare procesate. Pe fondul evoluției cererii interne, creșterea economică a înregistrat în trimestrul II 2017 o nouă accelerare de ritm, peste așteptări, dinamica anuală a PIB real urcând la 5,9 la sută, de la 5,7 la sută în trimestrul anterior.

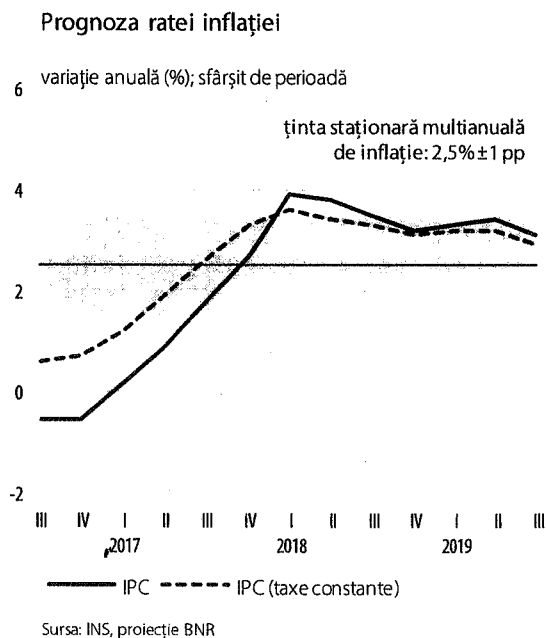
În ședința din 3 octombrie 2017, cele mai recente evaluări reconfirmau perspectiva continuării creșterii ratei anuale a inflației în următoarele luni, într-un ritm ușor mai alert decât cel din prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din august 2017, însă această evaluare era în continuare grevată de riscuri și incertitudini sporite, asociate evoluțiilor din mediul intern și din cel extern. Pe plan intern, acestea erau asociate conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, precum și perspectivei de evoluție a prețurilor administrate (gaze naturale, energie electrică) și a celor volatile ale produselor alimentare. Pe plan extern, persistau sursele de riscuri identificate anterior, la care se adăugau cele de escaladare a unor tensiuni geopolitice.

Pe baza datelor disponibile și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât inițierea unei ajustări a conduitei politicii monetare, prin îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la  $\pm 1,25$  puncte procentuale, de la  $\pm 1,50$  puncte procentuale. Totodată, banca centrală a menținut neschimbate nivelul ratei dobânzii de politică monetară – la 1,75 la sută pe an – și ratele rezervelor minime obligatorii la nivelurile existente și a decis continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar.

## Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată la valoarea de 2,7 la sută la sfârșitul anului 2017, 3,2 la sută la finele anului 2018 și 3,1 la sută la orizontul prognozei (trimestrul III 2019). Față de *Raportul* din august, proiecția privind rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în sus pentru finele anului curent (+0,8 puncte procentuale), în timp ce pentru sfârșitul anului 2018 valoarea proiectată se menține la nivelul anticipat anterior. Pe termen scurt, revizuirea se datorează proiectării unor contribuții mai ridicate ale componentelor exogene ale coșului de consum (îndeosebi prețurile combustibililor și cele administrate). În același timp, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat a fost revizuită în sens descendent pe tot intervalul analizat, ca efect al persistenței tracțiunii mai ample provenind din partea evoluțiilor mediului extern<sup>2</sup>,

<sup>2</sup> O serie de indicii cu privire la natura recentă a factorilor determinanți ai dinamicii indicelui CORE2 ajustat au fost prezentate în Caseta 2 din *Raportul asupra inflației*, ediția mai 2017. Evidențele empirice acumulate ulterior au indicat continuarea reducerii intensității relației dintre nivelul activității economice de pe plan intern și inflația de bază.



În ciuda revizuirii la valori mai ridicate pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză a excesului de cerere din economie. Calculată la taxe constante, rata anuală a inflației IPC se va plasa încă de la finele acestui an în jumătatea superioară a intervalului țintei, atingând 3,3 la sută, urmând să decelereze treptat la 3,1 la sută la sfârșitul anului 2018 și la 2,9 la sută în trimestrul III 2019.

Creșterea economică din anul 2017 va cunoaște o accelerare de ritm comparativ cu 2016, urmând a se plasa în jurul valorii de 6 la sută, substanțial peste dinamica PIB potențial. Pe de o parte, pe fondul revizuirii la valori mai ridicate a deviației PIB, deficitul bugetar structural (componenta discreționară a politicii fiscale) a fost ușor reevaluat în sens ascendent, însă impactul stimulat al acestuia în 2017 rămâne substanțial inferior celui evaluat pentru 2016.

Pe de altă parte, creșterea economică a partenerilor

externi ai României<sup>3</sup> este de așteptat să se consolideze în jurul valorii de 2 la sută, cu o dinamică mai semnificativă în anul curent, închiderea *gap*-ului negativ al PIB extern fiind evaluată a fi avut loc în prima parte a acestui an. Principalul determinant al creșterii economice va rămâne consumul privat, a cărui dinamică se va tempera însă în cursul anului viitor, în timp ce ritmul anual al formării brute de capital fix va redeveni pozitiv în acest an și va cunoaște ulterior o ușoară accelerare, inclusiv pe fondul preconizării unei îmbunătățiri în atragerea de fonduri europene structurale și de investiții. Evoluția consumului privat o va reflecta pe cea a venitului disponibil real, în condițiile măsurilor de relaxare fiscală, ale celor care vizează politica veniturilor în sectorul public, precum și ale majorărilor salariale din sectorul privat, pe fondul anticipării menținerii ratei șomajului la nivelurile reduse înregistrate în perioadele recente. Conform scenariului de bază, condițiile favorabile de creditare sunt de așteptat a stimula evoluția ambelor componente ale cererii agregate pe întregul interval analizat.

Pe fondul avansului semnificativ, revizuit ascendent, al cererii interne, ritmul de creștere a importurilor de bunuri și servicii este anticipat a-l depăși pe cel al exporturilor; astfel, deficitul de cont curent va înregistra valori mai ridicate comparativ cu cele din 2016, plasându-se, pe termen mediu, în apropierea valorii de 3 la sută. Finanțarea deficitului extern este de așteptat a continua să fie asigurată preponderent prin fluxuri de capital stabile și negeneratoare de datorii, proporția acestora fiind însă preconizată să cunoască o diminuare comparativ cu 2016. La aceasta contribuie evoluția anticipat mai redusă atât a fondurilor europene structurale și de investiții atrase, cât și cea a intrărilor de investiții străine directe<sup>4</sup>. 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

<sup>3</sup> Evaluată prin intermediul PIB UE efectiv, măsură a cererii externe calculată pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE.

<sup>4</sup> Deși, în structură, acestea au cunoscut o îmbunătățire, reflectată prin creșterea ponderii componentei „participații la capital”.

de capital adresate economiei românești, în condițiile în care evoluția contului curent din România este divergentă față de cea înregistrată în celelalte economii emergente din regiune.

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 stimulativitatea condițiilor monetare reale în sens larg, deși dinamica acestora cunoaște o atenuare pe termen mediu, și de trecerea în teritoriul pozitiv, în cursul anului 2017, a *gap*-ului cererii externe.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 2 la sută la sfârșitul anului 2017 și 3,7 la sută la finele celui viitor. În ambii ani, valorile proiectate sunt mai reduse decât cele publicate în *Raportul* precedent. După epuizarea impactului modificării cotei TVA, rata anuală a inflației CORE2 ajustat se poziționează peste nivelul țintei de inflație (cu 0,3 puncte procentuale în trimestrul I 2018 și 1,2 puncte procentuale în trimestrul IV 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 influențe provenind din partea creșterii prețurilor de producție interne, în contextul menținerii presiunilor ample din partea costurilor unitare cu salariile. În același timp, în condițiile plasării ratei inflației a principalilor parteneri comerciali externi ai României semnificativ sub nivelul de 2 la sută și pe fondul acomodării expansiunii consumului într-o mai mare măsură pe seama importurilor de bunuri comparativ cu producția internă, mediul extern va continua să exercite importante presiuni de temperare a dinamicii inflației de bază interne.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 1,5 puncte procentuale la sfârșitul anului 2017 și de 1 punct procentual la finele celui viitor, valori revizuite în sens ascendent, cu precădere pentru anul curent. În structură, evoluția prețurilor combustibililor a fost revizuită în sus în prima parte a intervalului de prognoză, reflectând dinamica cotațiilor internaționale ale petrolului, precum și creșterea accizei la carburanți. În același timp, contribuția produselor cu prețuri administrate la rata anuală a inflației reflectă ipoteza de finalizare a procesului de liberalizare a prețului energiei electrice la sfârșitul anului curent, precum și majorările anticipate ale prețului gazelor naturale din perioadele următoare.

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 relativ echilibrată. În actuala conjunctură continuă să prezinte relevanță seturile de măsuri de politică fiscală și cele care vizează veniturile, apreciate ca având potențialul de a genera presiuni inflaționiste suplimentare, în timp ce influențe de sens contrar sunt asociate modificării coordonatelor mediului extern.

În contextul necesității implementării unui mix adecvat de politici macroeconomice, rămâne preocupantă conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor, date fiind incertitudinile privind configurația bugetului pe intervalul de prognoză. Din această

perspectivă, este preocupant impactul pe care actele legislative adoptate sau aflate în curs de adoptare – și care vizează aplicarea de noi stimuli fiscali ori măsuri în domeniul politicii veniturilor – l-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor fiscali. În situația în care adoptarea de măsuri fiscale corective pentru încadrarea deficitului bugetar în țintele propuse ar viza preponderent comprimarea cheltuielilor destinate investițiilor publice, există riscul afectării potențialului de creștere a economiei, inclusiv în condițiile întârzierilor deja constatate în absorbția fondurilor europene structurale și de investiții. În același timp, în condițiile în care eventualii stimuli fiscali ar viza cu precădere amplificarea consumului și în măsura în care dinamica acestuia s-ar răsfrânge într-o accentuare a dezechilibrului extern al economiei, consecința ar putea fi reevaluarea gradului de risc asociat de investitorii străini plasamentelor financiare în economia internă și, implicit, afectarea în mod direct a fluxurilor de capital stabile adresate economiei românești.

Evoluțiile de pe plan global continuă să reprezinte surse apreciable de riscuri la adresa coordonatelor scenariului de bază. Astfel, în contextul evidențelor privind creșterea importanței relative a factorilor externi în detrimentul celor interni în explicarea variației prețurilor de consum, o persistență mai amplă decât cea presupusă în scenariul de bază a dinamicii relativ reduse ale prețurilor de la nivel global, în general, și din zona euro, în particular, are potențialul de a genera abateri în jos ale ratei anuale a inflației de la traiectoria prognozată. Tot pe plan extern, continuă să fie relevante incertitudinile cu privire la impactul politicilor economice ale SUA, al viitoarei configurări a politicii monetare a Fed și BCE și al negocierilor pentru *Brexit* asupra cadrului macroeconomic global, într-un context caracterizat prin tensiuni geopolitice și incertitudini cu privire la tracțiunea asupra creșterii economice exercitată de marile economii emergente (în special China).

În privința componentelor coșului IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, riscurile sunt evaluate a fi relativ echilibrate. Rămân însă relevante incertitudinile privind ajustările viitoare ale prețurilor administrate – în lipsa unor repere clare din partea autorităților de profil referitoare la modificări viitoare de prețuri –, precum și cele inerente asociate condițiilor meteorologice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole și, implicit, prețurile interne ale alimentelor.

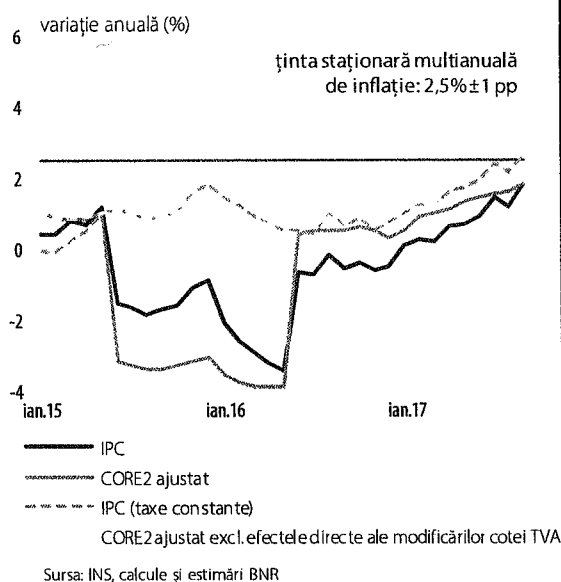
## Decizia de politică monetară

Date fiind caracteristicile traiectoriei actualizate a ratei anuale prognozate a inflației și determinanții săi, precum și riscurile la adresa acesteia, având ca surse majore conduita politicii fiscale și a celei de venituri și incertitudinile legate de creșterea economică în zona euro și pe plan global, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea ajustării conduitei politicii monetare, prin îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la  $\pm 1,00$  punct procentual de la  $\pm 1,25$  puncte procentuale și prin gestionarea fermă a lichidității din sistemul bancar. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

# 1. Evoluția inflației

Tendința pronunțat ascendentă a prețurilor de consum s-a consolidat în trimestrul III, chiar peste așteptări, rata anuală a inflației IPC crescând la 1,8 la sută și reintrând astfel în interiorul intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Un rol important a continuat să revină acțiunii unor factori exogeni, asociați evoluțiilor pe piața energiei electrice și creșterii neanticipate a prețului petrolului pe piețele internaționale, respectiv a accizei pentru combustibili. Totodată, presiunile acumulate pe plan intern (accentuarea surplusului de cerere, majorarea amplă a costurilor de producție), care au poziționat pe o traiectorie ascendentă și așteptările privind inflația ale agenților economici, devin tot mai vizibile la nivelul prețurilor de consum, inflația de bază CORE2 ajustat accelerându-și ritmul anual de creștere până la 1,8 la sută în luna septembrie. Excluzând efectele directe ale modificărilor operate la nivelul taxelor nefiscale și impozitelor indirecte, ritmul anual de creștere a prețurilor de consum s-a apropiat la finele trimestrului III de 2,6 la sută (2,0 la sută în cazul inflației de bază; Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

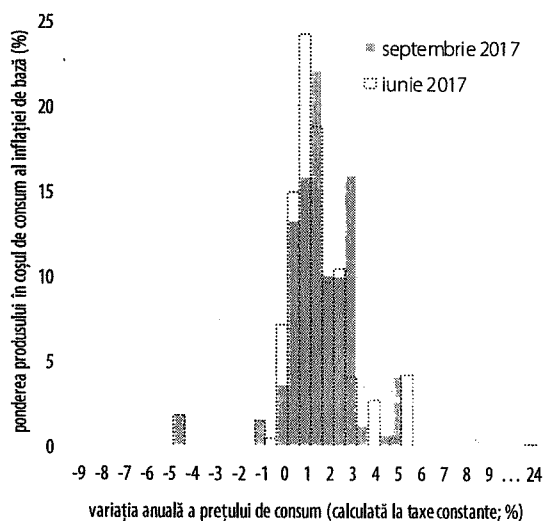


Trimestrul III a continuat să fie marcat de manifestarea unor presiuni inflaționiste provenite din partea factorilor exogeni. Astfel, continuarea procesului de liberalizare a pieței energiei electrice și creșterea semnificativă a prețului de tranzacționare pe piața concurențială au imprimat un nou salt tarifului energiei electrice în luna iulie (+6,8 la sută față de iunie). În același timp, creșterea neanticipată a cotației petrolului pe piețele internaționale, ulterior corecției abrupte din luna iunie, precum și majorarea accizei începând cu 15 septembrie au readus dinamica anuală a prețului combustibililor în plaja valorilor pozitive (+2,2 la sută, comparativ cu -1,3 la sută la finele trimestrului II).

După evoluția benignă din ultimii 3 ani, inflația de bază CORE2 ajustat și-a consolidat trendul ascendent pe parcursul anului 2017, atingând în septembrie 2 la sută – variație anuală netă de efectele de runda I

ale reducerii cotei TVA. Astfel, majorarea excedentului de cerere agregată din economie devine tot mai vizibilă la nivelul prețurilor de consum, cu atât mai mult cu cât efectul compensator exercitat în trecut de condițiile economice externe s-a

Grafic 1.2. Evoluția prețurilor bunurilor incluse în coșul de consum al inflației de bază



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

disipat. Practic, tendința de intensificare a ratei anuale de creștere a prețurilor a fost din nou aproape generalizată la nivelul produselor incluse în inflația de bază (Grafic 1.2).

Comparativ cu proiecția, dinamica inflației de bază din trimestrul III s-a situat peste așteptări (cu 0,2 puncte procentuale), creșterea mai pronunțată datorându-se, în principal, unor presiuni relativ mai ample resimțite pe segmentul alimentar, care au marcat, de altfel, întregul parcurs al inflației de bază de la începutul acestui an. Reluarea creșterii cotațiilor unor materii prime reprezentative (îndeosebi carne și lapte) și extinderea amplă a costurilor cu forța de muncă au antrenat dinamizarea ritmului de creștere a prețurilor de producție în industria de profil, mișcarea fiind preluată relativ rapid de prețurile de consum în contextul cererii robuste existente pe plan

intern. Evidențele empirice relevă faptul că o majorare a prețului de producție în industria alimentară se transmite în proporție de o treime la nivelul prețurilor de consum ale alimentelor procesate într-un trimestru, transmisia urcând gradual până la două treimi în decurs de un semestru și la peste 80 la sută pe parcursul unui an (Caseta 1).

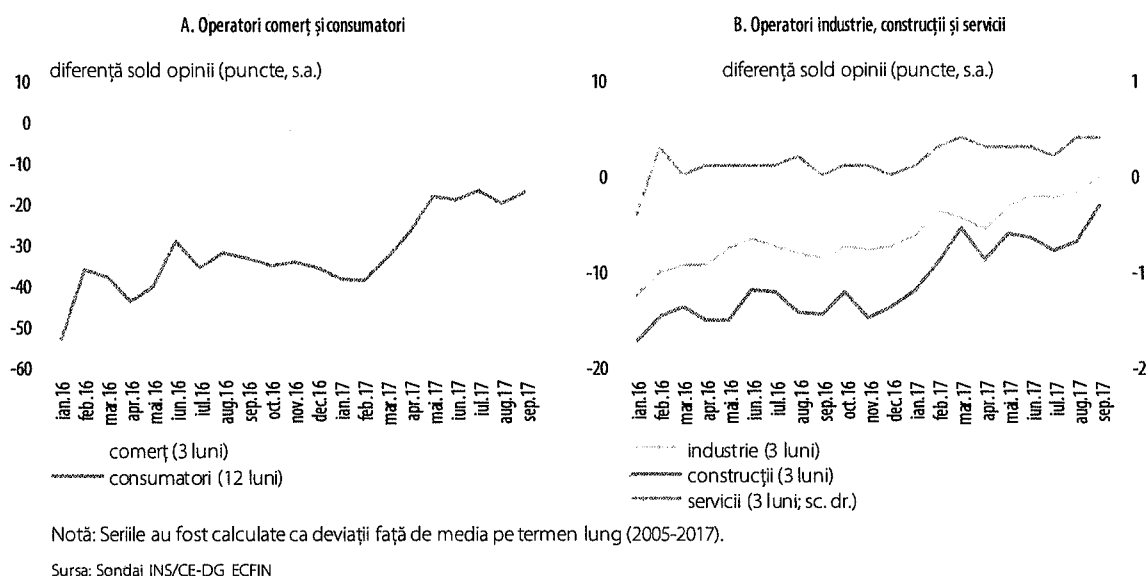
O tendință ascendentă s-a conturat și în cazul prețurilor de desfacere ale bunurilor nealimentare, însă mai puțin pronunțată, date fiind: (i) dominanța importurilor pe această piață; (ii) probabilitatea adoptării unor politici comune în stabilirea prețurilor la nivel transnațional de către marii operatori, precum și (iii) climatul concurențial, accentuat de creșterea importanței relative a comerțului *online*. În același sens au evoluat și tarifele serviciilor de piață (+1,9 la sută în termeni anuali în septembrie, exclusiv efectul direct al reducerii cotei TVA), pe fondul deprecierei monedei naționale față de euro în ultimele 2 luni ale trimestrului III, dominanța serviciilor cu prețuri exprimate în valută în structura grupei (telefonie, transport aerian, chirii) conferindu-le o sensibilitate pronunțată la fluctuația cursului de schimb.

Singurele evoluții în sens descendent observate pe parcursul trimestrului III au vizat prețurile produselor din tutun (-1,7 puncte procentuale, până la 2,1 la sută), pe seama unui efect de bază, respectiv prețurile volatile alimentare (-2 puncte procentuale, până la 5,1 la sută), ca urmare a corecției creșterilor ample ale prețurilor citricelor și fructelor meridionale, induse în prima jumătate a anului 2017 de condițiile meteorologice nefavorabile la nivel european.

Așteptările privind inflația au continuat să se plaseze pe o traiectorie crescătoare în perioada iulie-septembrie, cu precădere cele pe termen scurt. Astfel, în toate sectoarele economice acoperite de Sondajul DG ECFIN (industrie, construcții, servicii, comerț),

soldurile conjuncturale privind evoluția prețurilor în următorul trimestru s-au majorat în intervalul iulie-septembrie, depășind chiar media pe termen lung în cazul comerțului și al serviciilor. O mișcare ascendentă a înregistrat, de asemenea, soldul conjunctural al opiniilor consumatorilor formulate pentru următoarele 12 luni (Grafic 1.3). În ceea ce privește analiștii bancari (sondaj BNR), anticipațiile acestora privind inflația la finele anului curent s-au ajustat gradual în sens ascendent în perioada analizată, așteptările pe termen mai lung (orizontul de 1 an și 2 ani) rămânând însă ancorate în interiorul intervalului țintei.

Grafic 1.3. Anticipații privind evoluția prețurilor



Rata medie anuală a inflației IAPC și-a intensificat ritmul de creștere până la 0,5 la sută în luna septembrie, nivelul încă redus datorându-se efectelor statistice aferente multiplelor reduceri ale cotei TVA și eliminării unor taxe nefiscale din perioada vizată de calculul indicatorului. Comparativ cu media UE însă, ecartul s-a accentuat ușor, până la -1 punct procentual, în condițiile menținerii unui parcurs relativ robust al inflației din UE.

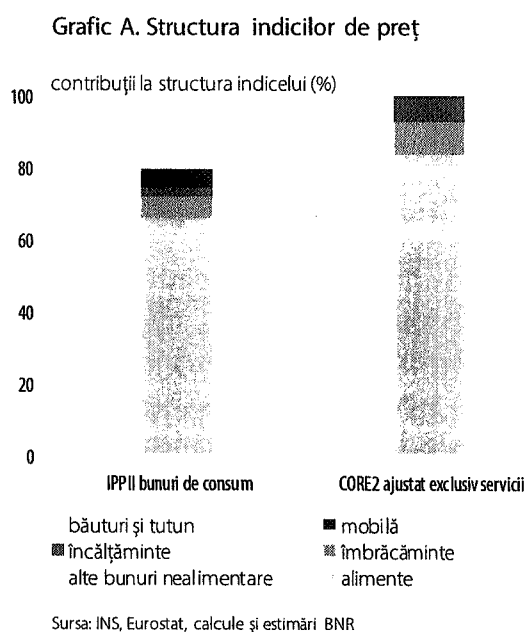
Similar evoluției din trimestrul II, rata anuală a inflației a continuat să surprindă în sens ascendent, poziționându-se în luna septembrie cu 0,2 puncte procentuale peste proiecția inclusă în ediția din luna august a *Raportului asupra inflației*. Principala contribuție a revenit subestimării inflației de bază, pe fondul presiunilor interne în creștere, în timp ce la nivelul componentei volatile, impactul creșterii peste așteptări a prețului combustibililor a fost aproape integral compensat de evoluția prețurilor volatile alimentare.

### Caseta 1. Transmisia modificării prețurilor producției industriale pentru piața internă în variația prețurilor de consum

Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor constituie obiectivul fundamental al BNR, prin urmare, modul în care sunt stabilite și modificate prețurile finale, plătite efectiv de consumatori, reprezintă o direcție importantă în activitatea de cercetare și analiză dedicată mecanismului de transmisie a politicii monetare. În structura prețurilor de consum, cea mai importantă componentă este reprezentată de prețul de achiziție al mărfurilor, cu o pondere estimată în intervalul 70-80 la sută. La nivel agregat, producătorii interni rămân principalii furnizori de bunuri de consum, chiar dacă, în ultimii ani, cota acestora a fost afectată de concurența importurilor (în diminuare de la circa 60 la sută în anul 2013 la aproape 50 la sută în prezent); în consecință, acumularea de presiuni inflaționiste pe această filieră devine tot mai relevantă în contextul actual în care mediul extern și-a diminuat rolul de factor compensator, odată cu dispărarea influențelor dezinflaționiste transmise prin acest canal. Prin urmare, caseta de față își propune să evalueze în ce măsură modificările prețurilor producției industriale pentru piața internă (IPPII) sunt preluate de variația prețurilor de consum.

*Ex ante*, este de anticipat o valoare subunitară a acestei transmisii, prețul de achiziție fiind doar o componentă a prețului final. În plus, modificarea prețurilor se realizează cu o anumită frecvență, politica de prețuri fiind stabilită la nivel de agent economic, astfel că o anumită întârziere în realizarea acestei transmisii este, de asemenea, de așteptat<sup>5</sup>.

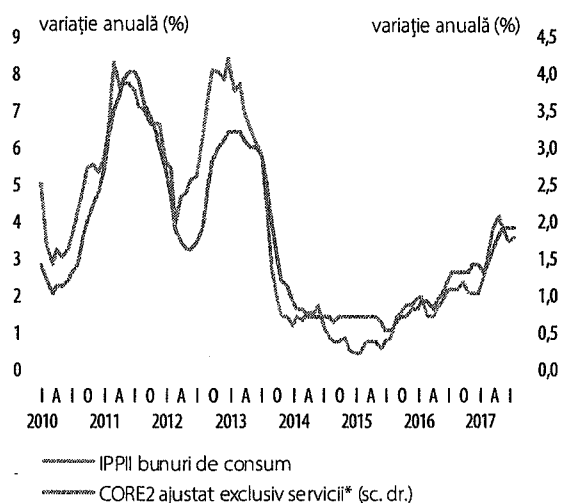
În evaluarea transmisiei modificării prețurilor producției industriale în variația prețurilor de consum trebuie avute în vedere diferențele existente între structurile



celor doi indici de preț (indicele prețurilor de consum – IPC, respectiv indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă – IPPII). Astfel, există bunuri ale căror prețuri se regăsesc în calculul IPC, dar nu și în cel al IPPII – de exemplu, alimentele neprocesate (legume, fructe) sau serviciile. În același timp, IPPII reflectă evoluția tuturor categoriilor de bunuri industriale, în timp ce relevante pentru transmisia studiată sunt prețurile de producție ale bunurilor de consum, care includ deja evoluția costurilor antrenate de alte componente (bunuri intermediare, de capital, energetice). În plus, IPC utilizează o schemă de ponderare actualizată anual, bazată pe structura achizițiilor de bunuri și servicii destinate consumului populației din urmă cu 2 ani, în timp ce în cazul indicelui prețurilor producției industriale ponderile sunt actualizate mult mai rar (cele utilizate în prezent reflectă structura producției din anul 2010).

<sup>5</sup> Potrivit unui sondaj privind mecanismul de stabilire a prețurilor, efectuat de BNR în anul 2014, peste 50 la sută dintre companii reevaluează prețurile periodic (politică de tip *time-dependent*), însă acestea sunt modificate efectiv doar atunci când apar informații noi referitoare la mediul economic (Iordache și Pandioniu, 2014).

Grafic B. Evoluția prețurilor bunurilor de consum



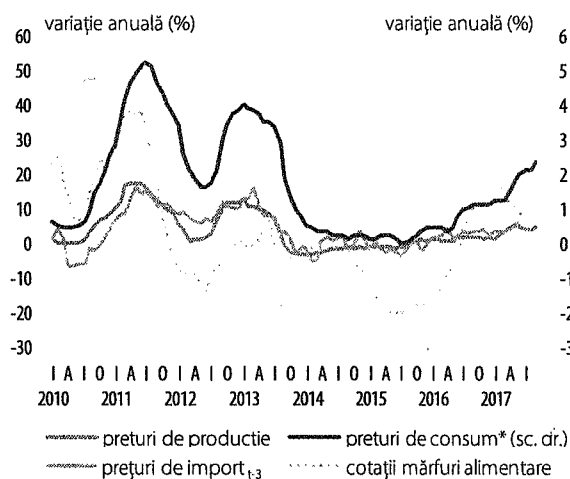
Sursa: INS, Eurostat, calcule și estimări BNR

De asemenea, modificările impozitelor indirecte și ale costurilor de distribuție afectează doar prețurile de consum, nu și pe cele de producție.

Ținând cont de diferențele decelate la nivelul metodologiei și al ariei de acoperire, analiza cantitativă s-a concentrat asupra acelor subindici care asigură o corespondență cât mai bună între structura ramurilor industriale și cea a coșului de consum: IPPII pentru grupa bunurilor de consum și CORE2 ajustat (exclusiv servicii și efectele de runda I ale modificărilor cotelor TVA), evoluția în timp a acestora fiind vizibil corelată (Graficele A și B). Totodată, date fiind caracteristicile diferite ale celor două segmente de piață – alimentar și nealimentar –, transmisia a fost studiată și separat, la nivelul celor două categorii de mărfuri; analiza nu a vizat segmentul energetic, întrucât evaluarea transmisiei prețului țițeiului a fost abordată într-o casetă

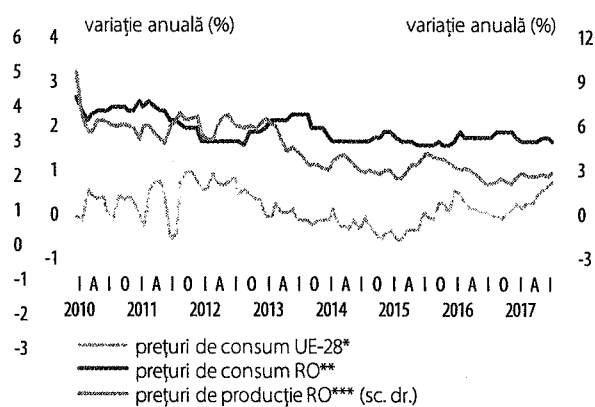
dedicată, inclusă într-o ediție anterioară a *Raportului asupra inflației* (februarie 2015), iar în cazul energiei electrice și al gazelor naturale un astfel de demers nu este fezabil, datorită caracterului reglementat al tarifelor.

Grafic C. Evoluția prețurilor mărfurilor alimentare



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

Grafic D. Evoluția prețurilor mărfurilor nealimentare



\*) indice calculat agregând prețurile de consum ale bunurilor durabile și cele ale bunurilor semidurabile

\*\*) exclusiv efectele directe ale modificărilor cotelor TVA

\*\*\*) bunuri de consum exclusiv alimente, băuturi, tutun

Sursa: INS, Eurostat, calcule și estimări BNR

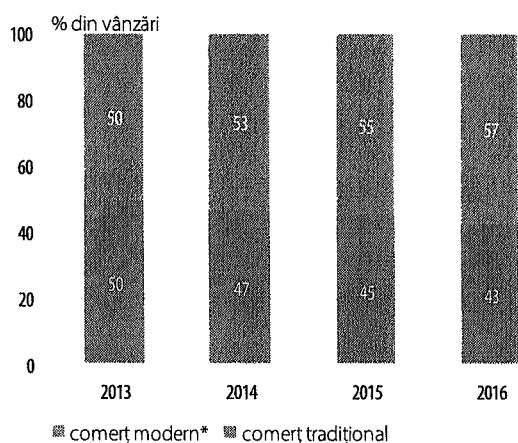
Rezultatele estimărilor bazate pe modele de tip vector de corecție a erorilor (engl. *vector error correction model, VECM*) indică o transmisie puternică și relativ stabilă în timp a modificărilor IPPII corespunzător bunurilor de consum în dinamica CORE2 ajustat (exclusiv servicii și efectele directe ale modificărilor cotelor TVA), aceasta fiind evaluată a se realiza în proporție de 70 la sută în decurs de 1 an. Transmisia amplă se datorează, în esență, componentei alimentare, pentru care coeficientul a fost estimat la peste 80 la sută. Principala explicație rezidă în acomodarea consumului de

produse alimentare preponderent pe seama ofertei interne (aproximativ 70 la sută). Totuși, chiar dacă influența directă a mediului extern (prin intermediul importurilor de bunuri finale de acest tip) este mai restrânsă în acest caz, ea rămâne relevantă la nivelul evoluției costurilor cu materiile prime ale producătorilor locali, aliniate în mod inerent tendințelor externe, dat fiind caracterul de economie deschisă (Grafic C).

Prin comparație, coeficientul de transmisie este semnificativ mai redus pe segmentul mărfurilor nealimentare – aproximativ 10 la sută<sup>6</sup>. Faptul că dinamica celor doi indici sunt mai puțin sincronizate în acest caz (Grafic D) se datorează, în principal, inversării raportului de forțe dintre producția locală și importuri pe acest segment de piață (circa 80 la sută din consum este acoperit prin achiziții externe). În plus,

este posibil ca prețurile de consum ale bunurilor nealimentare să manifeste o rigiditate sporită comparativ cu cele alimentare<sup>7</sup>.

Grafic E. Comerț modern vs. comerț tradițional pe piața bunurilor de larg consum



\*) hypermarket, supermarket, discounter, cash & carry, magazine de proximitate

Sursa: GfK – Fast Moving Consumer Trends, 2017

Creșterea relevanței contextului global în explicarea dinamicii prețurilor interne a fost, probabil, favorizată de extinderea agresivă a marilor lanțuri de magazine, integrate în rețele de distribuție globale, comerțul modern ajungând să dețină în 2016 poziția dominantă, cu o cotă de piață de aproximativ 57 la sută din valoarea vânzărilor (Grafic E). În plus, puterea de negociere a acestora în raport cu producătorii interni și concurența în creștere din partea bunurilor de import favorizează o traiectorie ascendentă mai moderată a prețurilor de producție pe piața internă în raport cu condițiile actuale de cerere. De altfel, pe parcursul ultimelor trimestre au fost acumulate o serie de evidențe în legătură cu creșterea importanței relative a factorilor externi în explicarea dinamicii prețurilor interne de consum. Astfel de evidențe au

fost analizate în cadrul Casetei 2 din ediția mai 2017 a *Raportului asupra inflației*.

În concluzie, este de așteptat ca în perioada următoare traiectoria ascendentă a prețurilor de consum să continue, în linie cu tendința observată la nivelul prețurilor de producție, reflectând, pe de o parte, acumularea de presiuni interne, asociate modificării poziției ciclice a economiei, iar pe de altă parte, epuizarea influențelor dezinflaționiste provenite din mediul extern.

### Referințe

Dhyne, E., Konieczny, J., Rumler, F. și Sevestre P. – "Price Rigidity in the Euro Area – An Assessment", *Economic Paper* 380/2009, Economic and Financial Affairs, European Commission, 2009

Iordache, S. și Pandioniu, L. – „Sondajul privind mecanismul de formare și modificare a prețurilor în România”, Banca Națională a României, *Caieete de studii* nr. 36, 2014

<sup>6</sup> Estimările indică un coeficient de transmisie de aproximativ 10 la sută în prezent, în ușoară diminuare comparativ cu anul 2014 (14 la sută). Rezultatele trebuie interpretate însă cu precauție, fiind sensibile la modificarea cadrului de estimare. Spre deosebire, estimările la nivelul întregii grupe de bunuri de consum și cele referitoare la segmentul mărfurilor alimentare sunt robuste, indiferent de specificația aleasă.

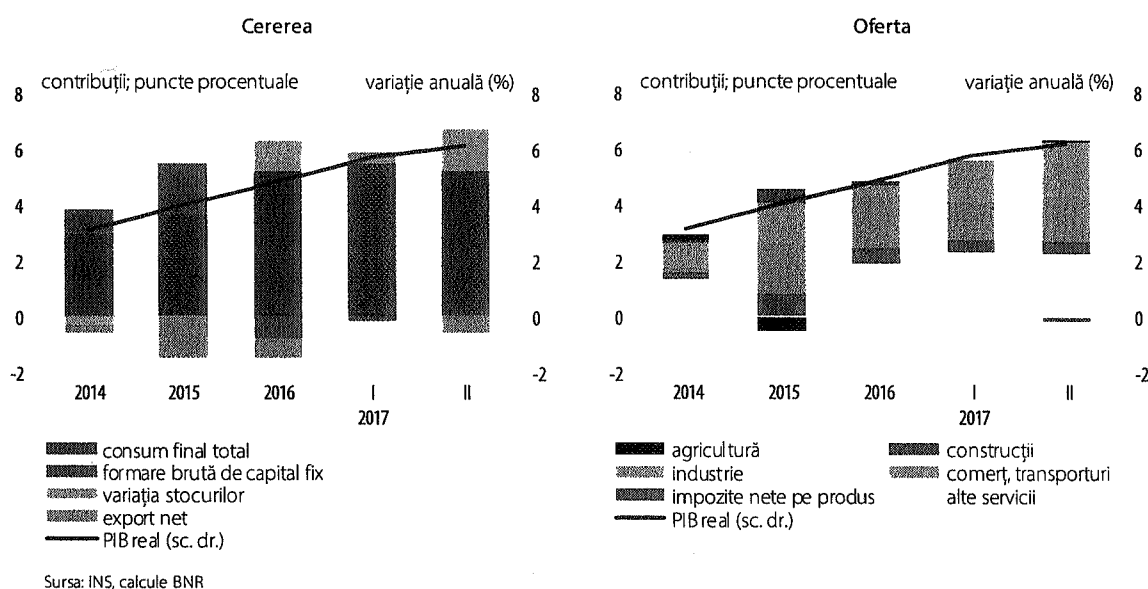
<sup>7</sup> Dhyne et al. (2009) identifică un astfel de fenomen la nivelul zonei euro, rezultatele sondajelor desfășurate în rândul companiilor din statele membre arătând că frecvența modificărilor de prețuri este semnificativ mai ridicată în cazul bunurilor alimentare comparativ cu cele nealimentare.

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

Creșterea alertă înregistrată de economia românească în 2016 s-a accentuat în prima jumătate a acestui an, avansul din trimestrul II (6,1 la sută în termeni anuali) fiind printre cele mai ample la nivelul UE-28. Cererea de consum continuă să exercite influența dominantă, sub impulsul stimulat al unei politici fiscal-bugetare prociclice. Expansiunea rapidă a activității economice antrenează însă presiuni în creștere asupra poziției externe, în condițiile în care o parte semnificativă a absorbției interne este acoperită pe seama importurilor. Avansul acestora din urmă erodează parcursul favorabil înregistrat de exporturi pe fondul noilor intrări de investiții străine directe și al consolidării cererii din partea economiilor europene. În ceea ce privește acumulările de capital fix, trimestrul II întrerupe seria scăderilor succesive în termeni anuali, dar contracția severă a investițiilor în infrastructură rămâne preocupantă, dat fiind impactul negativ asupra potențialului de creștere economică (Grafic 2.1).

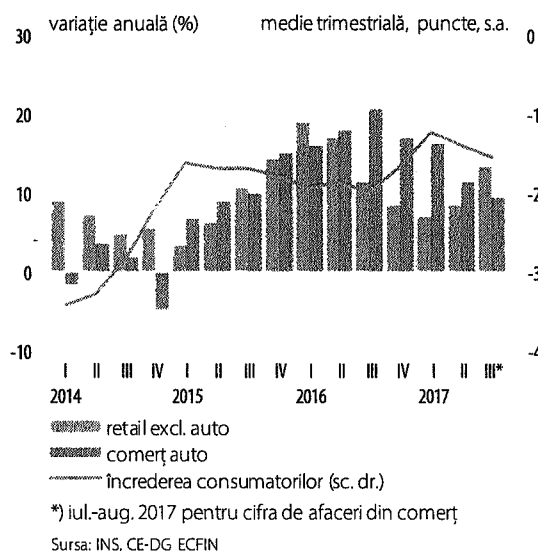
Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Consumul privat a continuat să se extindă într-un ritm alert în trimestrul II (7,5 la sută, variație anuală), fiind alimentat de creșterea puterii de cumpărare a populației, sub efectul contextului de pe piața muncii, în continuare favorabil din perspectiva veniturilor populației și a gradului de ocupare. Apetitul pentru consum al populației a fost, de asemenea, susținut de resursele împrumutate, volumul creditelor noi pentru consum și alte scopuri menținându-și tendința crescătoare. Evoluția pozitivă a puterii de

cumpărare din ultima perioadă pare că a antrenat și o modificare a comportamentului consumatorilor, în sensul orientării mai pronunțate către produse superioare calitativ<sup>8</sup> sau către activități de petrecere a timpului liber, fenomen sugerat de dinamizarea încasărilor din servicii de piață.

Grafic 2.2. Activitatea comercială și încrederea populației



Perspectivile de creștere a consumului populației se mențin și în a doua jumătate a acestui an, primele semnale indicând o evoluție robustă a cifrei de afaceri din comerț în intervalul iulie-august, atât în ceea ce privește achizițiile de bunuri de folosință îndelungată (mai ales în cazul produselor destinate dotării locuințelor), cât și pe segmentul bunurilor de uz curent. Tendința ascendentă este susținută de noi majorări ale veniturilor populației, operate începând cu 1 iulie 2017 (aprobarea creșterii punctului de pensie și a veniturilor salariale pentru anumite categorii de personal bugetar). În același timp, indicatorii de încredere în rândul consumatorilor și al operatorilor din comerț și servicii<sup>9</sup> se mențin la valori relativ ridicate (Grafic 2.2).

Execuția bugetului general consolidat aferentă trimestrului II s-a finalizat cu un deficit de 7,8 miliarde lei (echivalentul a 0,9 la sută din PIB<sup>10</sup>), după ce în

primele 3 luni ale anului se consemnase un surplus (1,5 miliarde lei, reprezentând 0,2 la sută din PIB)<sup>11</sup>. Revenirea la un sold bugetar negativ a reflectat cu precădere creșterea substanțială a cheltuielilor bugetare totale<sup>12</sup>, generată atât de componenta curentă a acestora (cheltuieli cu bunuri și servicii, de personal, de asistență socială, alte cheltuieli de natura transferurilor<sup>13</sup>), cât și de cea de capital<sup>14</sup>. Ea s-a datorat și relativei scăderi a veniturilor totale<sup>15</sup>, în principal ca urmare a comprimării veniturilor fiscale<sup>16</sup>, efecte opuse ca sens, dar de mai mică intensitate, fiind exercitate de majorarea celor nefiscale<sup>17</sup> și din contribuții de asigurări.

<sup>8</sup> Potrivit GfK România, cota deținută de mărcile private ale lanțurilor de *retail* pe piața bunurilor de larg consum a scăzut pentru prima dată în ultimul deceniu, ajungând la 15,3 la sută în trimestrul I.

<sup>9</sup> Potrivit Sondajului INS/DG ECFIN din iulie-septembrie.

<sup>10</sup> Pentru 2017 s-a utilizat nivelul PIB aferent coordonatelor primei rectificări bugetare din anul curent aprobate în septembrie.

<sup>11</sup> În perioada similară din anul precedent execuția bugetară generase un deficit de 6,9 miliarde lei (0,9 la sută din PIB), față de un excedent de 3,0 miliarde lei (0,4 la sută din PIB) în trimestrul I 2016.

<sup>12</sup> Dinamica anuală reală a acestora s-a redus ușor (9,0 la sută, față de 10,2 la sută în trimestrul I).

<sup>13</sup> O contribuție similară a avut și majorarea cheltuielilor cu dobânzile (în termeni anuali însă, acestea s-au comprimat).

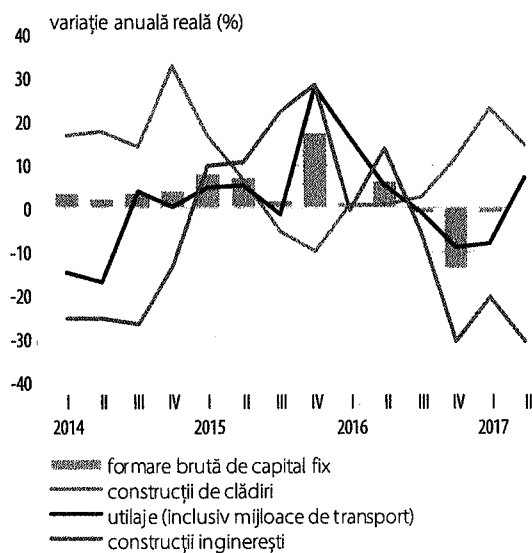
<sup>14</sup> În aceste condiții, ritmul anual de scădere a cheltuielilor de capital s-a atenuat.

<sup>15</sup> Acestea și-au accelerat ușor însă ritmul anual de creștere reală la 8,5 la sută (de la 7,0 la sută).

<sup>16</sup> Determinată în mare parte de diminuarea veniturilor din impozite și taxe pe proprietate; contribuții similare au avut și scăderea încasărilor din impozitul pe profit, pe salarii și venit (care în termeni anuali au continuat să crească, dar cu un ritm mai puțin alert) și din TVA.

<sup>17</sup> Pe fondul evoluției ascendente a încasărilor din dividendele de la companiile cu capital de stat.

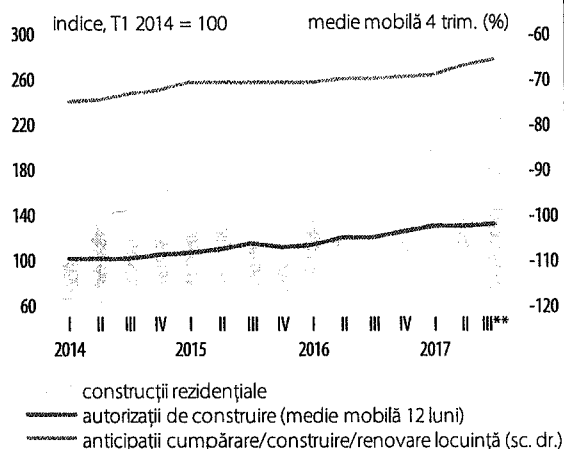
Grafic 2.3. Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

Deși a înregistrat creșteri rapide în prima jumătate a anului 2017 (variații trimestriale de 3-4 la sută), formarea brută de capital fix se plasează în trimestrul II la un nivel doar marginal superior celui consemnat în perioada similară a anului precedent (+0,2 la sută). Avansul investițiilor a fost susținut de expansiunea segmentului rezidențial și, recent, de intensificarea achizițiilor de echipamente, însă întârzierea reluării lucrărilor de investiții ale sectorului public continuă să exercite un impact pronunțat negativ. În timp ce pentru primele două componente există indicii favorabile și în perioada următoare, în cazul investițiilor în infrastructură este puțin probabilă revenirea dinamicii anuale în plaja valorilor pozitive, date fiind contractele severe din ultimele 3 trimestre (Grafic 2.3).

Grafic 2.4. Construcții de locuințe\*



\*) date ajustate sezonier

\*\*) iul.-aug. 2017 pentru construcții rezidențiale și autorizații de construire

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Consolidarea din ultimii ani a venitului disponibil al populației s-a regăsit într-un avans al cheltuielilor de consum mediu pe locuitor până la niveluri chiar superioare perioadei de *boom* economic, aferente ciclului precedent, dar și într-o accentuare a înclinației spre economisire. Acest „confort financiar”, însoțit de accesibilitatea creditului imobiliar, a condus la revigorarea cererii de locuințe, construcțiile rezidențiale constituind, de altfel, singura dintre componentele majore ale cererii de investiții care a înregistrat o evoluție constant pozitivă pe parcursul ultimului an. Cererea de locuințe își va păstra probabil tendința ascendentă în perioada următoare, după cum sugerează îmbunătățirea anticipațiilor consumatorilor privind intenția de a construi sau de a achiziționa o locuință (potrivit Sondajului INS/DG ECFIN, în primele 3 trimestre soldurile conjuncturale aferente acestei poziții au fost superioare mediei istorice), dar și creșterea cu peste 11 la sută a suprafeței autorizate în vederea construirii

(variație medie anuală pe ultimele 12 luni, calculată pentru luna august 2017).

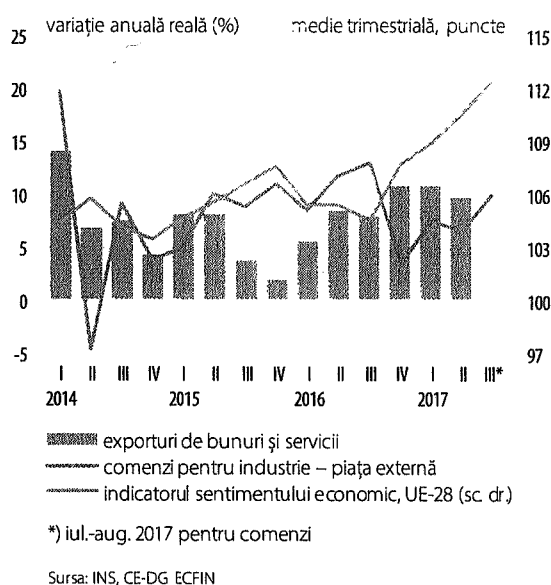
Cu toate acestea, nu este exclusă o temperare de ritm a achizițiilor de locuințe, având în vedere decizia autorităților de a renunța la suplimentarea, în această toamnă, a plafonului asociat programului „Prima casă” (Grafic 2.4).

Un impuls a acordat cererii de investiții în trimestrul II 2017 redresarea achizițiilor de echipamente (+6,9 la sută, variație anuală). Preocupările cele mai vizibile în sensul derulării unor proiecte destinate extinderii capacităților de producție, creșterii conținutului de valoare adăugată a produselor și automatizării liniilor tehnologice se regăsesc în ramurile producătoare de mijloace de transport și produse conexe

(echipamente electrice, cauciuc), antrenate de creșterea portofoliului de comenzi externe. În aceeași notă optimistă se înscriu și semnalele din industria de mașini și echipamente, a produselor electrocasnice, precum și din industria materialelor de construcții, în cel din urmă caz sub influența cererii pe segmentul rezidențial. Aceste evoluții au contribuit, de altfel, la creșterea accelerată a producției industriale de la începutul anului curent, astfel că aportul sectorului la dinamica PIB real în trimestrul II s-a ridicat la 1,9 puncte procentuale. Din perspectiva surselor de finanțare, acumulările de capital beneficiază, în ansamblu, de suportul consistent al investitorilor străini, în condițiile în care profitul reinvestit în economia românească<sup>18</sup> s-a majorat de 2,7 ori în ultimul an și jumătate.

În contrast, contribuția investițiilor publice la dinamica anuală a formării brute de capital fix a rămas pronunțat negativă, volumul lucrărilor în domeniul construcțiilor ingineresti plasându-se și în trimestrul II 2017 cu mult sub cel înregistrat în perioada similară a anului anterior (-31 la sută). Dincolo de efectul de bază asociat finalizării, în anul 2016, a procesului de rambursare de fonduri europene aferente proiectelor de investiții aprobate în cadrul exercițiului financiar 2007-2013, declinul lucrărilor de infrastructură s-a datorat întârzierilor produse în absorbția de fonduri structurale și de coeziune în cadrul noului program financiar. Demararea acestui proces în a doua jumătate a acestui an este însă puțin probabil să readucă dinamica anuală a construcțiilor ingineresti la valori pozitive, având în vedere menținerea constrângerilor de natura cheltuielilor publice de capital, prevăzute în cadrul rectificării bugetare din luna septembrie.

Grafic 2.5. Exporturile de bunuri si servicii



Exporturile de bunuri și servicii și-au păstrat traiectoria crescătoare (deși dinamica anuală s-a atenuat ușor, cu 1,1 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I, până la 9,8 la sută). Perspectiva privind evoluția cererii externe rămâne favorabilă, după cum sugerează cele mai recente prognoze privind creșterea economică a zonei euro în cea de-a doua jumătate a anului, dar și îmbunătățirea progresivă a indicatorului de încredere la nivelul UE-28 pe parcursul primelor 9 luni ale anului curent (cele mai ridicate valori din perioada postcriză). Un indiciu suplimentar îl constituie extinderea cu încă 7,8 la sută a portofoliului de comenzi externe primite de companiile industriale autohtone în perioada aprilie-august, ritmul fiind asemănător celui din primele 3 luni ale anului (Grafic 2.5).

Exporturile de bunuri s-au majorat cu 6,4 la sută, aportul dominant revenind în continuare livrărilor

efectuate de sectoare precum producția mijloacelor de transport și ramurile asociate. Dinamica volumului cifrei de afaceri pe piața externă din sectorul auto a rămas alertă (+17 la sută, inferioară totuși trimestrului anterior), iar deschiderea unor noi

<sup>18</sup> Exprimat ca sumă mobilă pe ultimele 12 luni.

capacități de producție în regiunea central-europeană va menține și în următoarea perioadă un nivel ridicat al cererii adresate furnizorilor locali de profil. Dincolo de parcursul favorabil al segmentului de piese și accesorii, așteptări pozitive se conturează, începând din această toamnă, și pe segmentul autoturismelor, având în vedere demararea fabricării unui nou model Ford la uzina de la Craiova și lansarea oficială a noului model Duster, produs la Mioveni.

Pe o traiectorie ascendentă au continuat să se situeze și exporturile de produse metalurgice, redresarea rapidă a volumului cifrei de afaceri pe parcursul ultimului an (până la 26 la sută în trimestrul II) fiind impulsionată de menținerea măsurilor luate la nivel european în vederea reducerii competiției neloiale din partea unor producători asiatici. De asemenea, o evoluție pozitivă notabilă a fost consemnată și pe segmentul materiilor prime agroalimentare (cereale și oleaginoase), unde poziția de exportator net s-a consolidat în ultimii ani (media aferentă perioadei 2013-2016 fiind de 2,5 ori mai mare decât cea din intervalul 2008-2012). Un aport consistent a venit investițiilor efectuate de marii *traderi* agricoli, stimulați de potențialul agriculturii românești și de amplasarea geografică, favorabilă derulării tranzitului materiilor prime agricole obținute în țări din regiune.

Restrângeri ale volumelor exportate au înregistrat articolele de îmbrăcăminte, sectorul continuând să se confrunte cu pierderi de competitivitate, dar și produsele din țitei, pe fondul volatilității induse de calendarul lucrărilor de revizie ale rafinăriilor (care au afectat activitatea de producție în perioada februarie-mai) – în ansamblu, acest sector și-a păstrat însă parcursul favorabil, iar operatorii de profil continuă să deruleze investiții.

Importurile de bunuri și servicii și-au păstrat dinamica alertă în trimestrul II (11 la sută în termeni reali), evoluția reflectând menținerea la cote ridicate a absorbției interne și extinderea exporturilor. Astfel, achiziții în creștere au fost observate în cazul bunurilor intermediare și de capital, atât în corelație cu integrarea anumitor segmente industriale în rețelele internaționale de producție (cum este cazul importurilor de componente auto), cât și cu redresarea investițiilor în sectorul industrial (mașini, echipamente, aparate de măsură și control). De asemenea, cererea de consum a continuat să stimuleze importurile (+5,6 la sută variație anuală pe acest segment), evoluția fiind de natură a alimenta efectul de eroziune generat asupra balanței comerciale de soldul schimburilor externe pe acest segment de produse, în condițiile în care o susținere fermă din partea exporturilor de bunuri de consum întârzie să se manifeste.

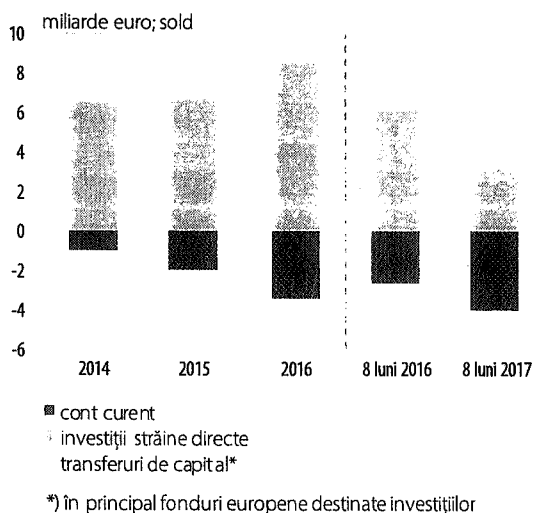
Deteriorarea soldului comercial continuă să fie parțial compensată de menținerea unor încasări nete robuste din prestări de servicii internaționale (2,1 miliarde euro, acoperind circa 70 la sută din deficitul balanței bunurilor în trimestrul II). Cu toate acestea, tendința de temperare a vitezei de creștere a surplusului contului de servicii, vizibilă în primele 8 luni ale anului curent și determinată în bună măsură de apelul în creștere al populației la servicii externe de turism și transport, sugerează posibilitatea unei epuizări a capacității acestuia de a contrabalansa deficitul comercial. În același

context menționăm și unele semnale negative conturate în ultima perioadă pe segmentul transporturilor rutiere de mărfuri, de natură a afecta evoluția pe termen mai lung a acestui sector și, implicit, a încasărilor din străinătate, dată fiind poziția dominantă deținută de activitatea pe rute internaționale. Astfel, tot mai mulți

operatori de profil și-au întrerupt investițiile pentru mărirea parcului de mașini noi, principalele motive invocate fiind lipsa personalului calificat, nivelul precar al infrastructurii rutiere locale, la care se adaugă modificările legislative din unele state europene.

Expansiunea ciclică a economiei, de așteptat să caracterizeze întregul an, generează preocupare la adresa poziției externe, deficitul contului curent din primele 7 luni depășind deja valoarea aferentă întregului an 2016. O evoluție nefavorabilă se observă și în ceea ce privește finanțarea acestui deficit, în sensul în care, după ce în ultimii ani fluxurile de capital negeneratoare de datorie (în principal investiții străine directe și fonduri europene destinate investițiilor) au acoperit integral soldul contului curent, în perioada ianuarie-august 2017 gradul de finanțare a scăzut la 78 la sută (Grafic 2.6).

Grafic 2.6. Finanțarea deficitului de cont curent din surse negeneratoare de datorie



Sursa: BNR

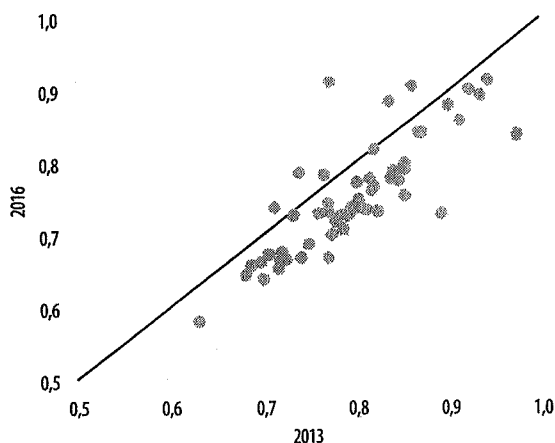
### Productivitatea muncii

La nivelul întregii economii, productivitatea muncii și-a diminuat sensibil ritmul anual de creștere în trimestrul II (+1 la sută față de 4,7 la sută în trimestrul precedent), pe fondul majorării spectaculoase a numărului angajaților pe cont propriu în agricultură și, mai ales, al lucrătorilor familiali neremunerați (predominant inactivi anterior); mișcarea ar putea fi asociată, cel puțin în parte, deschiderii în luna aprilie a sesiunii de depunere a proiectelor pentru finanțare europeană pe mai multe scheme de sprijin aferente exercițiului financiar 2014-2020<sup>19</sup> și nu are, probabil, un corespondent imediat la nivelul producției. Dinamici ridicate ale productivității continuă să fie vizibile în sectorul comercial și în industrie, odată cu accentuarea pantei ascendente a ciclului economic, în timp ce absența investițiilor în infrastructură contribuie la adâncirea contracției în sectorul construcțiilor.

Dincolo de influența factorului ciclic, prevalentă în ultimii 2 ani, traiectoria ascendentă a productivității muncii din perioada postcriză a fost susținută de o realocare eficientă a resurselor, în condițiile în care sectoare importante ale economiei s-au reasezat pe o structură mai competitivă: în industrie, ramurile caracterizate de o utilizare intensivă a forței de muncă au pierdut teren în fața celor cu un grad mai ridicat de tehnologizare, comerțul modern a luat treptat locul celui tradițional, iar activitatea IT&C a făcut pași

<sup>19</sup> Finanțarea proiectelor de dezvoltare a agriculturii în cadrul actualului program financiar nu a întâmpinat dificultăți, rambursări de fonduri înregistrându-se încă din prima jumătate a anului 2016. În schimb, absorbția pentru finanțarea proiectelor de investiții care intră în sfera politicii de coeziune (în cadrul căroro investițiile în infrastructură ocupă un loc important) a fost deblocată abia în vara anului curent, odată cu încheierea procesului de acreditare a autorităților de management.

Grafic 2.7. Dispersia productivității muncii

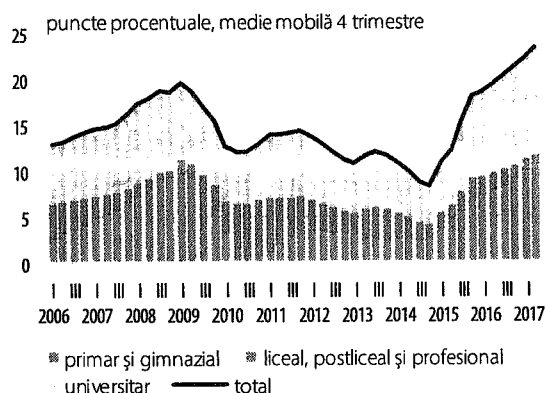


Notă: Indicatorul de dispersie relativă a distribuției productivității muncii a fost determinat prin raportarea intervalului intercuartilic la valoarea celei de-a treia cuartile. În sectoarele plasate sub prima bisectoare, dispersia s-a redus în 2016 față de 2013. În analiză au fost incluse diviziunile CAEN 1 - 63.

Sursa: MFP, calcule BNR

de la furnizarea unor servicii externalizate, auxiliare activității de bază, către înființarea unor centre de dezvoltare *software*, cu potențialul de a crea o valoare adăugată mai mare. Un rol-cheie în conturarea acestor tendințe a revenit investițiilor străine directe, profilul firmei productive din România corespunzând unei companii mari, tinere, care aparține sectorului privat, are capital majoritar străin și face parte dintr-o structură de tip companie-mamă - subsidiară. Totuși, relațiile de afaceri dintre astfel de firme și cele autohtone par să fi favorizat difuziunea avantajelor competitive la nivelul întregii economii, prin preluarea modelului de management sau chiar a unor tehnologii, ceea ce a contribuit probabil la reducerea dispersiei relative între eficiența celor mai puțin productive și a celor mai productive companii din economie în perioada 2013-2016 (Grafic 2.7).

Grafic 2.8. Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii\*



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

Sursa: Eurostat, calcule BNR

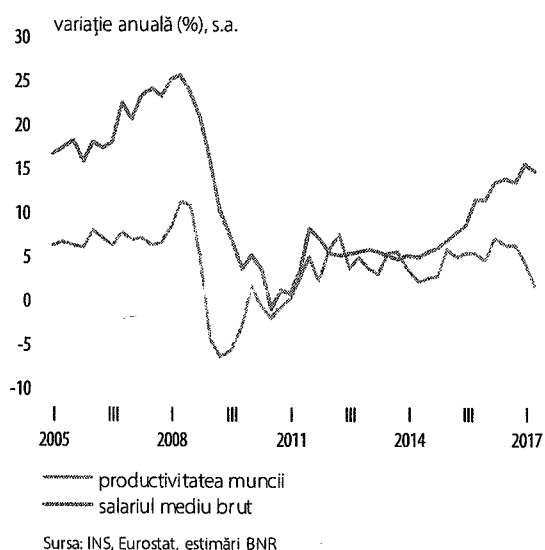
Suținerea acordată creșterii productivității muncii de investițiile din sectorul privat nu a fost dublată însă de un aport similar din partea sectorului public, absența progreselor în domeniul infrastructurii continuând să inhibe mobilitatea capitalului și a forței de muncă și, prin urmare, să limiteze câștigurile de productivitate. Astfel, inexistența unei infrastructuri adecvate de transport a condus la apariția unor concentrări investiționale și de activitate în regiunile cele mai apropiate de piețele de desfacere din vest, contribuind la tensionarea suplimentară a pieței muncii, afectată deja de un șomaj structural ridicat și de discrepanțe majore între pregătirea forței de muncă disponibile și cerințele angajatorilor; cele mai pronunțate neconcordanțe continuă să se înregistreze la extremele spectrului de instruire, cu precizarea că în cazul persoanelor cu nivel ridicat de pregătire oferta este mult mai redusă decât cererea, iar în cazul celor cu nivel scăzut de pregătire

raportul este invers (Grafic 2.8). În plus, absența oportunităților de angajare în alte regiuni ale țării a însemnat o adâncire a decalajelor regionale, încurajarea emigrării și deteriorarea competențelor capitalului uman rămas în urmă.

## Caseta 2. Relația salarii-productivitate și implicațiile asupra inflației

Desfășurarea unei activități economice în condițiile unei decuplări persistente între costul unitar cu forța de muncă și beneficiul asociat utilizării acestui factor de producție, respectiv productivitatea muncii, nu este fezabilă pe termen lung, cei doi indicatori fiind indisolubil legați atât în plan microeconomic, cât și la nivel agregat. Deși un factor fundamental, productivitatea nu este singurul determinant al dinamicii costurilor salariale de-a lungul ciclului economic, un rol important revenind evoluției condițiilor de pe piața muncii. Astfel, în faza de expansiune economică, extinderea activității peste nivelul potențial conduce la creșterea cererii de forță de muncă peste oferta disponibilă, având ca rezultat o majorare a costurilor salariale, posibil superioară celei a productivității muncii. În sens contrar, în faza de recesiune, restrângerea activității economice generează un excedent de forță de muncă, acesta exercitând presiuni în sensul ajustării salariilor.

Grafic A. Evoluția salariului mediu brut și a productivității muncii în economie



Formarea unui decalaj persistent între ritmul de creștere a costurilor salariale și cel al câștigurilor de productivitate este un element relevant în analiza de politică monetară, mai ales din perspectiva potențialului acestuia de a genera presiuni inflaționiste prin canalul costurilor. În condițiile în care, la nivelul firmelor, prețul de producție este stabilit prin aplicarea unei marje (fixe sau variabile) costului marginal, diferențialul pozitiv între dinamica salarială și cea a productivității muncii se poate regăsi integral sau parțial într-o creștere a prețului practicat de firmă. Această transmisie este cu atât mai probabilă într-un mediu caracterizat de exces de cerere agregată, trăsătură care definește, de altfel, contextul economic intern actual. Astfel, dacă în perioada de revenire economică salariile brute au evoluat în linie cu avansul productivității muncii, începând cu anul 2015 creșterea costurilor

cu forța de muncă s-a consolidat sensibil peste ritmul productivității, similar perioadei preciză (Grafic A). În acest context, scopul casetei de față este acela de a determina măsura în care creșterile salariale din perioada recentă s-au datorat unor câștiguri de productivitate, respectiv altor influențe asociate pieței muncii, precum și implicațiile acestui fenomen asupra dinamicii prețurilor de consum.

### Determinanți ai dinamicii salariale în economie

Demersul empiric a implicat, într-o primă etapă, estimarea la nivel macroeconomic a unei ecuații care să descrie evoluția cheltuielilor salariale. Ulterior, legătura dintre salarii și productivitate a fost evaluată și în plan microeconomic, fundamentarea teoretică a specificațiilor estimate pornind de la un set comun de asumptii. În acest cadru (curba Phillips pe piața muncii), dinamica salariilor este rezultatul cumulat al influențelor exercitate de: (i) valoarea adăugată creată (productivitatea muncii);

(ii) condițiile de pe piața forței de muncă (evaluate cu ajutorul mai multor indicatori: rata șomajului, indicele condițiilor de pe piața muncii – ICPM<sup>20</sup>, deviația numărului de angajați din economie de la trend); (iii) anticipațiile participanților pe piața muncii, considerate a fi adaptive, în sensul că așa-numitul *reservation wage* (nivel-prag al câștigului salarial dincolo de care potențialul angajat este dispus să lucreze) depinde de valorile anterioare ale salariului și ale ratei inflației.

Tabel A. Rezultatele estimărilor bazate pe date la nivel macroeconomic

|                                                | OLS<br>(1a)                       | IV<br>(1b)          | OLS<br>(2)         | OLS<br>(3)         |
|------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| Variabilă dependentă                           | ΔSalariul mediu brut <sub>t</sub> |                     |                    |                    |
| ΔSalariul mediu brut <sub>t-1</sub>            | 0,64***<br>(0,07)                 | 0,58***<br>(0,11)   | 0,46***<br>(0,16)  | 0,57***<br>(0,09)  |
| ΔProductivitatea muncii <sub>t</sub>           | 0,36***<br>(0,09)                 | 0,68**<br>(0,26)    | 0,42***<br>(0,12)  | 0,41***<br>(0,09)  |
| ΔRata șomajului <sub>t-2</sub>                 | -0,03***<br>(0,01)                | -0,02***<br>(0,007) | -                  | -                  |
| Deviația numărului de salariați <sub>t-3</sub> | -                                 | -                   | 0,001*<br>(0,0008) | -                  |
| ICPM <sub>t-2</sub>                            | -                                 | -                   | -                  | 0,001*<br>(0,0009) |
| ΔIPC <sub>t-2</sub>                            | 0,30**<br>(0,14)                  | 0,28*<br>(0,15)     | 0,23*<br>(0,13)    | 0,72***<br>(0,24)  |
| Constantă                                      | -                                 | -                   | 0,01**<br>(0,004)  | -                  |
| Număr de observații                            | 51                                | 51                  | 51                 | 47                 |
| R pătrat ajustat                               | 0,71                              | 0,62                | 0,65               | 0,67               |

Notă: (1) Eșantionul folosit în estimare cuprinde perioada 2004-2017 pe baza datelor cu frecvență trimestrială, ajustate sezonier.

(2) În cazul ecuației (3), a fost utilizată rata inflației exclusiv efectele directe ale modificărilor cotelor TVA, exercitând influențe contemporane.

(3) Ținând cont de posibila endogenitate dintre salarii și productivitate, în cazul ecuației (1b) în estimare s-a folosit metoda variabilelor instrumentale.

(4) \*, \*\* și \*\*\* denotă semnificație statistică la nivelurile de 10, 5 și respectiv 1 la sută.

(5) Erorile standard sunt raportate în paranteze.

Sursa: INS, Eurostat, estimări BNR

Estimările la nivel macroeconomic relevă importanța semnificativă a productivității muncii în explicarea traiectoriei salariilor (Tabel A). Astfel, indiferent de specificația aleasă pentru a surprinde condițiile de pe piața muncii, contribuția acesteia s-a situat în perioada de redresare a economiei în intervalul 3-7 puncte procentuale, asigurând acoperirea integrală a creșterilor salariale. Totuși, susținerea acordată de acest factor dinamicii salariale s-a restrâns în perioada recentă; un aport în creșterea a venit tensionării progresive a pieței muncii (Grafic B), expansiunea cererii de forță de muncă împingând rata șomajului la minime istorice. Estimările privind magnitudinea acestei influențe sunt însă relativ sensibile la măsura utilizată pentru a evidenția evoluția de ansamblu a pieței muncii, contribuția la dinamica salariului mediu brut pe economie fiind evaluată în ultimul an la 1-4 puncte procentuale. Totodată, în perioada recentă s-a remarcat o contribuție pozitivă și semnificativă din partea unor influențe exogene mecanismului descris de curba Phillips. Acestea pot fi asociate, cel puțin în parte, unor factori instituționali, precum creșterea salariilor din sectorul bugetar și majorarea pragului minim de salarizare, cu efecte directe și de runda a doua propagate la nivelul economiei.

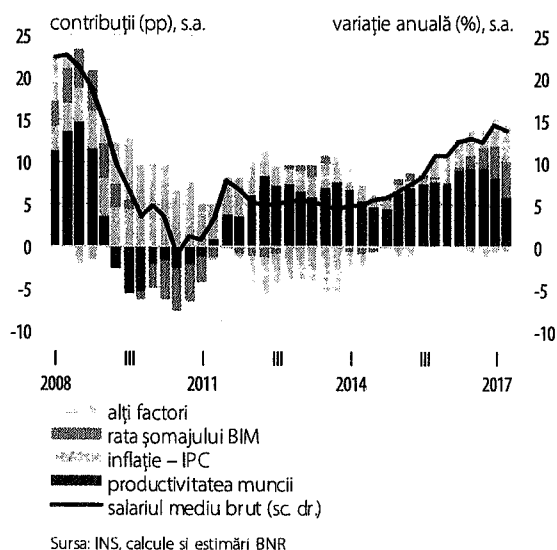
Robustețea estimării la nivel macroeconomic a relației dintre ritmul de creștere a salariilor și cel al

productivității muncii este confirmată de evaluările bazate pe date microeconomice, chiar dacă derularea exercițiului empiric este privată, în acest caz, de prezența altor variabile informative cu privire la politica salarială a firmei (precum nivelul de pregătire sau de experiență a angajaților), care sunt indisponibile<sup>21</sup>. Astfel, evoluția câștigului salarial la nivel de firmă este intrinsec legată de valoarea adăugată creată

<sup>20</sup> Indicele sintetic a fost determinat pe baza metodei componentelor principale, aplicate la nivelul unui set de indicatori relevanți pentru piața muncii (efectivul salariaților, fluxurile de intrări și ieșiri, precum și stocul de șomeri, așteptările companiilor privind recrutările viitoare, locurile de muncă vacante și ponderea șomerilor pe termen lung).

<sup>21</sup> În acest context, estimarea la nivel micro include așa-numitele efecte fixe, care substituie în bloc caracteristicile individuale ale firmelor și a căror prezență va reduce influența estimată a variabilelor introduse ca atare. Prin urmare, este de așteptat ca nivelul coeficienților asociați productivității determinată la nivel micro să fie mai redus decât corespondenții la nivel macro, diferență care se regăsește, de altfel, în rezultatele obținute prin cele două abordări.

Grafic B. Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie



Tabel B. Rezultatele estimărilor bazate pe date la nivel microeconomic

|                                               | OLS<br>(1a)                                                                                     | IV<br>(1b)           | OLS<br>(2a)          | IV<br>(2b)           |
|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Variabila dependentă                          | $\log(\text{Cost salarial real})_t$ $\Delta \text{Rata de creștere a costului salarial real}_t$ |                      |                      |                      |
| $\log(\text{Cost salarial real})_{t-1}$       | 0,29***<br>(0,002)                                                                              | 0,3***<br>(0,002)    | -                    | -                    |
| $\log(\text{Productivitatea muncii})_t$       | 0,11***<br>(0,001)                                                                              | 0,005**<br>(0,002)   | -                    | -                    |
| Rata șomajului la nivel de județ <sub>t</sub> | -0,02***<br>(0,0003)                                                                            | -0,02***<br>(0,0003) | -0,04***<br>(0,0005) | -0,05***<br>(0,0004) |
| $\Delta \text{Productivitatea muncii}_t$      | -                                                                                               | -                    | 0,14***<br>(0,003)   | 0,13***<br>(0,001)   |
| Constantă                                     | 5,65***<br>(0,021)                                                                              | -                    | -                    | 0,27***<br>(0,002)   |
| Număr de observații                           | 617 128                                                                                         |                      | 539 987              |                      |

Notă: (1) Estimarea a fost realizată pe baza unui eșantion echilibrat de date panel, cu frecvență anuală, care acoperă perioada 2007-2015, fiind incluse și efecte fixe.

(2) Ținând cont de relația de endogenitate dintre salarii și productivitate, validată de rezultatele testelor econometrice, în cazul ecuațiilor (1b) și (2b) s-a folosit metoda variabilelor instrumentale în estimare.

(3)\*, \*\* și \*\*\* denotă semnificație statistică la nivelurile de 10, 5 și respectiv 1 la sută.

(4) Estimările au fost realizate cu erori standard robuste (raportate în paranteze).

Sursa: MFP, INS, Eurostat, estimări BNR

de angajat în cadrul companiei, iar gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii este identificat drept factor de influență distinctiv pentru dinamica salariilor, evoluția ratei șomajului fiind estimată a-i imprima acesteia modificări de sens contrar (Tabel B).

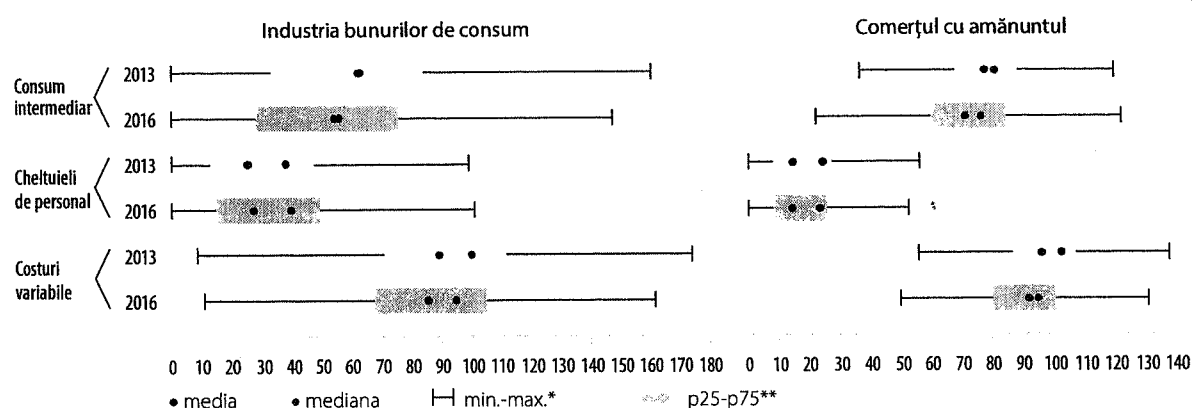
Relevanța celor doi factori indicați de demersul econometric în explicarea traiectoriei salariilor este întărită și de evaluări calitative, rezultatele sondajului privind mecanismul de stabilire și modificare a prețurilor realizat de BNR relevând faptul că firmele pentru care productivitatea salariaților și profitabilitatea companiei reprezintă cei mai importanți determinanți ai evoluțiilor salariale dețin o pondere covârșitoare – peste 70 la sută (Iordache și Pandioniu, 2014).

#### Implicații asupra variației prețurilor de consum

Creșterea prețurilor de consum a reflectat însă doar în mică măsură decuplarea vizibilă în ultimii ani între dinamica salariului și cea a productivității muncii. Acest fenomen s-a produs pe fondul reducerii în această perioadă a coeficientului de sensibilitate a ratei inflației la variația costului unitar cu forța de muncă (sau a altor variabile utilizate ca *proxy*, cum ar fi deviația de la trend a salariului mediu brut), identificate de estimările econometrice în cadrul mai multor specificații realizate pornind de la același cadru teoretic al curbei Phillips (de această dată, având însă ca variabilă dependentă variația prețurilor de consum). Valoarea relativ redusă a transmisiei majorărilor salariale semnificative din ultimii ani în prețurile de consum este confirmată și de analize conexe la nivel macroeconomic privind diminuarea în perioadele recente a intensității relației existente între inflație și deviația PIB, concomitent cu creșterea importanței relative a factorilor externi în detrimentul celor interni în explicarea dinamicii prețurilor interne – tema a fost tratată în casete dedicate incluse în ediții anterioare ale *Raportului asupra inflației* (august 2016, mai 2017). Rolul sporit al factorilor globali în explicarea

inflației prezintă și o dimensiune regională, fiind semnalat recent și în cazul Ungariei și al Poloniei.

Grafic C. Distribuția structurii costurilor companiilor, 2016 vs. 2013



\*) intervalul care nu conține valori extreme

\*\*) percentilele distribuției

Notă: Costurile la nivel de firmă sunt raportate la cifra de afaceri (*proxy* al ponderii costurilor în prețul practicat de operatorul economic). Costurile variabile reprezintă suma dintre cheltuielile de personal și consumul intermediar (format din cheltuieli cu materiile prime și consumabile, alte cheltuieli materiale, cheltuieli privind mărfurile, cheltuieli cu energia și apa).

Sursa: MFP, estimări BNR

La nivel microeconomic, explicația se regăsește în contraponderea pe care climatul dezinflaționist global a oferit-o până în anul 2016 presiunii exercitate asupra costurilor companiilor de creșterile semnificative ale salariilor începând cu anul 2015 (Grafic C); fenomenul a fost chiar mai accentuat în cazul operatorilor comerciali comparativ cu producătorii de bunuri de consum, în condițiile creșterii importanței relative a importurilor în acomodarea cererii de consum și ale puterii superioare de negociere a acestora în relația cu furnizorii. Creșterile generalizate consemnate în acest an de cotațiile principalelor materii prime sugerează însă epuizarea spațiului de compensare oferit de celelalte componente ale costurilor companiilor (cu materii prime, energie, transport), ceea ce face probabil ca variația viitoare a prețurilor să reflecte în mai mare măsură majorările ample ale costurilor cu forța de muncă din perioada recentă.

### Referințe

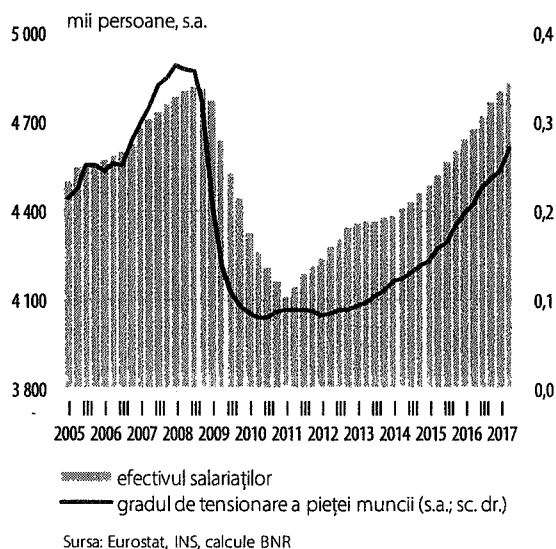
Lordache, S. și Pandioniu, L. – „Sondajul privind mecanismul de formare și modificare a prețurilor în România”, Banca Națională a României, *Caiete de studii* nr. 36, 2014

### Evoluții pe piața muncii<sup>22</sup>

În perioada aprilie-iulie 2017, efectivul salariaților din economie a continuat să crească, ajungând la 4,83 milioane de persoane, nivel maxim istoric (Grafic 2.9). Totuși, avansul în termeni anuali a încetinit ușor, până la 3,2 la sută, după circa 1 an și jumătate în care a înregistrat ritmuri de creștere similare maximului istoric, sugerând o potențială restrângere a spațiului de îmbunătățire a gradului de ocupare în viitor și, respectiv, îngreunarea procesului de recrutare la nivelul firmelor. Temperarea a fost observată exclusiv în sectorul privat, fiind localizată la nivelul construcțiilor și al serviciilor de piață. În cel din urmă caz, tendința a fost cvasigeneralizată, excepție făcând comerțul și sectorul IT&C, unde proiectele anunțate recent privind expansiunea activității sugerează

<sup>22</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie și tensionarea condițiilor pe piața muncii



continuarea dinamismului angajărilor. În industrie, ritmul recrutărilor a avansat ușor, remarcându-se și de această dată industria auto și ramurile conexe (fabricarea cauciucului), precum și fabricarea calculatoarelor cu un ritm efervescent de creștere a personalului, în asociere cu extinderea alertă a activității și investițiile realizate în ultima perioadă. Totodată, creșterea numărului de salariați a continuat și în sectorul bugetar, recrutări realizându-se în cadrul serviciilor de sănătate și al administrației publice.

Creșterea capacității 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 circa 0,2 puncte procentuale pe ansamblul perioadei aprilie-august față de trimestrul I – rata șomajului înregistrat până la 4,4 la sută, iar rata BIM până la 5,1 la sută (nivel minim istoric). Cu toate

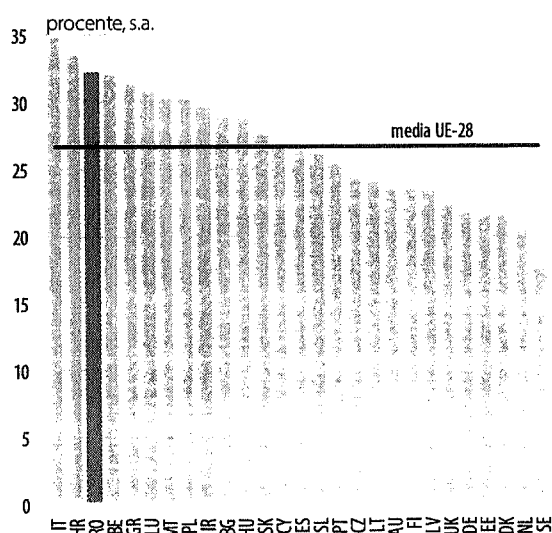
acestea, deficiențele structurale persistă, în condițiile în care rata de activitate din România se plasează în continuare printre cele mai reduse din Europa, cu mult sub media UE (aproape 68 la sută versus 73 la sută) – mai ales că saltul recent s-a datorat lucrătorilor neremunerați în agricultură, iar tensionarea pieței se manifestă preponderent în alte sectoare ale economiei. De asemenea, rata șomajului pe termen lung a început să se restrângă abia la începutul anului 2017, după ce a stagnat în ultimii 5 ani la 3 la sută (pentru comparație, indicatorul agregat s-a situat pe pantă descendentă începând cu anul 2015, coborând de la circa 7 la sută la 5 la sută în prezent).

O soluție pentru detensionarea pieței muncii ar putea constitui atragerea în mai mare măsură pe piața muncii a populației inactive, însă restricțiile de mobilitate amintite anterior și structura acestora sugerează posibilități limitate de valorificare a acestei rezerve de forță de muncă (Caseta 3). În aceste condiții, importul de forță de muncă din afara spațiului comunitar și apelul la automatizare sunt tot mai des invocate ca soluții alternative pentru atenuarea dificultăților create de insuficiența forței de muncă, însă în ambele cazuri tendințele sunt mai curând incipiente.

### Caseta 3. Este populația inactivă o soluție pentru detensionarea pieței muncii?

În prezent, populația inactivă din România numără aproximativ 4 milioane de persoane. Deși au vârsta cuprinsă între 15 și 64 de ani, deci pot fi considerate apte de muncă, acestea nu au și nici nu caută în mod activ un loc de muncă și nu desfășoară o activitate pe cont propriu. Dimensiunea fenomenului este relativ ridicată, rata de inactivitate, calculată ca raport între populația inactivă și cea în vârstă de muncă, plasându-se în trimestrul II 2017 la 32 la sută, una dintre cele mai înalte din UE (Grafic A).

Grafic A. Ratele de inactivitate la nivelul UE



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Potrivit statisticilor, numai 10 la sută dintre aceste persoane declară că ar dori să muncească, deși nu caută un loc de muncă (pentru comparație, media UE este de aproape două ori mai mare). Un procent atât de scăzut se datorează probabil, în bună măsură, percepției unui cost de oportunitate prea ridicat atașat renunțării la asistența socială în favoarea unui loc de muncă (diferența dintre ajutorul social și salariu, timpul liber sacrificat). În plus, nu trebuie ignorat faptul că jumătate dintre aceste persoane trăiesc în mediul rural, în multe cazuri slab conectat la rețeaua de transport, dar și din punct de vedere informațional (de exemplu, cu privire la oportunitățile de angajare)<sup>23</sup>. Și dacă ar fi fost motivați să muncească sau informați cu privire la locurile de muncă vacante, nivelul de pregătire în general scăzut (circa 60 la sută au doar studii gimnaziale sau o școală profesională) și deteriorarea în timp a abilităților acestora, datorată perioadei prelungite

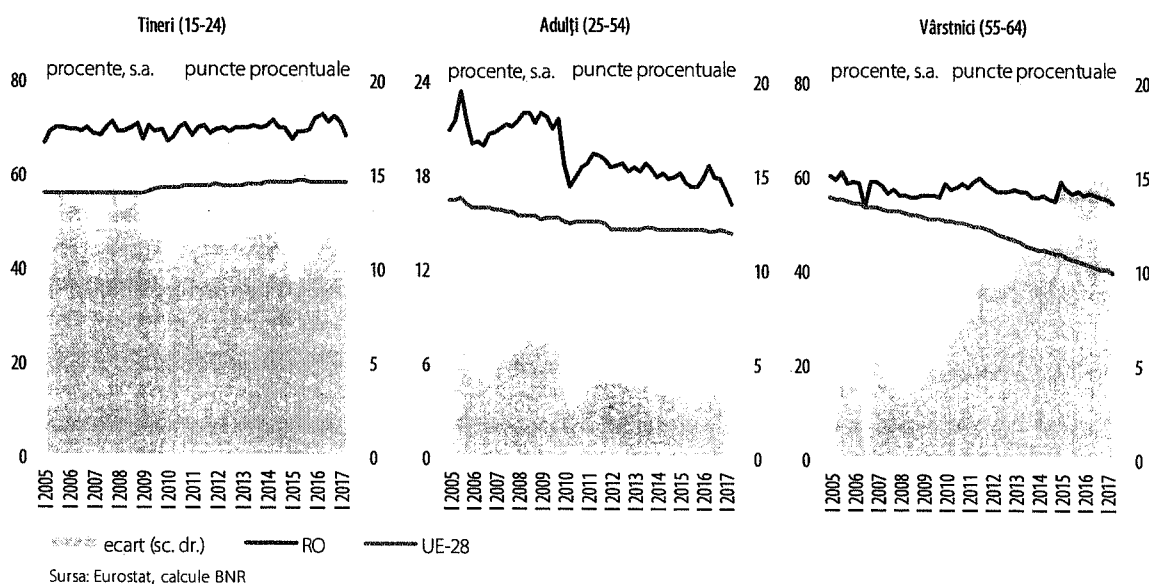
de inactivitate, fac puțin probabil ca aceștia să corespundă cerințelor angajatorilor, în absența unor cursuri de reprofesionalizare. Oferta excedentară de forță de muncă este deja caracterizată de un nivel scăzut de pregătire, care nu corespunde cerințelor firmelor angajatoare, deși există interes pentru candidații cu acest profil – cel mai recent studiu *Manpower* privind deficitul de talente arată că posturile care se ocupă cel mai greu nu sunt doar cele de ingineri, ci și cele de muncitori și meseriași calificați.

Analiza pe grupe de vârstă relevă că cele mai ample decalaje ale ratei de inactivitate se întâlnesc la nivelul tinerilor (15-24 de ani) și al vârstnicilor (55-64 de ani) (Grafic B). În ceea ce privește adulții (25-54 de ani), care reprezintă practic nucleul capitalului uman într-o economie, rata de inactivitate în România este foarte apropiată de cea din UE (16 la sută față de 14 la sută). Astfel, spațiul de îmbunătățire pe acest segment este relativ mai restrâns, cu atât mai mult cu cât doar 20 la sută dintre aceste persoane sunt interesate să muncească (comparativ cu 30 la sută în UE) și majoritatea trăiesc în mediul rural (peste 50 la sută). În cazul tinerilor, era de așteptat o rată mai mică de participare, dat fiind că o parte importantă a acestora urmează o formă de învățământ sau instruire (circa 80 la sută, nivel inferior însă mediei europene, situate la aproximativ 90 la sută). Rezultatele slabe la testele internaționale pun totuși sub semnul întrebării măsura în care aceștia pot constitui o resursă puternică de forță de muncă în viitor. Mai mult, în ceea ce privește tinerii din afara sistemului școlar, faptul că nu sunt implicați în niciun fel de activitate (nici educațională, nici lucrativă) le diminuează substanțial șansele să devină o resursă viabilă pe piața muncii. Cel mai amplu decalaj față de Europa (și în creștere) este întâlnit însă în cazul persoanelor cu vârsta între 55 și 64 de ani, care reprezintă practic o treime din totalul persoanelor inactive. Rata de inactivitate pe acest segment este extrem de ridicată (circa 54 la sută), progresul fiind relativ redus față

<sup>23</sup> Chiar dacă aceasta este categoria care, prin creșterea numărului de lucrători neremunerați în agricultură, a condus la majorarea ratei de participare cu 2 puncte procentuale în trimestrul II 2017, efectele pozitive ale evoluției asupra condițiilor de pe piața muncii sunt mai curând limitate: pe de o parte, tensionarea se manifestă pe alte segmente de activitate, pe de altă parte, raportul dintre populația ocupată în agricultură și contribuția acesteia la formarea PIB este deja disproporționat.

de anul 2005, când aceasta se situa la 60 la sută. La un nivel similar s-a situat și media UE, însă reformele realizate de statele membre pentru menținerea forței de muncă în activitate o perioadă mai îndelungată, în condițiile accentuării fenomenului de îmbătrânire a populației, s-au reflectat într-o diminuare substanțială a gradului de inactivitate pe acest segment (40 la sută în anul 2016).

Grafic B. Ratele de inactivitate pe grupe de vârstă

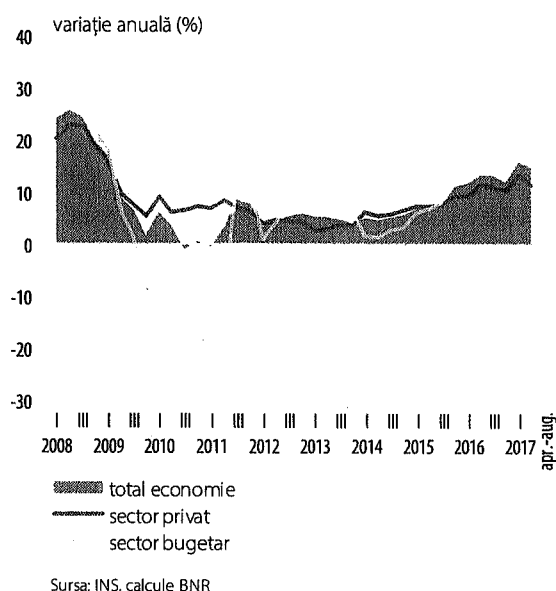


Spre deosebire de majoritatea statelor europene, unde fluxul net de persoane care își modifică statutul din inactiv în activ și invers este pozitiv, în România acesta a fost aproape nul în ultimii 6 ani, chiar ușor negativ în medie. Ca pondere, ieșirile din populația inactivă în decursul unui an reprezintă aproximativ 20 la sută din total (procent care se situează din nou printre cele mai scăzute din Europa, nivelul din statele performante fiind chiar dublu), ceea ce sugerează un grad relativ ridicat de inerție. Presupunând că nu ar mai avea loc alte modificări ale stocului actual de persoane inactiv și că toate acestea ar fi motivate să caute un loc de muncă, ar fi necesari aproximativ 6 ani pentru trecerea acestor persoane în rândul activilor. Scenariul este însă puțin plauzibil dat fiind că prognozele<sup>24</sup> privind evoluția populației (realizate în vederea cuantificării impactului în plan economic al îmbătrânirii populației) sunt pesimiste, indicând o diminuare a numărului persoanelor în vârstă de muncă în România cu 1,7 milioane până în anul 2030 (-13 la sută, una dintre cele mai pronunțate scăderi din UE).

În concluzie, este puțin probabil ca (re)inserția persoanelor inactiv să joace un rol semnificativ în detensionarea pieței muncii, în absența unor măsuri active de integrare, în special a vârstnicilor, și a unor investiții într-un sistem de educație performant, gândit pe tot parcursul vieții și cât mai bine adaptat la cerințele pieței (inclusiv cursuri de pregătire în vederea desfășurării unei activități agricole eficiente). Reformele sunt cu atât mai necesare cu cât gradul ridicat de neparticipare îi sunt atașate repercusiuni în plan social, România având una dintre cele mai ample rate de sărăcie între statele din spațiul comunitar.

<sup>24</sup> Proiecții privind evoluția demografică realizate de Eurostat, în asociere cu institutele naționale de statistică.

Grafic 2.10. Câștigul salarial nominal brut



Pentru finalul anului 2017 se conturează semnale mixte privind evoluția numărului de angajați. Astfel, Sondajul CE-DG ECFIN sugerează stabilitatea ritmului recrutărilor în industrie și construcții, dar extinderea schemelor de personal în comerț și serviciile de piață. În studiul *Manpower*, în schimb, perspectivele privind angajările rămân pozitive în ansamblu, în comerț raportându-se însă cea mai restrânsă activitate de angajare din ultimii 7 ani.

Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut s-a situat la un nivel ridicat și în intervalul aprilie-august 2017, astfel încât în primele 8 luni ale anului, aceasta a atins 15,4 la sută, nivel cu 2,6 puncte procentuale mai ridicat față de cel înregistrat în anul 2016<sup>25</sup> (Grafic 2.10). Intensificarea de ritm s-a datorat tensionării progresive a pieței muncii, tendința de decuplare observată în ultimii ani între dinamica salariilor și cea a productivității muncii menținându-se și în perioada

analizată (Caseta 2). În același sens au acționat factori de natură instituțională:

(i) majorările salariale acordate în sectorul bugetar, a căror dinamică a atins 27,5 la sută, de la circa 21 la sută în anul anterior; (ii) creșterea cu 20 la sută a salariului minim brut pe economie, cu impact mai ales la nivelul personalului necalificat, care a înregistrat cel mai amplu ritm de creștere a salariilor, conform studiului Paywell România 2017, realizat de PricewaterhouseCoopers (PwC).

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

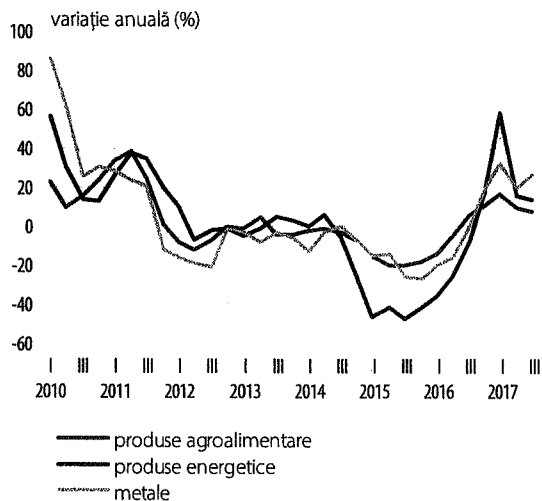
Majorarea tarifelor la energia electrică în trimestrul III 2017 a generat o accelerare a ritmului de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă (până la 2,9 la sută în iulie-august). Presiuni în același sens au continuat să exercite costurile salariale unitare, cu precădere în industria bunurilor de consum, propagarea acestora de-a lungul lanțului de producție fiind facilitată de faza de expansiune în care se află economia. Dinamici pozitive consistente s-au observat și în cazul prețurilor de import, dar în ușoară încetinire față de începutul anului, în corelație cu evoluția cotațiilor principalelor materii prime.

### 2.1. Prețurile de import

Prețurile materiilor prime au consemnat majorări de amplitudini mai reduse în trimestrul III comparativ cu prima jumătate a anului (Grafic 2.11). În cazul produselor energetice, cotațiile s-au repositionat pe un trend crescător, ulterior scăderii prețului

<sup>25</sup> Majorări salariale superioare celor programate pentru anul 2017 au fost înregistrate în sectorul industrial, comerț și industria hotelieră, potrivit studiului Paywell.

Grafic 2.11. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

petrolului Brent sub 50 USD/baril în luna iunie. Astfel, revizuirea în sens descendent a estimărilor inițiale cu privire la acumularea de stocuri la nivel mondial și întreruperile de producție care au avut loc în unele state au readus cotația Brent la valori superioare pragului amintit. În perspectivă, cele mai recente date indică menținerea cotațiilor în jurul acestei valori până la sfârșitul anului curent, respectiv un avans moderat până la 55 USD/baril spre finele anului 2018 (cotații futures Bloomberg și prognoze EIA), în condițiile în care nu sunt anticipate fluctuații ample ale cererii sau ale ofertei.

În ceea ce privește metalele, variația anuală a prețurilor s-a consolidat în jurul a 26 la sută, nivel similar celui înregistrat în primul semestru din 2017. Totuși, pe termen mediu este posibilă o încetinire a ritmului de creștere, date fiind semnalele privind o potențială temperare a cererii pe acest segment, mai ales din

partea Chinei, dar și temerile privind ajustarea excesului de producție din această economie.

În schimb, începând din martie 2017, cotațiile materiilor prime agroalimentare și-au atenuat gradual rata de creștere, până la circa 7 la sută în trimestrul III. La nivelul cerealelor, estimările favorabile privind producția agricolă a anului curent au indus o decelerare de ritm în cazul prețului grâului și trecerea dinamicii anuale în teritoriul negativ în cazul porumbului. Cotațiile pentru semințele de floarea-soarelui și zahăr au continuat să consemneze scăderi de peste 20 la sută în termeni anuali, în condițiile anticipării unui avans substanțial al producției în ambele cazuri. Pe segmentul alimentelor procesate, dinamica anuală a prețurilor a rămas pozitivă: +6 la sută în cazul cărnii și +40 la sută în cel al laptelui și al produselor lactate, pe fondul menținerii unui excedent de cerere, fiind vizibile totuși atenuări comparativ cu intervalul precedent.

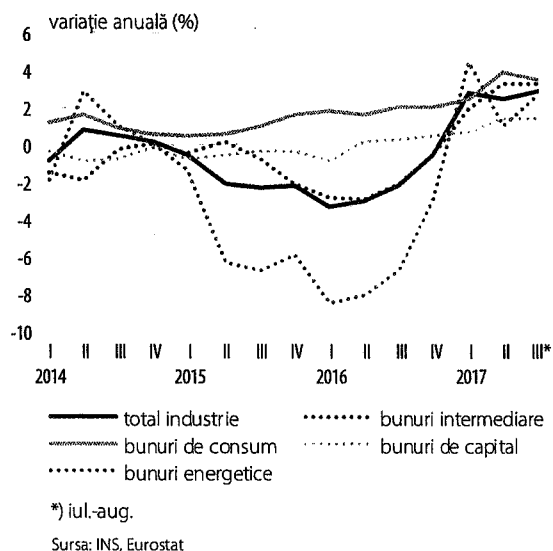
Rata de creștere mai moderată a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale s-a reflectat și în evoluția indicelui valorii unitare a importurilor<sup>26</sup> (IVU), observându-se o temperare marginală a acestuia în trimestrul II, până la 103,1 la sută. Cea mai importantă contribuție la dinamica indicelui agregat a venit din produsele minerale, al căror IVU a coborât cu 31 de puncte procentuale, până la 118,5 la sută, în timp ce metalele comune și produsele chimice au continuat să înregistreze intensificări ușoare. În cazul bunurilor relevante pentru coșul de consum, atât pe segmentul alimentar, cât și pe cel nealimentar, majoritatea produselor au înregistrat valori supraunitare ale IVU. Din nou, excepție au făcut mijloacele de transport, al căror indice a devenit subunitar (99,5 la sută, în scădere cu 1,5 puncte procentuale), ca urmare a menținerii preferinței consumatorilor pentru mașini rulate din import (cu emisii poluante ridicate și preț mai scăzut), sub impulsul dat de eliminarea timbrului de mediu la începutul anului 2017.

<sup>26</sup> Exprimat în euro.

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul iulie-august 2017, variația anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a avansat cu 0,4 puncte procentuale față de trimestrul anterior,

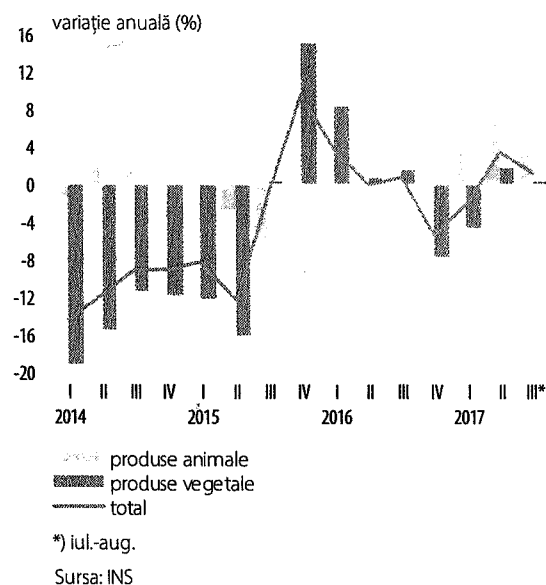
Grafic 2.12. Prețurile producției industriale pentru piața internă



până la 2,9 la sută, revenind astfel la un nivel similar celui atins în primele luni ale anului (Grafic 2.12). Tendința a fost imprimată de evoluțiile din sectorul energetic (+1,7 puncte procentuale, până la 2,7 la sută), ca urmare a majorării prețului energiei electrice pe piața liberă.

În același timp, presiunile acumulate intern pe canalul costurilor cu forța de muncă au contribuit la menținerea unei dinamici anuale înalte a prețurilor de producție în industria bunurilor de consum (3,5 la sută), net superioare mediei. Se observă totuși o decelerare (-0,4 puncte procentuale), imprimată de industria alimentară (-0,9 puncte procentuale, până la 3,9 la sută), în corelație cu temperarea ritmului anual de creștere a cotațiilor produselor agroalimentare, cu precădere pe segmentul vegetal. În schimb, rata anuală de creștere a prețurilor de producție ale bunurilor de consum exclusiv alimente, băuturi și tutun s-a menținut pe o pantă ușor ascendentă (+2,6 la sută în iulie-august). Mișcarea prețurilor de producție ale bunurilor de consum oferă indicii cu privire la tendința viitoare a prețurilor finale, amplitudinea transmisiei fiind dependentă de grupa vizată – mult mai ridicată în cazul produselor alimentare, producătorii interni deținând în continuare poziția dominantă pe acest segment de piață, în pofida creșterii importanței relative a importurilor în ultimii ani.

Grafic 2.13. Prețurile producției agricole



Dinamica prețurilor bunurilor de capital și ale celor intermediare pare să se fi stabilizat la 1,4 la sută, respectiv la 3,3 la sută, în asociere cu ritmul moderat de creștere a cotațiilor pe piețele internaționale, observat începând cu al doilea trimestru.

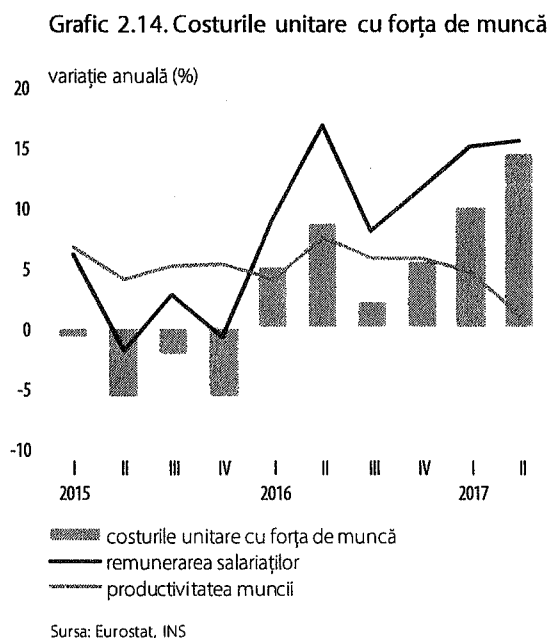
În lunile iulie-august 2017, dinamica anuală a prețurilor producției agricole s-a temperat până la 1,2 la sută (-2,2 puncte procentuale față de trimestrul II).

O contribuție importantă a revenit componentei vegetale, fiind chiar posibil ca în perioada următoare ritmurile anuale corespunzătoare să coboare în teritoriul negativ, în condițiile în care estimări recente indică o recoltă record pe plan intern (creșteri net superioare mediei pe termen lung), iar perspectivele la nivel mondial sunt de asemenea pozitive. În ceea ce privește produsele de origine animală, rata anuală a prețurilor a

rămas consistentă (5,5 la sută), însă în atenuare și în acest caz, date fiind prognozele privind o majorare a producției la nivel european (în principal pentru produsele din carne de porc) și alinierea prețurilor interne la evoluțiile externe (Grafic 2.13).

### Costurile unitare cu forța de muncă

Rata de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă s-a plasat la valori pozitive și în creștere, dinamica ULC ajungând în trimestrul II 2017 la 14,4 la sută; o contribuție



semnificativă la această evoluție revine impactului exercitat asupra productivității muncii de modificarea intervenită la nivelul populației ocupate în agricultură (Grafic 2.14). Transmisia presiunilor formate pe acest canal în prețurile de consum devine cu atât mai probabilă cu cât spațiul de compensare oferit de celelalte componente ale costurilor companiilor (cu materiile prime, energia și costurile de transport) s-a estompat.

În industrie, dinamica anuală a costurilor salariale unitare s-a temperat pe parcursul anului 2017 (de la 6,4 la sută în trimestrul I la 4,4 la sută în trimestrul II și, respectiv, 3,5 la sută în iulie-august), reflectând, în parte, câștigurile de productivitate de natură structurală obținute pe anumite segmente de activitate. Astfel, în ramurile care au absorbit fluxuri importante de investiții, cum sunt industria auto și cea a echipamentelor electrice, precum și fabricarea de mașini și utilaje, îmbunătățirea nivelului tehnologic

în procesul de producție a acoperit extinderea costurilor salariale, asigurând menținerea competitivității externe. În același timp însă, se mențin decalaje considerabile între dinamica productivității muncii și cea a câștigului salarial la nivelul industriilor producătoare de bunuri de consum, rata de creștere a costurilor salariale plasându-se în jurul a 20 la sută.

### 3. Politica monetară și evoluții financiare

#### 1. Politica monetară

În luna octombrie 2017 BNR a inițiat o ajustare a conduitei politicii monetare, îngustând coridorul simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară de la  $\pm 1,5$  puncte procentuale la  $\pm 1,25$  puncte procentuale. Pe ansamblul perioadei august-octombrie, banca centrală a menținut neschimbate nivelul ratei dobânzii de politică monetară – de 1,75 la sută –, precum și ratele RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit. Totodată, BNR a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, adaptând-o din perspectiva evoluției poziției nete a lichidității instituțiilor de credit. Măsurile au vizat asigurarea atingerii sustenabile a țintei de inflație pe termen mediu într-o manieră care să continue să sprijine creșterea economică.

În ședința din 4 august, Consiliul de administrație al BNR a decis statu-quo-ul parametrilor instrumentelor politicii monetare, în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să se majoreze<sup>27</sup>, dar s-a menținut confortabil sub limita de jos a intervalului de variație al țintei staționare și mult sub valorile prevalente în UE, iar perspectiva creșterii ei semnificative în următoarele trimestre – reconfirmată de prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu – era grevată de riscuri și incertitudini sporite. Noua traiectorie a ratei anuale prognozate a inflației se plasa pe un palier ușor superior celui prognozat anterior; ea reentra din trimestrul III în intervalul de variație al țintei staționare, urca la 1,9 la sută<sup>28</sup> în decembrie 2017 și la 3,2 la sută în decembrie 2018, pentru ca la finele orizontului proiecției să se apropie de limita superioară a intervalului de variație al țintei<sup>29</sup> (Grafic 3.1). Accelerarea în perspectivă a inflației avea printre resorturi efectele de bază asociate reducerilor anterioare de taxe și impozite indirecte<sup>30</sup>, precum și evoluția anticipată a componentelor exogene ale IPC<sup>31</sup>. Principalele presiuni erau însă așteptate să decurgă din poziția ciclică a economiei, din costurile salariale unitare și din trendul ascendent al anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt<sup>32</sup>. Majorarea excedentului de cerere se

<sup>27</sup> Rata anuală a inflației a atins în iunie 0,85 la sută (0,64 la sută în luna mai).

<sup>28</sup> Față de un nivel de 1,6 la sută anticipat de proiecția publicată în *Raportul asupra inflației* din luna mai 2017.

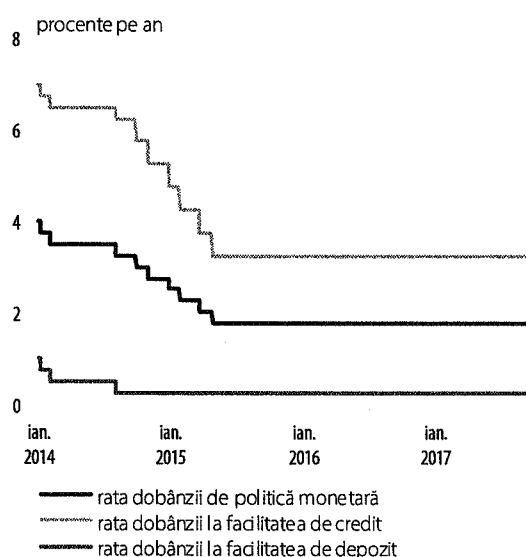
<sup>29</sup> Față de 3,1, respectiv 3,4 la sută în precedenta proiecție.

<sup>30</sup> Scăderea cotei TVA la 19 la sută și eliminarea supraaccizei la combustibili, începând cu 1 ianuarie 2017, precum și eliminarea taxelor nefiscale în februarie 2017.

<sup>31</sup> Ritmurile anticipate de creștere pe termen scurt a prețurilor LFO, a celor administrate – mai ales a prețului energiei electrice – și a prețului tutunului erau relativ mai mari, influența acestei revizuirii fiind doar parțial contrabalansată de impactul diminuării prețului așteptat al combustibililor.

<sup>32</sup> În schimb, presiunile exercitate de prețurile importurilor – inclusiv pe fondul probabilei majorări a volumului lor – se anticipau a fi relativ mai reduse.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



anticipa a fi mai amplă decât se prognozase anterior, date fiind dinamica peste așteptări a creșterii economice din trimestrul I 2017<sup>33</sup>, precum și perspectiva relativei accelerări a acesteia în 2017 și 2018, în raport cu precedenta prognoză, în contextul unei accentuări a prociclicității politicii fiscale și a celei a veniturilor, al persistenței condițiilor monetare acomodative și al consolidării cererii externe.

Perspectiva politicii fiscale și a celei de venituri erau însă dificil de anticipat, date fiind: (i) incertitudinile sporite privind maniera concretă de implementare a legii salarizării unitare și setul de măsuri probabil atașat acesteia, menit să îi reducă efectele expansioniste, precum și (ii) măsurile corective ce puteau fi adoptate în contextul preconizatei rectificări bugetare. Acestea li se alătură riscul posibilei prelungiri, cel puțin pe termen scurt, a ritmului scăzut al absorbției de fonduri europene

structurale și de investiții aferente cadrului financiar 2014-2020. Riscuri descendente la adresa perspectivei inflației inducea și mediul extern, în contextul persistenței unei inflații relativ joase în zona euro și a incertitudinilor privind ritmul redresării economice din zona euro/UE și pe plan global. Deosebit de relevante erau considerate viitoarele decizii de politică monetară ale principalelor bănci centrale, dar și atitudinea altor bănci centrale din regiune (Caseta 4).

#### Caseta 4. Conduita politicilor monetare ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune

Inflația s-a accelerat spre finele anului 2016 și la începutul acestui an, atât în economiile avansate, cât și în cele din regiune, după o lungă perioadă în care aceasta s-a situat la valori scăzute, chiar negative; creșterea ratei anuale a inflației a trenat apoi, dar s-a reluat mai pregnant în lunile recente. Fluctuațiile au fost imprimate preponderent de variațiile prețului internațional al petrolului, în timp ce tendința general crescătoare a reflectat în principal accelerarea aproape continuă a inflației de bază în majoritatea acestor economii, pe fondul revigorării activității economice, implicit al restrângerii treptate, până aproape de eliminare, a deficitului de cerere agregată. În economiile dezvoltate, presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali au rămas deocamdată relativ moderate, dar sunt anticipate să se intensifice în perspectivă. În acest context, băncile centrale majore parcurg deja, sau sunt pe cale să inițieze, un proces de normalizare a politicii monetare. În plan regional, abordările băncilor centrale sunt însă oarecum diferite, conturându-se mai degrabă o înclinare spre prelungirea conduitei acomodative a politicii monetare (Tabel A).

Astfel, Banca Centrală Europeană a anunțat în octombrie 2017 reducerea începând, din ianuarie 2018, a ritmului lunar al cumpărărilor de active financiare de la

<sup>33</sup> Rata anuală de creștere a PIB a urcat la 5,7 la sută, de la 4,8 la sută în trimestrul IV 2016.

60 miliarde euro la 30 miliarde euro, dar și menținerea nemodificată, pentru o perioadă extinsă de timp, a ratei dobânzii de politică monetară, precum și a ratelor dobânzilor aferente facilităților permanente<sup>34</sup>, alături de prelungirea, cel puțin până în septembrie 2018, a programului său de achiziții de active financiare. Deciziile au fost adoptate în contextul în care rata anuală a inflației din zona euro a stagnat în septembrie la 1,5 la sută, iar, potrivit celei mai recente prognoze a BCE<sup>35</sup>, se anticipa reducerea ei pe termen scurt, urmată de reluarea creșterii pe orizontul mai îndelungat, dar la niveluri aflate sub obiectivul băncii centrale, inclusiv în condițiile probabilei decelerări a creșterii economice, ulterior atingerii în acest an a vârfului ultimilor 10 ani (2,2 la sută). La rândul ei, Fed a menținut în ședința din 30 octombrie – 1 noiembrie intervalul țintă al *Fed funds rate* la 1-1,25 la sută, după ce în lunile martie și iunie îl majorase cu câte cu câte 0,25 puncte procentuale, în continuarea ciclului inițiat în decembrie 2015, iar în septembrie anunțase inițierea normalizării graduale a bilanțului său<sup>36</sup>. Totodată, Banca Angliei a efectuat pe 2 noiembrie prima majorare a ratei dobânzii de politică monetară din 2007 până în prezent (cu 0,25 puncte procentuale, până la 0,50 la sută), într-un context în care rata anuală a inflației a crescut în septembrie la 3,0 la sută, iar, potrivit prognozei băncii centrale, se aștepta ca aceasta să continue să se majoreze pe termen scurt, pentru ca apoi să coboare gradual, apropiindu-se de ținta de 2 la sută.

În plan regional, Banca Națională a Poloniei a menținut în octombrie rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,5 la sută, la care a fost coborâtă în martie 2015, în condițiile în care proiecția băncii centrale prevede prelungirea pe parcursul trimestrelor următoare a nivelurilor moderate ale ratei anuale a inflației, aflate sub punctul central al țintei, în contextul creșterii temperate a prețurilor în mediul extern, însoțită de probabila accentuare graduală a presiunilor inflaționiste generate de mediul intern, pe fondul ameliorării condițiilor economice. Și Banca Națională a Ungariei a menținut neschimbate ratele dobânzilor în octombrie, după ce în luna anterioară adoptase o serie de măsuri de relaxare a politicii monetare, constând în: (i) reducerea ratei dobânzii la facilitatea de depozit cu 0,1 puncte procentuale, la -0,15 la sută; (ii) diminuarea plafonului stabilit pentru depozitele la termen cu scadența de 3 luni atrase și (iii) majorarea stocului și extinderea maturităților operațiunilor de *swap* valutar destinate furnizării de lichiditate în monedă națională. Rata anuală a inflației a scăzut ușor în septembrie, la 2,5 la sută, iar potrivit celei mai recente proiecții pe termen mediu a băncii centrale, aceasta este anticipată să crească treptat și să atingă în trimestrul II 2019 ținta de 3 la sută, pentru ca apoi să se mențină la acest nivel.

<sup>34</sup> Astfel, rata dobânzii aferentă principalelor operațiuni de refinanțare a fost menținută la 0 la sută, iar ratele dobânzilor la facilitatea de depozit, respectiv de creditare, au fost păstrate la -0,4 la sută, respectiv 0,25 la sută. Aceste niveluri sunt neschimbate din martie 2016.

<sup>35</sup> *September 2017 ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area*.

<sup>36</sup> Prin diminuarea reinvestirii activelor financiare care ajung la maturitate, inițial cu până la 10 miliarde dolari SUA pe lună, prag ce urmează să crească la 50 miliarde dolari SUA în decurs de 1 an.

În schimb, Banca Națională a Cehiei a efectuat în noiembrie o nouă majorare a ratei dobânzii de politică monetară (cu 0,25 puncte procentuale, până la 0,5 la sută<sup>37</sup>) – cea de-a doua din cadrul ciclului inițiat în august 2017<sup>38</sup>. Decizia a fost adoptată în contextul în care rata anuală a inflației a urcat în septembrie la 2,7 la sută, de la 2,5 la sută în luna anterioară, iar potrivit celei mai recente prognoze pe termen mediu a băncii, aceasta era anticipată să evolueze de-a lungul celei mai mari părți a anului 2018 în jumătatea superioară a intervalului de variație al țintei de 2 la sută  $\pm 1$  punct procentual, pentru ca apoi să coboare și să se mențină în apropierea punctului central al acesteia, inclusiv pe fondul decelerării anticipate a creșterii economice.

Tabel A. Evoluții macroeconomice și conduita politicii monetare în țări dezvoltate și în regiune

|                                                          |                                    | SUA                          | UK                       | Zona euro                | CZ                | PL                       | HU                           | RO                      |
|----------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------|------------------------------|-------------------------|
| Obiectivul de inflație <sup>b,c</sup><br>(%)             |                                    | 2%                           | 2%                       | sub, dar aproape de 2%   | 2%<br>$\pm 1$ pp  | 2,5%<br>$\pm 1$ pp       | 3%<br>$\pm 1$ pp             | 2,5%<br>$\pm 1$ pp      |
| Rata anuală a inflației<br>(%)                           | sep. 2017                          | 1,63 <sup>e</sup>            | 3,00 <sup>b</sup>        | 1,50 <sup>a</sup>        | 2,70 <sup>b</sup> | 2,19 <sup>b</sup>        | 2,50 <sup>b</sup>            | 1,77 <sup>b</sup>       |
|                                                          | T4 2017 – proiecție <sup>b,c</sup> | 1,6                          | 3,0                      | 1,2                      | 2,7               | 1,9<br>(an 2017)         | 2,4                          | 2,7<br>(dec.)           |
|                                                          | T4 2018 – proiecție <sup>b,c</sup> | 1,9                          | 2,4                      | 1,4                      | 2,2               | 2,0<br>(an 2018)         | 2,5                          | 3,2<br>(dec.)           |
| Rata dobânzii de politică monetară <sup>b,c</sup><br>(%) | dec. 2016                          | 0,5-0,75                     | 0,25                     | 0                        | 0,05              | 1,5                      | 0,9                          | 1,75                    |
|                                                          | nov. 2017                          | 1-1,25                       | 0,5                      | 0                        | 0,5               | 1,5<br>(oct.)            | 0,9<br>(oct.)                | 1,75                    |
| Deviația PIB <sup>b,c</sup><br>(% din PIB potențial)     |                                    | ușor pozitiv,<br>în creștere | negativ, în<br>închidere | negativ, în<br>închidere | ușor pozitiv      | negativ, în<br>închidere | negativ, apropiat<br>de zero | pozitiv, în<br>creștere |
| Soldul bugetului consolidat*<br>(% din PIB)              | 2016                               | -3,2 <sup>f</sup>            | -3,0 <sup>d</sup>        | -1,5 <sup>c</sup>        | 0,7 <sup>b</sup>  | -2,4 <sup>d</sup>        | -1,8 <sup>d</sup>            | -3,0 <sup>d</sup>       |
|                                                          | 2017 – proiecție                   | -3,6 <sup>f</sup>            | -2,9 <sup>d</sup>        | -1,3 <sup>c</sup>        | 1,4 <sup>b</sup>  | -2,9 <sup>d</sup>        | (-1,6; -1,8) <sup>b</sup>    | -3,5 <sup>d</sup>       |
|                                                          | 2018 – proiecție                   | -2,8 <sup>f</sup>            | -2,3 <sup>d</sup>        | -1,0 <sup>c</sup>        | 1,4 <sup>b</sup>  | -2,8 <sup>d</sup>        | (-2,2; -2,4) <sup>b</sup>    | -3,7 <sup>d</sup>       |
| Soldul contului curent<br>(% din PIB)                    | 2016                               | -2,5 <sup>d</sup>            | -4,4 <sup>d</sup>        | 3,5 <sup>c</sup>         | 1,1 <sup>b</sup>  | -0,3 <sup>d</sup>        | 4,8 <sup>d</sup>             | -2,1 <sup>b</sup>       |
|                                                          | 2017 – proiecție                   | -2,8 <sup>d</sup>            | -3,9 <sup>d</sup>        | 2,9 <sup>c</sup>         | 0,9 <sup>b</sup>  | -0,9 <sup>d</sup>        | 3,5 <sup>b</sup>             | -2,8 <sup>d</sup>       |
|                                                          | 2018 – proiecție                   | -3,3 <sup>d</sup>            | -3,2 <sup>d</sup>        | 2,5 <sup>c</sup>         | 1,0 <sup>b</sup>  | -1,3 <sup>d</sup>        | 2,5 <sup>b</sup>             | -2,9 <sup>d</sup>       |

\*) metodologie SEC 2010, cu excepția SUA

Sursa: a) Eurostat, b) bănci centrale naționale, c) BCE, d) Comisia Europeană, e) Federal Reserve Economic Data, f) US Congressional Budget Office.

Datele statistice apărute ulterior au evidențiat continuarea creșterii ratei anuale a inflației pe ansamblul primelor 2 luni ale trimestrului III<sup>39</sup>, sub influența majorării tarifului energiei electrice, a evoluției prețurilor combustibililor și a accelerării inflației de bază<sup>40</sup>, doar parțial contrabalansată de impactul scăderii prețurilor legumelor și fructelor<sup>41</sup>. Ele au relevat și prelungirea neașteptată a trendului de accelerare a

<sup>37</sup> Concomitent, rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost menținută la 0,05 la sută, iar cea la facilitatea de creditare a fost crescută la 1,0 la sută.

<sup>38</sup> În luna aprilie, Banca Cehiei a renunțat la utilizarea cursului de schimb al monedei naționale drept instrument de politică monetară (implicând angajamentul pentru menținerea cursului de schimb peste pragul de 27 CZK/EUR).

<sup>39</sup> Rata anuală a inflației a urcat în iulie la 1,42 la sută și a înregistrat apoi o scădere mai modestă, la 1,15 la sută – nivel ușor inferior celui prognozat. În absența tuturor modificărilor de impozite indirecte, accize și taxe nefiscale, rata anuală a inflației ar fi atins în august 2,1 la sută (1,9 la sută în iunie).

<sup>40</sup> Rata anuală a CORE2 ajustat a depășit marginal așteptările, atingând în august 1,6 la sută (față de 1,42 la sută în iunie).

<sup>41</sup> În sens opus a acționat și efectul de bază al dinamicii prețurilor produselor din tutun.

creșterii economice în trimestrul II (5,9 la sută<sup>42</sup>, față de 5,7 la sută în trimestrul I), de natură să mărească mai mult decât se anticipase excedentul de cerere agregată. Creșterea economică robustă a fost alimentată și de această dată prioritar de consumul privat, în timp ce aportul exportului net a revenit în teritoriul negativ, ca urmare a decelerării mai pronunțate a dinamicii exporturilor de bunuri și servicii în raport cu cea a importurilor; pe acest fond, dar și ca efect al deteriorării balanței veniturilor primare, deficitul contului curent al balanței de plăți l-a devansat de aproape 3 ori pe cel din trimestrul I 2017 – evoluție preocupantă inclusiv din perspectiva comportamentului cursului de schimb al leului. Totodată, tendința de încordare a pieței muncii s-a accentuat în trimestrul II; variația anuală a câștigului salarial mediu brut nominal și-a prelungit avansul în iunie-iulie – consolidându-se pe un palier de două cifre, deosebit de înalt din perspectivă istorică –, iar ritmul anual de creștere a costului salarial unitar din industrie s-a mărit ușor în iulie față de media trimestrului II, în condițiile unei ușoare temperări de dinamică a productivității muncii.

Creditul acordat sectorului privat și-a accelerat dinamica în perioada iulie-august<sup>43</sup> (4,7 la sută<sup>44</sup>, față de 2,8 la sută în trimestrul II), în condițiile intensificării creșterii împrumuturilor noi, concomitent cu restrângerea operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante. Mișcarea a fost susținută și de această dată prioritar de împrumuturile societăților nefinanciare, a căror dinamică a atins vârful ultimilor 5 ani, pe fondul creșterii mai pregnante a componentelor în lei pe termen mediu și lung. Și creditele populației și-au sporit variația anuală, preponderent pe seama creșterii mai alerte a componentei pentru consum și alte scopuri (cea mai mare rată anuală de creștere din ultimii 8 ani<sup>45</sup>), în corelație cu evoluția veniturilor și consolidarea interesului pentru achiziționarea de bunuri de folosință îndelungată<sup>46</sup>; variația împrumuturilor pentru locuințe s-a majorat doar ușor, indicatorul continuând să recepteze impactul programului „Prima casă”. Evoluția creditului acordat principalelor categorii de clienți s-a corelat în mare măsură cu rezultatele ediției din august a *Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare*, care relevau așteptări de continuare a creșterii robuste a cererii de credite a societăților nefinanciare în trimestrul III, dar și o relativă redresare a cererii de împrumuturi pentru consum, aflată oarecum în contrast cu prefigurata înăsprire suplimentară a standardelor de creditare ce le sunt aplicate. Din perspectiva structurii pe monede, determinant a fost plusul de ritm acumulat de componenta în lei (14,6 la sută, față de 13,0 la sută în precedentele 3 luni), o oarecare influență provenind însă și dinspre atenuarea contracției anuale a creditului în devize<sup>47</sup>; ponderea creditului în lei a continuat totuși să crească, ajungând în luna august la 61,0 la sută.

<sup>42</sup> Potrivit datelor disponibile în timp real.

<sup>43</sup> În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

<sup>44</sup> Rata anuală de creștere în termeni nominali a atins în august 6,5 la sută – vârful ultimilor 5 ani.

<sup>45</sup> Creșterea a reflectat într-o anumită măsură împrumuturile acordate de bănci beneficiarilor schemelor de sprijin implementate de APIA.

<sup>46</sup> Conform Sondajului DG ECFIN.

<sup>47</sup> Pe baza soldurilor exprimate în euro.

Inclusiv pe acest fond, masa monetară și-a reaccelerat creșterea anuală în iulie și august (8,9, respectiv 10,4 la sută), după ce pe parcursul precedentelor 3 luni ritmul acesteia se încetinise la minimul ultimilor 2 ani (8,1 la sută în iunie)<sup>48</sup>. Expansiunea a fost alimentată și de relativa amplificare a sumelor alocate în contul fondurilor europene, inclusiv pentru agricultură, precum și a altor categorii de cheltuieli bugetare. Avansul M3 a fost susținut prioritar de reintensificarea creșterii anuale a masei monetare în sens restrâns – preponderent pe seama depozitelor ON ale societăților nefinanciare –, variația depozitelor la termen sub 2 ani redresându-se mult mai lent și menținându-se, prin urmare, în teritoriul negativ.

Evaluările realizate în acest context au reconfirmat perspectiva continuării ascensiunii ratei anuale a inflației în următoarele luni, într-un ritm chiar mai accelerat decât cel din prognoza curentă pe termen mediu<sup>49</sup>. Totodată, ele au indicat pentru semestrul II o dinamică relativ mai alertă a creșterii economice decât cea anticipată anterior, implicând o deschidere relativ mai amplă a *gap*-ului pozitiv al PIB și în acest interval. Riscuri în sens ascendent la adresa perspectivei pe termen mediu a inflației decurgeau și din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri<sup>50</sup>, din structura probabilă a cheltuielilor bugetare<sup>51</sup>, precum și din posibila majorare mai amplă a costurilor salariale ale firmelor, coroborată cu o eventuală epuizare a spațiului de îngustare a marjelor lor de profit. Acestea li se alătură o balanță relativ echilibrată a riscurilor generate de mediul extern, având ca surse, pe de o parte, potențiala accelerare peste așteptări a creșterii economice în zona euro și pe plan global în perioada următoare și, pe de altă parte, riscurile la adresa perspectivei pe termen lung a acesteia induse de politicile economice ale SUA, de tensiunile geopolitice și de *Brexit*.

În aceste condiții, în ședința din 3 octombrie 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la  $\pm 1,25$  puncte procentuale de la  $\pm 1,50$  puncte procentuale. Totodată, banca centrală a menținut neschimbate nivelul ratei dobânzii de politică monetară – de 1,75 la sută –, precum și ratele RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit. În același timp, BNR a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, adaptând-o din perspectiva evoluției poziției nete a lichidității instituțiilor de credit.

Condițiile monetare reale au rămas accentuat acomodative în primele 2 luni ale trimestrului III, în contextul creșterii ratei anuale a inflației – curente și anticipate –, concomitent cu scăderea ratei dobânzii la creditele noi și stagnarea celei la depozitele noi la termen. Spre finalul trimestrului, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au manifestat o tendință pronunțată de creștere, ce a decurs în parte din revizuirea în sens ascendent a anticipațiilor inflaționiste și consolidarea așteptărilor privind o ajustare a conduitei politicii monetare, inclusiv din perspectiva evoluțiilor de pe piața financiară internațională. Tendința a fost impulsionată ulterior de diminuarea

<sup>48</sup> Creșterea medie a M3 din iulie-august a egalat-o pe cea din trimestrul II.

<sup>49</sup> *Raportul asupra inflației* din luna august 2017.

<sup>50</sup> Date fiind caracterul *one-off* al unor acțiuni de suplimentare a veniturilor bugetare și efectele expansioniste ale noii legi a salarizării unitare, potențial atenuate însă de măsurile fiscale ce ar urma să o însoțească.

<sup>51</sup> Reflectând continuarea comprimării cheltuielilor publice destinate investițiilor publice în favoarea celor menite să stimuleze cererea de consum.

excedentului structural de lichiditate de pe piața monetară, sub impactul simultan al principalilor factori autonomi ai lichidității, importante fiind operațiunile în contul Trezoreriei statului și tranzacțiile nerezidenților pe piața financiară locală, acestea din urmă reflectând o probabilă schimbare de percepție asupra riscului asociat acestuia. Date fiind apariția unor deficite nete zilnice de lichiditate și perspectiva persistenței lor în perioada imediat următoare, BNR a furnizat lichiditate instituțiilor de credit prin intermediul operațiunilor *repo* cu alocare integrală, după o pauză de aproape 2 ani.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul zilnic al depozitelor de pe piața monetară interbancară a variat ușor în primele luni ale trimestrului III, pentru ca spre finele acestuia să înregistreze o creștere pronunțată și să se apropie de rata dobânzii de politică monetară. Cursul de schimb leu/euro și-a prelungit tendința ascendentă în prima parte a trimestrului, iar apoi s-a plafonat în proximitatea nivelului maxim al ultimilor 5 ani. Creditul acordat sectorului privat a continuat să își accelereze dinamica în perioada iunie-august 2017, contribuind, în a doua parte a intervalului, la relativa dinamizare a lichidității din economie.

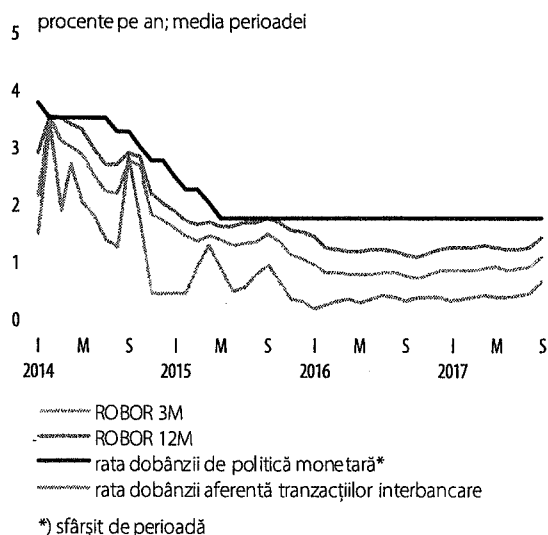
### 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a consemnat variații minore de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului III, pentru ca, la finele acestuia, să urce alert până în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară. Media sa trimestrială s-a majorat cu 0,10 puncte procentuale față de cea din intervalul aprilie-iunie, ajungând la 0,47 la sută.

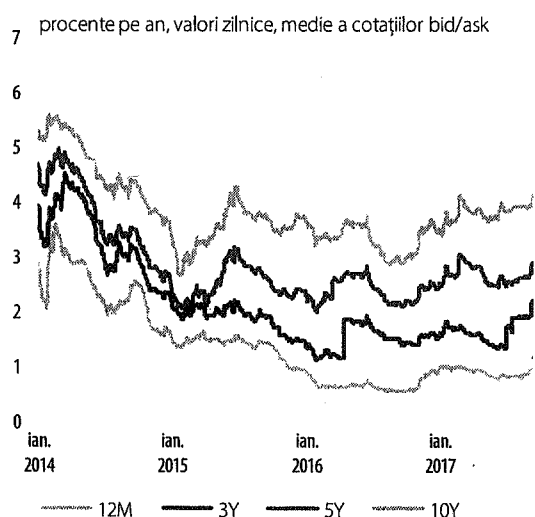
După ce în perioada iulie-august și în cea mai mare parte din septembrie s-au plasat la valori doar ușor superioare celor observate în precedentele 3 luni (aproximativ 0,4 la sută), ratele dobânzilor ON au consemnat o ajustare rapidă spre finele trimestrului, avansând până în apropierea ratei dobânzii de politică monetară. Ascensiunea s-a produs în condițiile în care tendința de diminuare a excedentului structural de lichiditate de pe piața monetară a fost accentuată în a doua parte a trimestrului de acțiunea simultană a principalilor factori autonomi ai lichidității, importantă fiind modificarea *pattern*-ului evoluției soldului contului în lei al Trezoreriei și al operațiunilor nerezidenților pe piața financiară locală. Acest context a condus la apariția unor deficite zilnice de rezerve în debutul perioadei de constituire a RMO 24 septembrie – 23 octombrie, condiții în care BNR a reluat operațiunile *repo* 1W destinate furnizării de lichiditate.

Cotațiile pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară (ROBOR 3M-12M) au receptat la rândul lor influența modificării caracterului curent/anticipat al condițiilor lichidității de pe piața monetară (Grafic 3.2). Astfel, ele și-au accentuat spre finele trimestrului tendința ascendentă imprimată, începând din prima parte a lunii august, de consolidarea anticipațiilor instituțiilor de credit privind ajustarea în perspectivă

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



apropiată a conduitei politicii monetare a BNR, în linie cu așteptările inflaționiste în creștere, dar și cu semnalele transmise de banca centrală inclusiv prin revizuirea prognozei de inflație, și cu evoluțiile de pe piața financiară internațională. Pe acest fond, cotațiile ROBOR au tins la rândul lor să se apropie de rata dobânzii de politică monetară. În consecință, media din luna septembrie a ratei ROBOR 3M s-a majorat cu 0,22 puncte procentuale față de cea consemnată în ultima lună a trimestrului II (la 1,06 la sută), iar mediile aferente termenelor de 6 luni, respectiv 12 luni, au crescut cu circa 0,20 puncte procentuale, ajungând la 1,22, respectiv 1,39 la sută<sup>52</sup>.

Sub influența acelorași factori, randamentele titlurilor de stat pe termen scurt (6-12 luni) au avut o evoluție în linii mari similară (Grafic 3.3). Cele pe termen mediu/lung (5-10 ani) s-au înscris la rândul lor în august pe o traiectorie în crescătoare – contrară tendinței urmate în august și în primele zile din septembrie de randamentele corespondente din economiile dezvoltate și din statele din regiune<sup>53</sup> – reflectând, probabil, și sporirea incertitudinilor/riscurilor asociate perspectivei politicii fiscale și a celei de venituri. Spre finele trimestrului, acestea și-au accelerat creșterea, inclusiv ca efect al recent reluatei mișcări ascendente a randamentelor de pe piețele externe<sup>54</sup>. Pe acest fond, valorile medii lunare ale cotațiilor de referință de pe piața secundară<sup>55</sup> s-au majorat în septembrie față de ultima lună a trimestrului anterior cu aproximativ 0,20 puncte procentuale de-a lungul întregului spectru de maturități<sup>56</sup>.

Pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate în cadrul ultimelor licitații efectuate în septembrie au continuat să se majoreze în raport cu cele de la finele trimestrului anterior, cu valori

<sup>52</sup> Din perspectiva valorilor aferente sfârșitului de perioadă, creșterile față de trimestrul anterior au fost cuprinse între 0,72 puncte procentuale în cazul maturității de 3 luni și 0,52 puncte procentuale în cazul celei de 12 luni.

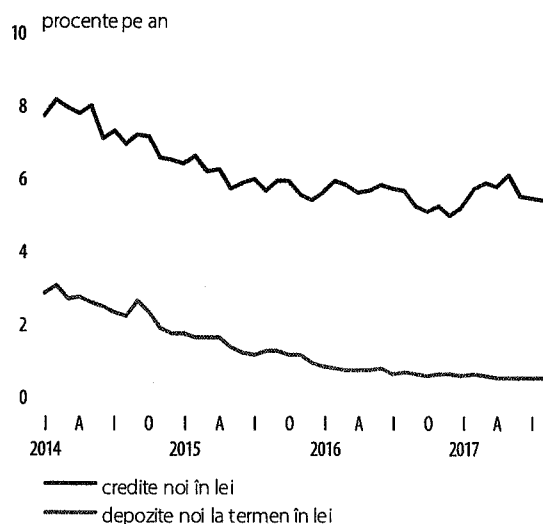
<sup>53</sup> Aceasta a fost consecința revizuirii anticipațiilor investitorilor privind conduita viitoare a politicii monetare a băncilor centrale majore (date fiind inflația redusă și incertitudinile politice din SUA, respectiv absența unei creșteri susținute a presiunilor inflaționiste în zona euro), dar și a intensificării tensiunilor geopolitice la nivel global, care a antrenat scăderea randamentelor activelor considerate *safe haven*.

<sup>54</sup> Aceasta a survenit pe fondul consolidării așteptărilor privind anunțarea în septembrie a inițierii începând din luna următoare a procesului de normalizare a bilanțului Fed, precum și al sporirii substanțiale a probabilității ca rata dobânzii Fed să fie din nou majorată în luna decembrie, așteptări confirmate de decizia/semnalele Fed din 20 septembrie.

<sup>55</sup> Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

<sup>56</sup> Din perspectiva valorilor aferente sfârșitului de perioadă, creșterile față de trimestrul anterior au fost mai accentuate în cazul segmentului scurt al curbei randamentelor (0,55 puncte procentuale pe scadența de 6 luni, față de 0,21 puncte procentuale în cazul celei de 10 ani), aceasta consemnând astfel o aplatizare.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



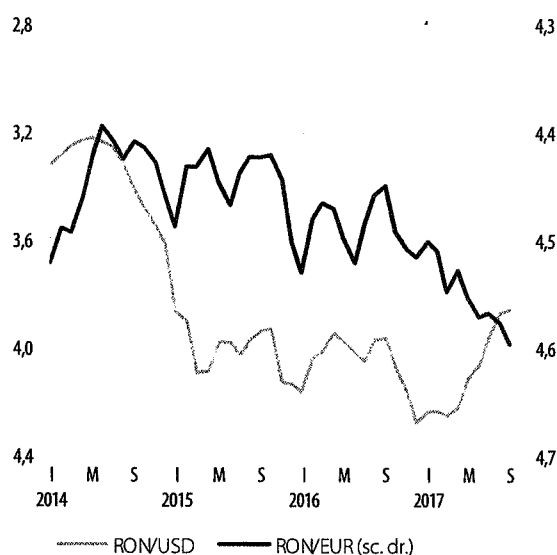
cuprinse între 0,09 puncte procentuale în cazul scadenței de 3 ani (până la 1,85 la sută) și 0,14 puncte procentuale pentru scadențele de 6 luni și 7 ani (până la 0,65, respectiv 3,36 la sută). Creșterea a fost mai pronunțată în cazul titlurilor cu maturitate reziduală de 5 ani, al căror randament a ajuns la 2,71 la sută (+0,26 puncte procentuale). Relativa scădere a interesului investitorilor pentru titlurile de stat, inclusiv al celor nerezidenți, a fost reflectată și de reducerea raportului mediu cerere/ofertă față de precedentele 3 luni – în condițiile în care acesta a scăzut în iulie, s-a redresat în august, dar a coborât din nou în septembrie –, precum și a ponderii volumului emisiunilor în valoarea anunțată (99 la sută, față de 102 la sută în trimestrul II 2017)<sup>57</sup>.

Pe ansamblul perioadei iunie-august 2017, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale clienților nebankari a fost cvasistabilă (0,51 la sută),

în condițiile în care pe segmentul societăților nefinanciare aceasta a crescut ușor (+0,07 puncte procentuale, până la 0,40 la sută), iar pe cel al populației s-a diminuat marginal (până la 0,74 la sută – un nou nivel minim al perioadei post-1990; Grafic 3.4). În schimb, rata medie a dobânzii la creditele noi a scăzut cu 0,66 puncte procentuale (la 5,39 la sută), pe seama declinului înregistrat atât pe sectorul societăților nefinanciare (-0,24 puncte procentuale, la 3,78 la sută) și regăsit la nivelul împrumuturilor noi de valoare mică (sub echivalentul a 1 milion de euro), cât și pe cel al populației (-0,60 puncte procentuale, până la 6,63 la sută); cel din urmă a reflectat cu precădere

scăderea greutății relative a creditelor noi pentru consum, ratele medii ale dobânzilor aferente principalelor categorii de împrumuturi înregistrând diminuări semnificativ mai mici.

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a continuat să manifeste o tendință generală de creștere în primele 2 luni ale trimestrului III, iar în septembrie a rămas cvasistabil la valori apropiate de vârful ultimilor 5 ani. Comportamentul său, parțial decorelat de cel al ratelor de schimb ale principalelor monede din regiune, a reflectat cu precădere modificarea de percepție a investitorilor asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale, dar și fluctuațiile apetitului global pentru risc (Grafic 3.5).

<sup>57</sup> MFP a respins parțial ofertele prezentate în cadrul ultimei licitații de titluri de stat din septembrie cu maturitate reziduală de aproximativ 5 ani.

Raportul leu/euro a consemnat o nouă creștere rapidă în primele zile ale lunii iulie. Ascensiunea – opusă evoluției ratelor de schimb ale celorlalte monede din regiune – s-a produs în contextul anunțării și discutării în spațiul public a unor noi măsuri și inițiative legislative în sfera taxării și impozitării, de natură să afecteze percepția de risc a investitorilor. Mișcarea s-a corectat în a doua decadă a lunii, rata de schimb rămânând apoi stabilă până la finele acesteia, în condițiile unei creșteri a apetitului global pentru risc, pe fondul revizuirii așteptărilor investitorilor, privind ritmul întăririi politicii monetare de către băncile centrale majore, ca urmare a semnalelor transmise și deciziilor adoptate în această lună de către BCE și Fed. În raport cu dolarul SUA, leul a consemnat însă o apreciere semnificativă, dată fiind prelungirea tendinței relativ alerte de întărire a monedei euro față de dolarul SUA, care s-a amorsat la finele lunii anterioare<sup>58</sup>.

Cursul de schimb leu/euro s-a reînscris la începutul lunii august și s-a menținut pe parcursul acesteia pe o traiectorie ascendentă relativ accentuată. Mișcarea s-a sincronizat doar în prima parte a perioadei cu cea a ratelor de schimb ale celorlalte monede din regiune, fiind antrenată de deteriorarea apetitului global pentru risc, sub impactul escaladării tensiunilor din zona Peninsulei Coreene și al creșterii incertitudinii privind politicile economice ale SUA. Ulterior, ea a reflectat îngrijorarea crescută a investitorilor financiari legată de perspectiva conduitei politicii fiscale și de natura

măsurilor fiscale corective avansate și discutate inclusiv în contextul preconizatei rectificări bugetare, dar și de accentuarea trendului de înrăutățire a soldului balanței bunurilor și serviciilor și a celui al contului curent<sup>59,60</sup>.

Raportul leu/euro a urcat și apoi s-a plafonat în septembrie pe un palier aflat în proximitatea nivelului maxim al ultimilor 5 ani, inclusiv în condițiile în care consolidarea așteptărilor investitorilor privind inițierea în scurt timp a procesului de normalizare a bilanțului Fed, precum și efectuarea unei noi majorări a ratei dobânzii în luna decembrie au redus atractivitatea plasamentelor pe piețele financiare emergente. Influențele au fost receptate și de monedele din regiune, care au consemnat în ultima lună a trimestrului III depreciere relativ accentuate.

Pe piața valutară interbancară toate acestea s-au concretizat într-o readâncire progresivă în teritoriul

negativ a soldului tranzacțiilor nerezidenților în august și septembrie, după ce în prima lună a trimestrului III el înregistrase o relativă diminuare (Tabel 3.1). Evoluția a fost doar

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

|                                       | 8 luni 2016               |                            |        | 8 luni 2017               |                            |        |
|---------------------------------------|---------------------------|----------------------------|--------|---------------------------|----------------------------|--------|
|                                       | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net    | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net    |
| Contul financiar                      | 5 694                     | 3 635                      | 2 060  | 4 435                     | 5 095                      | -661   |
| Investiții directe                    | 596                       | 3 634                      | -3 038 | 89                        | 2 599                      | -2 510 |
| Investiții de portofoliu              | 183                       | 525                        | -343   | 497                       | 2 192                      | -1 695 |
| Derivate financiare                   | x                         | x                          | .20    | x                         | x                          | -42    |
| Alte investiții - numerar și depozite | 3 786                     | -525                       | 4 312  | 2 199                     | 305                        | 1 895  |
| - împrumuturi                         | 2 629                     | -2 158                     | 4 787  | 1 506                     | -949                       | 2 455  |
| - altele                              | 120                       | -915                       | 1 035  | 63                        | -444                       | 506    |
| Active de rezervă                     | 1 037                     | 2 548                      | -1 510 | 630                       | 1 698                      | -1 066 |
|                                       | 1 109                     | 0                          | 1 109  | 1 687                     | 0                          | 1 687  |

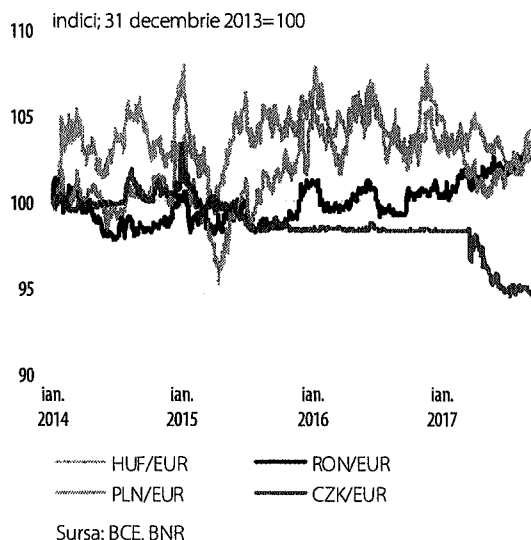
\*) „+” creștere/„-” scădere

<sup>58</sup> Ca reacție la discursul președintelui Draghi în cadrul forumului BCE de la Sintra.

<sup>59</sup> Conform datelor publicate la jumătatea lunii august, soldul negativ al balanței bunurilor și serviciilor a crescut la 1,5 miliarde euro în primul semestru (de la 0,4 miliarde euro în perioada similară a anului trecut), iar deficitul contului curent al balanței de plăți s-a amplificat la 2,7 miliarde euro (de la 2 miliarde euro în primul semestru din 2016).

<sup>60</sup> Aceste informații le-au cvasianulat, ca influență, pe cele privind evoluția peste așteptări a economiei în trimestrul II relevată de noile date statistice (creșterea PIB – estimare semnal și avansul susținut al producției industriale în luna iunie).

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



parțial contrabalansată de creșterea ofertei nete de valută a rezidenților, condiții în care, pe ansamblul perioadei, deficitul total al pieței s-a situat deasupra celui din trimestrul anterior și pe un palier ridicat din perspectiva ultimilor ani.

Pe ansamblul trimestrului III, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,6 la sută în termeni nominali<sup>61</sup> și s-a apreciat cu 0,04 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 5,5 la sută în termeni nominali și cu 6,1 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut abrupt în raport cu euro<sup>62</sup> (Grafic 3.6). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul și-a majorat deprecierea nominală față de euro și a consemnat prima apreciere în termeni nominali din ultimele 5 trimestre față de dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Masa monetară (M3) a continuat să își reducă ritmul anual de creștere în luna iunie, pentru ca în lunile următoare acesta să se accelereze, pe fondul amplificării în termeni relativi a sumelor alocate beneficiarilor de fonduri europene, inclusiv pentru agricultură, dar și al creșterii mai alerte a cheltuielilor bugetare cu personalul, cu asistența socială, precum și cu achizițiile de bunuri și servicii (în iulie; Tabel 3.2); rata sa medie de creștere din perioada iunie-august<sup>63</sup> a fost, totuși, inferioară celei din precedentele 3 luni (9,1 la sută, față de 11,0 la sută).

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

|                                          | variație procentuală în termeni reali |      |      |      |      |      |
|------------------------------------------|---------------------------------------|------|------|------|------|------|
|                                          | 2016                                  |      |      | 2017 |      |      |
|                                          | III                                   | IV   | I    | II   | iul. | aug. |
|                                          | ritm mediu al trimestrului            |      |      |      |      |      |
| M3                                       | 13,3                                  | 11,8 | 10,3 | 9,7  | 8,9  | 10,4 |
| M1                                       | 26,4                                  | 24,7 | 21,2 | 20,0 | 19,1 | 21,1 |
| Numerar în circulație                    | 19,2                                  | 18,3 | 17,3 | 16,4 | 14,2 | 16,0 |
| Depozite overnight                       | 30,1                                  | 27,9 | 23,1 | 21,6 | 21,4 | 23,4 |
| Depozite la termen cu scadența sub 2 ani | 0,5                                   | -1,5 | -1,6 | -2,2 | -3,6 | -2,5 |

Sursa: INS, BNR

Din perspectiva componentelor M3, schimbarea de traiectorie a fost în principal consecința reintensificării creșterii anuale a masei monetare în sens restrâns, inițial doar pe seama depozitelor ON ale populației și societăților nefinanciare, iar mai apoi și pe seama impulsului dat de dinamizarea numerarului în circulație<sup>64</sup>. O influență similară ca sens, dar de mai

mică amplitudine, a exercitat în iulie-august și sporirea ratei de creștere a depozitelor la termen sub 2 ani, care s-a menținut, însă, în teritoriul negativ. În acest context, M1 a

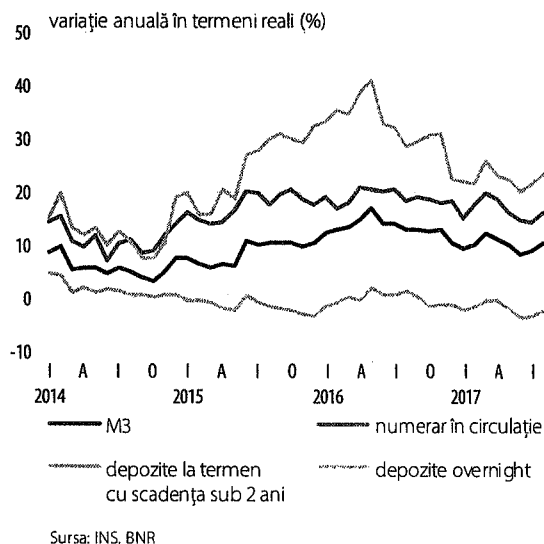
<sup>61</sup> În același interval, forintul s-a depreciat cu 0,03 la sută, iar zlotul cu 1,4 la sută; în schimb, coroana cehă s-a apreciat cu 1,7 la sută.

<sup>62</sup> O evoluție opusă celei a dolarului american a avut prețul unciei de aur, care a crescut în același interval cu 4,4 la sută.

<sup>63</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2017.

<sup>64</sup> Amplitudinea creșterii numerarului în circulație a fost superioară celei implicate de *pattern*-ul sezonier, iar ponderea acestui indicator în M3 a atins maximum perioadei post-ianuarie 1996.

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



continuat să își consolideze ponderea în masa monetară, nivelul atins în iulie, de 60,2 la sută, reprezentând un nou record post-decembrie 1994 (Grafic 3.7).

*Pattern-ul* dinamicii anuale a masei monetare a fost replicat și de componenta depozitelor totale, scăderea din iunie a variației lor anuale fiind succedată de o redresare, indusă mai ales de segmentul societăților nefinanciare, ale cărui plasamente au fost alimentate de sumele în contul fondurilor europene (în special a celor pentru agricultură)<sup>65</sup>, precum și de încasările sporite din vânzările de bunuri și servicii<sup>66</sup>; efecte opuse, mai puțin intense însă, au decurs din creșterea sumelor virate la bugetul de stat în contul unor categorii de taxe/impozite<sup>67</sup>, precum și a celor distribuite acționarilor sub formă de dividende. Și în cazul populației, dinamica anuală a depozitelor totale

incluse în M3 s-a reamplificat începând cu luna iulie, dar mai lent, pe fondul creșterii salariilor în administrația publică<sup>68</sup>, a pensiilor<sup>69</sup> și a altor categorii de venituri (inclusiv dividende și sume primite în contul subvențiilor din fonduri europene).

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, creșterea de ritm anual din ultimele 2 luni ale intervalului a fost determinată cu precădere de majorarea dinamicii creditului acordat sectorului privat, căruia i s-au alăturat, în iulie, diminuarea variației depozitelor administrației publice centrale și, în august, accelerarea ratei de creștere a creditului acordat sectorului public; efecte opuse ca sens au generat evoluția în termeni anuali a activelor externe nete ale sistemului bancar și cea a pasivelor pe termen lung<sup>70</sup>.

### Creditul acordat sectorului privat

În perioada iunie-august 2017, creditul acordat sectorului privat a continuat să își accelereze dinamica<sup>71</sup> (4,2 la sută, maximul ultimului an, față de 2,7 la sută în precedentele 3 luni; Grafic 3.8), pe fondul intensificării creșterii anuale a fluxului de credite noi și al reducerii față de perioada similară a anului anterior a volumului de împrumuturi neperformante externalizate din bilanțul instituțiilor de credit.

<sup>65</sup> Conform datelor privind execuția bugetului consolidat, ritmul de creștere anuală a cheltuielilor totale pentru proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile s-a accelerat. Totodată, conform comunicatelor de presă ale APIA, s-au plătit sumele aferente schemei de sprijin cuplat în sectorul vegetal pentru Campania 2016 și ajutorul pentru crescătorii de animale aferent lunii mai 2017 (întocmirea și menținerea registrelor genealogice și serviciile de determinare a calității genetice a raselor de animale). Defalcarea pe categorii de destinații a acestor sume nu este posibilă.

<sup>66</sup> Rata de creștere anuală a cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul (exclusiv autovehicule și motocicletele) s-a amplificat în iulie și august.

<sup>67</sup> Conform datelor privind execuția bugetului consolidat.

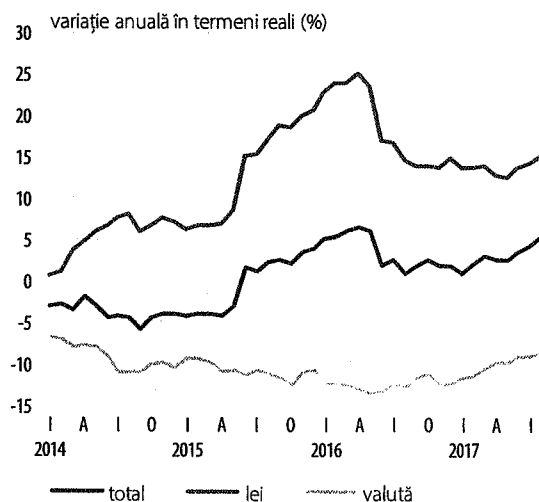
<sup>68</sup> Legile nr. 115, 153, 137 și nr. 152 din 2017.

<sup>69</sup> OUG nr. 2/2017.

<sup>70</sup> Poziția include conturile de capital.

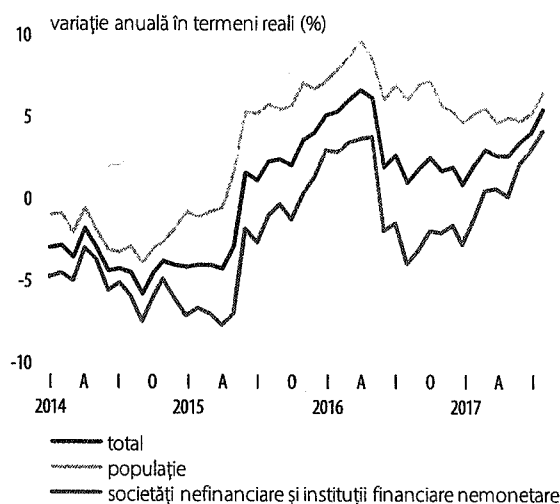
<sup>71</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2017.

**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

Din perspectiva structurii pe monede, evoluția a fost susținută de prelungirea trendului ascendent al dinamicii componentei în lei și, în mai mică măsură, de atenuarea variației negative a componentei în valută; ponderea împrumuturilor în lei în total a continuat să se majoreze (61,0 la sută în august, nou record post-1996).

Din perspectiva structurii pe categorii de clienți, plusul de ritm a provenit mai ales dinspre împrumuturile acordate societăților nefinanciare, a căror dinamică s-a majorat continuu și a reintrat în teritoriul pozitiv după o pauză de 1 an. Avansul s-a localizat mai ales la nivelul creditelor în lei pe termen scurt și lung și a fost antrenat de reamplificarea în termeni relativi a fluxului de credite noi<sup>72</sup> – o revigorare mai evidentă a cererii de credite<sup>73</sup> producându-se, cel mai probabil, în sectorul agriculturii și în cel al serviciilor –, concomitent cu scăderea volumului creditelor neperformante externalizate din bilanțul instituțiilor de credit. O evoluție crescătoare a avut și variația creditului în valută (exprimat în euro) acordat societăților nefinanciare, sub influența relativei dinamizări a componentei pe termen scurt.

Și creditul acordat populației a înregistrat o creștere de dinamică, dar mai puțin amplă, datorată preponderent componentei în lei<sup>74</sup> (Grafic 3.9). Determinant în acest caz a fost avansul mai rapid al creditului pentru consum și alte scopuri, în condițiile sporirii mai alerte a volumului creditelor noi, inclusiv pe seama celor acordate fermierilor<sup>75</sup>, precum și ale menținerii la un nivel înalt din perspectivă istorică a dinamicii împrumuturilor acordate prin intermediul cardurilor. În schimb, viteza de creștere a creditelor pentru locuințe în lei a continuat să încetinească, impactul amplificării relative a volumului de credite

noi – reflectând în principal caracteristicile derulării programului „Prima casă”<sup>76</sup> –, fiind devansat de cel al probabilei sporiri a volumului rambursărilor de datorie.

<sup>72</sup> Inclusiv a celor reinnoibile automat.

<sup>73</sup> Relevată de ediția din luna august a *Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare*.

<sup>74</sup> Evoluția de la nivelul populației a fost influențată în mai mare măsură de efectele statistice ale creșterii ratei anuale a inflației și respectiv ale modificării cursurilor de schimb, ce au acționat în sensuri opuse de-a lungul perioadei.

<sup>75</sup> Credite acordate beneficiarilor de subvenții din cadrul Campaniei 2017 gestionate de APIA.

<sup>76</sup> Conform Comunicatului de presă al MFP, în luna iunie a fost alocată ultima tranșă din plafonul de garanții pe anul 2017.

## 4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată să atingă 2,7 la sută la sfârșitul anului 2017, 3,2 la sută la finele anului 2018 și 3,1 la sută la orizontul prognozei (trimestrul III 2019). Traectoria ratei anuale a inflației va fi marcată de un salt semnificativ la începutul anului 2018 – care o va plasa peste limita superioară a intervalului țintei – pe fondul epuizării efectelor de runda întâi ale modificărilor operate la nivelul impozitelor indirecte și al taxelor nefiscale la începutul anului 2017, al evoluției anticipate a componentelor exogene sferei de acțiune a politicii monetare, dar și al acumulării de presiuni inflaționiste asociate mediului intern, la nivelul inflației de bază. Începând cu ultimul trimestru al anului viitor, după reîntrirea în intervalul țintei, rata anuală a inflației IPC se va poziționa în jumătatea superioară a acestuia. Temperarea previzionată a ritmului de creștere va fi rezultatul exclusiv al dinamicii componentelor de inflație exogene, în timp ce rata anuală a inflației de bază este de așteptat a continua să recepteze acumularea de presiuni inflaționiste asociate mediului intern. Pe de o parte, acestea sunt generate de amplificarea anticipată a excedentului de cerere agregată, în contextul conduitei prociclice a politicii fiscale, al avansului venitului disponibil al gospodăriilor populației, al caracterului stimulat, deși în diminuare, al condițiilor monetare reale și, în acest context, de creșterea treptată a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, care se vor menține până la orizontul proiecției în interiorul intervalului țintei. Pe de altă parte, ele sunt temperate de creșterea importanței factorilor externi în explicarea dinamicii prețurilor de consum, tracțiunea inflaționistă a acestora fiind mai puțin accentuată comparativ cu cea provenind din partea determinantilor interni. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi echilibrată relativ la traiectoria descrisă în scenariul de bază, în contextul influențelor cu impact potențial de sens opus asociate surselor de risc localizate în mediul intern și cel extern.

### 1. Scenariul de bază

#### 1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România) este consistent cu ipoteza menținerii revigorării cererii externe. Dinamicile anuale ale indicatorului sunt anticipate a se plasa peste valorile prognozate anterior, în special pentru anul 2017 (Tabel 4.1). Cererea internă este în continuare susținută de configurația acomodativă<sup>77</sup> a politicii monetare a BCE, precum și de persistența îmbunătățirii condițiilor de pe

<sup>77</sup> În ședința din 26 octombrie 2017 BCE a decis continuarea programului de cumpărare de active în volum de 60 miliarde euro lunar până la finalul lunii decembrie a.c., urmând ca în perioada ianuarie-septembrie 2018 volumul lunar să fie redus la nivelul de 30 miliarde euro. Ulterior măsura va fi prelungită dacă se va considera necesar.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

|                                                                | valori medii anuale |      |
|----------------------------------------------------------------|---------------------|------|
|                                                                | 2017                | 2018 |
| Creșterea economică în UE efectiv (%)                          | 2,4                 | 2,1  |
| Inflația anuală din zona euro (%)                              | 1,5                 | 1,3  |
| Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%) | 1,2                 | 1,2  |
| Inflația anuală IPC SUA (%)                                    | 2,0                 | 1,8  |
| Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)                       | -0,3                | -0,3 |
| Cursul de schimb dolar SUA/euro                                | 1,13                | 1,19 |
| Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)                     | 53,8                | 58,9 |

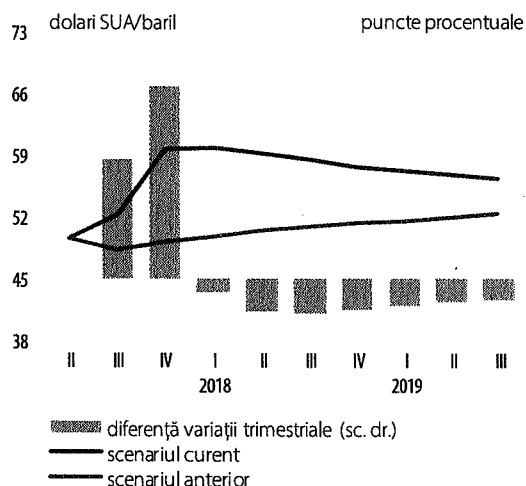
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și cotații futures

piața forței de muncă, în timp ce exporturile beneficiază de impulsul stimulat al creșterii economice a principalilor parteneri comerciali, în pofida unei aprecieri recente a monedei europene. Pe fondul creșterii economice peste așteptări din perioadele recente, *gap*-ul PIB UE efectiv este anticipat a înregistra valori pozitive încă din anul curent, urmând a-și continua treptat deschiderea pe parcursul intervalului de proiecție.

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată a se plasa la nivelul de 1,5 la sută în 2017 și 1,3 la sută în 2018, valori revizuite marginal descendent comparativ cu *Raportul* anterior, situate

în continuare sub nivelul reper de 2 la sută vizat de definiția BCE a stabilității prețurilor. Pentru anul curent evoluția este determinată în principal de dinamica anticipată a prețului petrolului, urmând ca ulterior, sub impulsul creșterilor costurilor salariale induse de ameliorarea persistentă a condițiilor de pe piața muncii, inflația de bază să devină principalul factor contribuitor. Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice<sup>78</sup> este proiectată pe o traiectorie stabilă pe parcursul intervalului de proiecție. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată a înregistra valori situate peste cele așteptate pentru zona euro și ușor superioare nivelului reper de 2 la sută pe parcursul anului 2019.

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



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

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a se menține la valori negative pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză, reflectând caracterul acomodativ al politicii monetare a BCE.

Cursul de schimb EUR/USD este proiectat pe o traiectorie cvasistabilă pe întreg intervalul de prognoză.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și anticipează o traiectorie în ușoară scădere pe intervalul de prognoză, atingând 56,4 USD/baril la finele acestuia. Valorile proiectate se plasează peste cele din runda anterioară de prognoză în contextul unor creșteri alerte ale prețului petrolului înregistrate în trimestrul III și previzionate pentru trimestrul IV a.c., pe fondul pagubelor produse de uragane, al tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu și al unei reduceri a

stocurilor de petrol la nivel mondial (Grafic 4.1). Evoluția viitoare a prețului petrolului

<sup>78</sup> Măsura de inflație ce exclude componenta energie prezintă o relevanță mai mare pentru evoluția ratei inflației interne CORE2 ajustat decât indicele agregat, prin corespondența de structură mai apropiată, fiind mai bine corelată cu inflația de bază internă și având o capacitate superioară de predicție a acesteia. Componenta de energie din coșul IAPC corespunzător zonei euro are o evoluție strâns legată de cea a prețului internațional al petrolului, aceasta din urmă inducând variații semnificative în ultimii ani la nivelul ratei anuale a inflației IAPC totale.

este în continuare marcată de incertitudini, reflectate în revizuirile traiectoriilor implicite de pe piețele *futures* din rundele succesive de prognoză, și este condiționată atât de factori de natura ofertei – reduceri de producție ale țărilor membre OPEC în contextul înțelegerilor care au avut loc anterior vizând orizontul martie 2018 și al unei posibile prelungiri a acordului în urma întâlnirii care va avea loc la sfârșitul lunii noiembrie a.c. –, cât și de factori de natura cererii – pe fondul unei creșteri a acesteia la nivel mondial, cu precădere din partea Chinei, în vederea constituirii de rezerve strategice pentru situații de urgență.

## 1.2. Perspectivele inflației

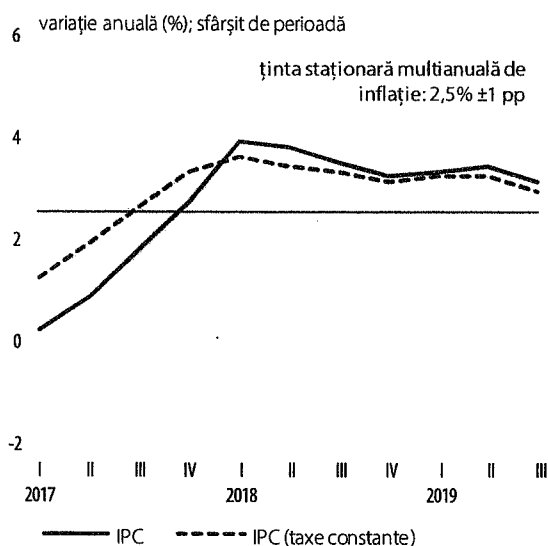
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va atinge 2,7 la sută și 3,2 la sută la finele anilor 2017 și, respectiv, 2018. La orizontul

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

|                          | variație anuală (%); sfârșit de perioadă |     |      |     |      |     |     |     |
|--------------------------|------------------------------------------|-----|------|-----|------|-----|-----|-----|
|                          | 2017                                     |     | 2018 |     | 2019 |     |     |     |
|                          | T4                                       | T1  | T2   | T3  | T4   | T1  | T2  | T3  |
| Țintă (valoare centrală) | 2,5                                      | 2,5 | 2,5  | 2,5 | 2,5  | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| Proiecție IPC            | 2,7                                      | 3,9 | 3,8  | 3,5 | 3,2  | 3,3 | 3,4 | 3,1 |
| Proiecție IPC*           | 3,3                                      | 3,6 | 3,4  | 3,3 | 3,1  | 3,2 | 3,2 | 2,9 |

\*) calculat la taxe constante

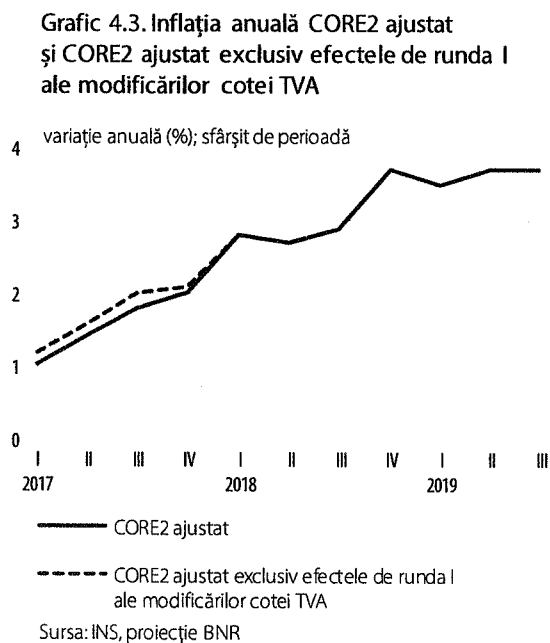
**Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației**



proiecției, trimestrul III 2019, rata prognozată este de 3,1 la sută (Tabel 4.2). Aceste valori se află în interiorul intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual al țintei staționare de 2,5 la sută (Grafic 4.2). Traectoria ratei anuale a inflației este determinată în principal de acumularea unor presiuni inflaționiste asociate mediului intern la nivelul inflației de bază, precum și de temperarea anticipată a ritmului de creștere a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare începând din a doua parte a anului viitor. Acestor factori li se adaugă 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, calculată la taxe constante, este proiectată la 3,3 la sută la sfârșitul anului curent, 3,1 la sută la finele celui viitor și la 2,9 la sută în trimestrul III 2019, valori situate în intervalul țintei, în jumătatea superioară a acestuia.

Față de *Raportul* din august, rata anuală proiectată a inflației IPC este revizuită ascendent cu 0,8 puncte procentuale la finele anului 2017, pe fondul proiectării unor contribuții mai ridicate ale prețurilor administrate, ale celor ale combustibililor și ale celor ale produselor din tutun, atenuate de aportul mai redus provenind din partea indicelui CORE2 ajustat și a prețurilor LFO. Pentru sfârșitul anului 2018, valoarea indicatorului este relativ similară celei din *Raportul* precedent, în

condițiile proiectării unor dinamici anuale mai reduse ale indicelui CORE2 ajustat și ale prețurilor combustibililor contrabalansate de preconizarea unor creșteri mai însemnate ale prețurilor administrate.



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

|                | variație anuală (%); sfârșit de perioadă |     |      |     |     |      |     |     |
|----------------|------------------------------------------|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|
|                | 2017                                     |     | 2018 |     |     | 2019 |     |     |
|                | T4                                       | T1  | T2   | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  |
| CORE2 ajustat  | 2,0                                      | 2,8 | 2,7  | 2,9 | 3,7 | 3,5  | 3,7 | 3,7 |
| CORE2 ajustat* | 2,1                                      | 2,8 | 2,7  | 2,9 | 3,7 | 3,5  | 3,7 | 3,7 |

\*) exclusiv efectul de runda I al modificării cotei TVA

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat se va înscrie pe o traiectorie ascendentă pe parcursul intervalului de prognoză, atingând 2,0 la sută la sfârșitul anului 2017 și 3,7 la sută atât la finele anului 2018, cât și la orizontul proiecției. Plasarea ratei inflației de bază peste limita superioară a intervalului țintei începând cu sfârșitul anului 2018 este de așteptat a se produce ca efect al acumulării presiunilor inflaționiste asociate determinantilor fundamentali interni ai acesteia (Grafic 4.3). Această evoluție este preconizată în ciuda menținerii influențelor favorabile provenind din partea dinamicii prețurilor bunurilor din import, care au stat la baza evidențelor privind diminuarea în perioadele recente a intensității relației existente între inflație și *gap*-ul PIB. Presiunile inflaționiste asociate mediului intern sunt generate de amplificarea excedentului de cerere format în economie, atât pe fondul conduitei prociclice a politicii fiscale și al avansului venitului disponibil al gospodăriilor populației, cât și al unor condiții monetare reale stimulative, deși în reducere pe parcursul intervalului de prognoză și, în acest context, de revenirea și menținerea până la orizontul proiecției în intervalul țintei a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici. Acestor factori fundamentali li se adaugă și creșterea anticipată a costurilor de producție ale firmelor, în principal pe fondul preconizării menținerii presiunilor ample din partea majorărilor salariale. Presiuni inflaționiste semnificativ mai reduse ca

amplare celor asociate mediului intern și proiectate pe o traiectorie relativ stabilă provin din partea evoluției anticipate a prețurilor bunurilor din import exprimate în lei. Epuizarea, la începutul anului 2018, a efectului statistic de runda întâi al reducerii cotei standard a TVA de la 1 ianuarie 2017 va contribui cu aproximativ 0,15 puncte procentuale la rata anuală a inflației de bază (Tabel 4.3).

Față de *Raportul* precedent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 0,4 puncte procentuale pentru finele anului curent și cu 0,3 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor. Anticiparea creșterii ratei inflației de bază într-un ritm mai puțin alert survine ca urmare a continuării procesului de implementare în cadrul modelului de prognoză a evidențelor privind creșterea relativă a importanței factorilor externi în detrimentul celor interni în explicarea dinamicii prețurilor de consum domestice<sup>79</sup>, în condițiile în care cei dintâi exercită un impact inflaționist semnificativ mai redus ca amploare comparativ cu cei din urmă.

<sup>79</sup> În runda de prognoză din mai 2017 a fost operată o modificare în acest sens în cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM), având ca efect reducerea sensibilității ratei inflației de bază la *gap*-ul PIB (pentru detalii a se vedea Caseta 2. Relația dintre nivelul activității economice și inflație din *Raportul asupra inflației*, mai 2017). Evidențele empirice au indicat continuarea și în perioadele ulterioare a reducerii intensității acestei relații. În urma analizelor, s-a conturat și diminuarea impactului anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, îndeosebi pe seama componentei adaptive (inerțiale) a acesteia, simultan unei creșteri a importanței prețurilor de import în explicarea dinamicii indicelui CORE2 ajustat.

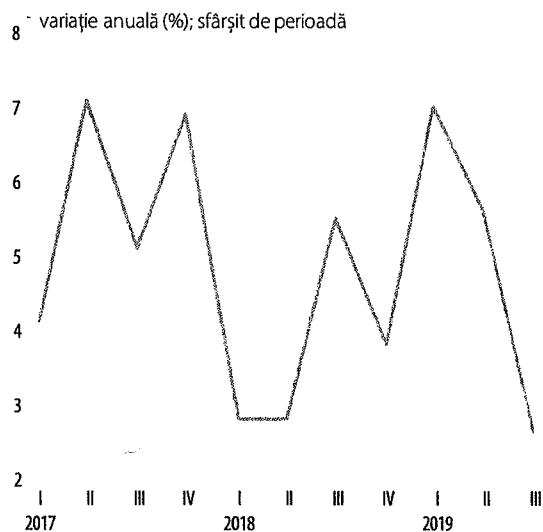
Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\*

|                                        | puncte procentuale |      |
|----------------------------------------|--------------------|------|
|                                        | 2017               | 2018 |
| Prețuri administrate                   | 0,5                | 0,6  |
| Combustibili                           | 0,3                | 0,1  |
| Prețuri LFO                            | 0,4                | 0,2  |
| CORE2 ajustat                          | 1,2                | 2,2  |
| Produse din tutun și băuturi alcoolice | 0,3                | 0,1  |

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

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

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) vor înregistra o dinamică anuală de 6,9 la sută la finele anului curent, valoare revizuită descendent cu 1,7 puncte procentuale cu precădere pe fondul unei temperări a dinamicii cotațiilor produselor agricole, în contextul unui an agricol bun la nivel global. Pentru finele anului viitor aceasta este prognozată a înregistra valoarea de 3,8 la sută, fiind reevaluată doar marginal în sens descendent cu 0,2 puncte procentuale, urmând ca la orizontul proiecției să se plaseze la nivelul de 2,6 la sută (Grafic 4.4). Dinamica acestora din intervalul de prognoză reflectă adoptarea ipotezei înregistrării unei producții agricole favorabile pe plan intern în anul curent și a unor normale în 2018 și 2019.

Scenariul exogen privind prețurile administrate prevede creșteri de 2,8 la sută, de 3,0 la sută și de 2,5 la sută la sfârșitul anului curent, al celui viitor și,

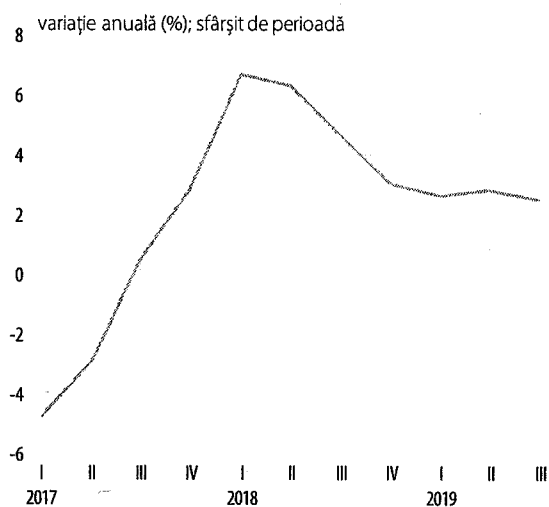
respectiv, la orizontul proiecției (Grafic 4.5). Comparativ cu runda anterioară de prognoză valorile au fost revizuite în sens ascendent cu 2,0 puncte procentuale și cu 0,7 puncte procentuale pentru finalul anului curent și al celui viitor. Traectoria prognozată este afectată de eliminarea unor taxe nefiscale în luna februarie 2017, de creșterea recentă a tarifelor de tip componentă de piață concurențială<sup>80</sup> (acestea intrând în calculul tarifelor la energia electrică), de ipoteza de finalizare a procesului de liberalizare a prețului energiei electrice la finele anului curent și de majorările anticipate ale prețului gazelor naturale în perioadele următoare.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este preconizată să atingă 3,2 la sută la finele anului curent, nivel revizuit ascendent cu 7,7 puncte procentuale, 1,2 la sută la finele celui viitor, valoare reevaluată descendent cu 0,7 puncte procentuale, și 1,8 la sută la orizontul proiecției (Grafic 4.6). Traectoria componente este afectată

<sup>80</sup> În urma ședinței din data de 26 septembrie a.c. Comitetul de reglementare al ANRE a decis majorarea tarifelor de tip componentă de piață concurențială cu 0,03 lei/kWh. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatul ANRE din data de 26 septembrie 2017, disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-26-09-2017-avizare-tarife-cpc-trimestrul-iv>.

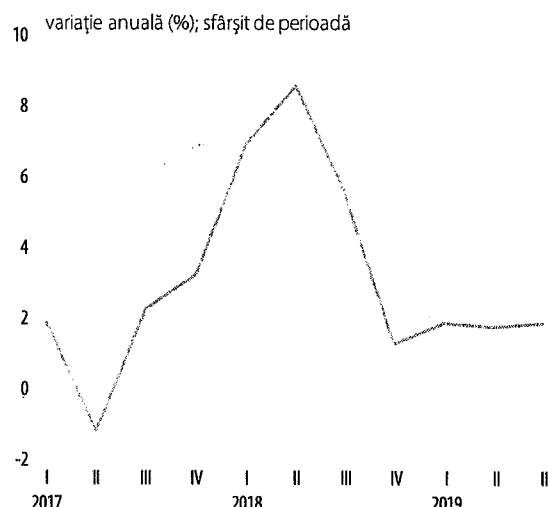
de eliminarea supraaccize la carburanți și reducerea cotei standard a TVA de la 20 la sută la 19 la sută (ambele măsuri fiind adoptate în luna ianuarie 2017 și evaluate a fi contribuit cu -0,4 puncte procentuale la rata anuală a inflației IPC), precum și de creșterea accizelor în două etape, la 15 septembrie și 1 octombrie a.c., anunțată după finalizarea proiecției aferente runde din august (evaluată a avea un impact de +0,3 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației IPC). La revizuirea ascendentă a componentei din prima parte a intervalului de proiecție contribuie și dinamica mai alertă a prețului petrolului înregistrată în trimestrul III și anticipată pentru trimestrul IV a.c.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



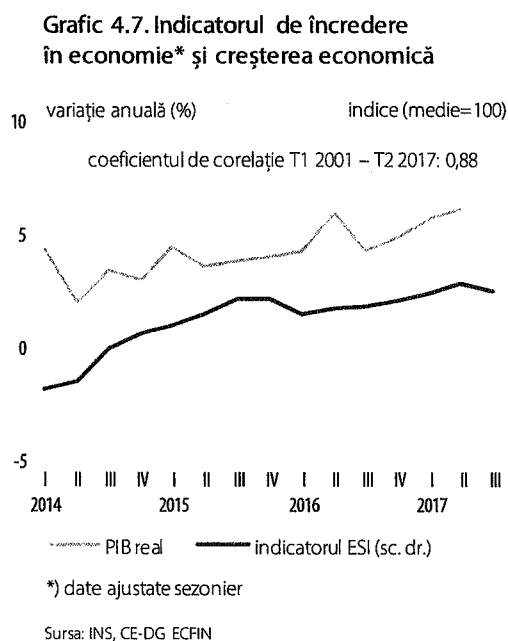
Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de proiecție privind prețurile produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice prevede dinamici anuale de 3,6 la sută, de 0,9 la sută și de 2,3 la sfârșitul anului curent, al celui viitor și, respectiv, la orizontul proiecției. Traectoria acestora este marcată de reducerea cotei standard a TVA din luna ianuarie 2017 și de creșterile nivelului accizelor specifice la nivelul lunilor aprilie și iulie 2017, precum și de cele anticipate pentru aprilie 2018 și 2019 pe baza legislației în vigoare privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse. Comparativ cu runda anterioară de prognoză, dinamica anuală este mai ridicată cu 1,2 puncte procentuale pentru anul curent, revizuirea survenind pe fondul evoluțiilor recente, iar pentru finele anului viitor aceasta se plasează la valori similare.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>81</sup>

#### Deviația PIB

În trimestrul II 2017, PIB real a crescut cu 1,7 la sută<sup>82</sup> față de cel anterior și cu 6,1 la sută față de cel corespunzător din anul precedent. Pentru ultimele două trimestre din anul 2017, PIB real este anticipat a crește într-un ritm trimestrial<sup>83</sup> atenuat față de



evoluția din prima jumătate a anului. Proгноza pe termen scurt este susținută de semnale în general pozitive provenind din partea indicatorilor cu frecvență lunară (din setul cărora se remarcă volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul exclusiv auto-moto sau indicatorul de încredere în economie – Grafic 4.7, în contrapondere însă cu evoluția modestă a producției industriale)<sup>83</sup>. În acest context, creșterea trimestrială a PIB va continua să fie susținută de cererea internă, în timp ce contribuția exporturilor nete de bunuri și servicii va 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 este ușor pozitivă, în principal pe seama creșterii trendului populației ocupate (creșterea ratei de activitate a populației în

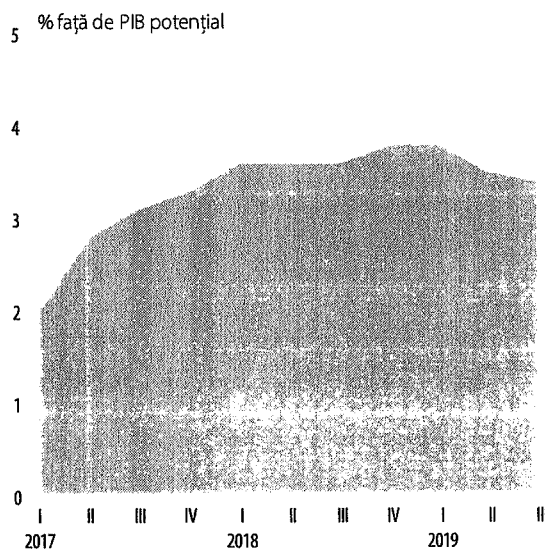
vârstă de muncă și tendința descendentă a șomajului BIM sunt superioare declinului demografic multianual), ca rezultat al tendinței de majorare a numărului de angajați din economie în contextul evoluțiilor recente și a perspectivelor pozitive privind activitatea economică. Acumularea stocului de capital este anticipată a beneficia, pe parcursul intervalului vizat, de pe urma evoluțiilor favorabile de la începutul anului ale formării brute de capital fix (FBCF), preconizate a continua. Dinamica pozitivă a trendului productivității totale a factorilor (TFP) este asociată efectelor creșterilor anuale recente și persistente ale activității economice, însoțite de avansuri ale productivității muncii. În sens favorabil acționează și perspectivele privind îmbunătățirea absorbției fondurilor europene structurale și de investiții. Efecte adverse, pe termen lung, asupra trendului TFP sunt exercitate de nivelul relativ redus al investițiilor în infrastructură, cu impact persistent inclusiv asupra mobilității capitalului și a forței de muncă, sau de alocarea încă modestă de resurse pentru reducerea decalajelor față de media UE privind gradul de inovare în economie.

<sup>81</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

<sup>82</sup> Comunicatul INS nr. 256 din 10 octombrie 2017.

<sup>83</sup> Comparativ cu media trimestrului II 2017, în perioada iulie-august 2017, volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul exclusiv auto-moto a crescut cu 4,4 la sută, iar producția industrială a scăzut cu 0,2 la sută. Deși indicatorul de încredere în economie s-a redus în trimestrul III 2017 față de trimestrul anterior cu 0,6 puncte, acesta se poziționează în continuare peste media istorică.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: calcule BNR pe baza datelor INS

Evaluările recente indică trecerea în teritoriul pozitiv a deviației PIB încă de pe parcursul anului 2016, cu tendință de accentuare. Caseta 5 prezintă o serie de evidențe coroborative privind gradul de supraîncălzire a economiei. Deviația pozitivă a PIB este proiectată a se amplifica până la sfârșitul anului 2018 (Grafic 4.8), evidențiind creșterea presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate<sup>84</sup>. Accentuarea excesului de cerere este determinată de: (i) evoluția venitului disponibil în termeni reali, susținută de impactul măsurilor care vizează politica veniturilor, și de (ii) avansul în teritoriul pozitiv al *gap*-ului cererii externe, în timp ce componenta discreționară a politicii fiscale și condițiile monetare reale în sens larg exercită un impact stimulator în reducere. Efectul ultimilor doi factori menționați predomină în 2019 asupra celor dintâi, determinând temperarea excesului de cerere. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna august, magnitudinea deviației PIB

este mai amplă atât pentru anul curent, cât și pentru cel următor. Principala sursă a modificării ascendente este reprezentată de subestimarea dinamicii PIB real în trimestrul II 2017, la care se adaugă revizuirea favorabilă, pe întregul interval de prognoză, a efectelor activității economice a principalilor parteneri comerciali<sup>85</sup>; în timp ce impactul componentei discreționare a conduitei politicii fiscale și de venituri (i.e. impulsul fiscal) este proiectat a fi mai atenuat. Din perspectiva componentelor cererii agregate, deschiderea *gap*-ului PIB este proiectată a se realiza în principal pe seama accentuării celui al consumului și, într-o mai mică măsură, a celui al FBCF. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor de bunuri și servicii sunt evaluate la valori pozitive, însă contribuția netă a acestora la deviația PIB este negativă. Evaluarea *gap*-urilor PIB și a componentelor acestuia 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 seria istorică ajustată sezonier a FBCF).

Raportat la valoarea înregistrată în 2016, creșterea PIB din anul 2017 va cunoaște o accelerare de ritm și, ulterior, o temperare în 2018, pe fondul diminuării efectului componentei discreționare a politicii fiscale (i.e. impulsul fiscal). Creșterea economică va fi în continuare bazată pe cererea internă, îndeosebi pe contribuțiile consumului privat și, într-o mai mică măsură, ale FBCF. Avansul absorbției interne este proiectat a alimenta creșterea importurilor de bunuri și servicii la valori superioare celor ale exporturilor și, deși evoluția acestora din urmă este așteptată a fi una extrem de favorabilă, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este prognozată să înregistreze valori negative, însă în diminuare.

<sup>84</sup> 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.

<sup>85</sup> Revizuirea se datorează perspectivelor mai favorabile pentru anul curent privind creșterea economică în majoritatea statelor europene. Aportul principal provine din partea statelor din zona euro (Germania, Italia, Olanda și Austria fiind principalii contribuitoari), la care se adaugă cel aferent partenerilor non-euro (dintre care se remarcă Republica Cehă, Polonia și Suedia).

### Caseta 5. Evidențe coroborative privind gradul de supraîncălzire a economiei

Supraîncălzirea reprezintă situația în care cererea agregată pe termen scurt este superioară ofertei agregate pe termen lung. Altfel spus, dacă ne referim la întreaga economie, deviația PIB de la nivelul potențial este pozitivă, excesul de cerere astfel determinat exercitând, *ceteris paribus*, presiuni inflaționiste. Concomitent, supraîncălzirea presupune înregistrarea unor dezechilibre în majoritatea sectoarelor economiei. În cadrul acestei casete este prezentată o analiză statistică coroborativă<sup>86</sup> celor efectuate cu ajutorul modelelor macroeconomice utilizate în cadrul BNR privind poziționarea ciclică curentă a economiei. Potrivit acestora din urmă, la acest moment există semnale de supraîncălzire a economiei românești.

Evaluarea coroborativă este realizată pe baza unui portofoliu de variabile relevante. Intensitatea semnalelor este stabilită în funcție de poziționarea valorii semnal a fiecărei variabile față de un set de repere, utilizând următoarea clasificare: (i) lipsa semnalelor din partea indicatorului, în situația poziționării valorii semnal sub valoarea medie istorică; (ii) semnale moderate din partea indicatorului, în cazul poziționării acestuia între valoarea medie și cea a primului reper; (iii) semnale ridicate din partea indicatorului, în cazul plasării acestuia între cele două valori reper; (iv) semnale accentuate, în cazul plasării indicatorului peste valoarea celui de-al doilea reper. Valoarea semnal este calculată ca medie a celor mai recente 4 valori trimestriale disponibile<sup>87</sup>, iar cele două repere sunt obținute prin adăugarea a 0,5 și, respectiv, 1,5 deviații standard la valoarea medie istorică<sup>88</sup>. În acest fel, este reprezentată o distribuție de probabilitate a fiecărui indicator, având ca puncte de referință valoarea medie istorică și, respectiv, cele două valori reper, poziționate în cazul majorității variabilelor la dreapta mediei istorice. Pentru rata șomajului, deficitul de cont curent, deficitul balanței bunurilor, prima de risc și procentul firmelor care menționează insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în industrie, respectiv, servicii, reperele sunt simetrice, fiind calculate la stânga valorii mediei istorice. În cazul deviațiilor de la țintă ale inflațiilor IPC și CORE2 ajustat, excluzând efectele de runda întâi ale modificărilor cotei TVA, reperele au fost fixate la +1, respectiv +2 puncte procentuale. Pentru deficitul bugetului general consolidat, primul reper a fost stabilit la 3 la sută, valoare de referință aferentă criteriului de convergență nominală privind sustenabilitatea finanțelor publice, instituit prin Tratatul de la Maastricht.

Tabelul A prezintă evoluția în timp a intensității semnalelor de supraîncălzire. Evaluarea curentă reflectă intensificarea semnalelor provenite din partea deviației PIB, a producției industriale, a numărului firmelor care menționează insuficiența forței de muncă ca factor ce limitează producția în sectorul serviciilor și a indicatorului agregat al activității economice<sup>89</sup>. În același timp, se remarcă

<sup>86</sup> Metodologia utilizată este similară celei implementate de FMI în cadrul *World Economic Outlook* (aprilie 2013). Un set amplu de indicatori este monitorizat și în tabloul de bord pentru supravegherea dezechilibrelor macroeconomice – *Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard*, MIP – construit și actualizat de către CE.

<sup>87</sup> Pentru variabilele exprimate ca pondere în PIB nominal (valori cumulate pe 4 trimestre), valoarea semnal este cea mai recentă valoare disponibilă.

<sup>88</sup> Pentru majoritatea variabilelor, media istorică este calculată pe intervalul T3 2005 – T2 2017, suprapus regimului de țintire a inflației. Prețurile proprietăților rezidențiale și creditele noi sunt însă disponibile pentru o perioadă mai scurtă.

<sup>89</sup> Surprinde informațiile privind componentele ciclice ale unor variabile macroeconomice printre care numărul de salariați din economie, producția industrială sau salariul net real.

densitatea semnalelor moderate sau ridicate privind supraîncălzirea economiei, provenind din următoarele sectoare: piața muncii (în particular, gradul de tensionare, salariul brut în sectorul public), economia reală (producția industrială, prețurile proprietăților rezidențiale<sup>90</sup>, indicatorul de încredere în economie, procentul firmelor care menționează insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în industrie și, respectiv, în servicii<sup>91</sup>) și politica fiscală. În paralel, noul minim istoric înregistrat de rata șomajului (conform definiției BIM) reflectă tensionarea condițiilor pe piața forței de muncă și, implicit, semnale de supraîncălzire.

Tabel A. Evoluția semnalelor aferente indicatorilor de supraîncălzire a economiei

| Indicator                                                                                        | 2016 |    |    | 2017 |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|----|------|----|
|                                                                                                  | T2   | T3 | T4 | T1   | T2 |
| Deviația PIB (% PIB potențial, evaluare BNR)                                                     |      |    |    |      |    |
| Deviația de la țintă a ratei inflației anuale IPC netă de efectul TVA (pp)                       |      |    |    |      |    |
| Deviația de la țintă a ratei inflației CORE2 ajustat netă de efectul TVA (pp)                    |      |    |    |      |    |
| PIB (% variație trimestrială, real)                                                              |      |    |    |      |    |
| Producția industrială (% variație trimestrială, real)                                            |      |    |    |      |    |
| Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie (%)                                |      |    |    |      |    |
| Cifra de afaceri, comerțul cu amănuntul excl. auto-moto (% variație trimestrială, real)          |      |    |    |      |    |
| Construcții de clădiri (% variație trimestrială, real)                                           |      |    |    |      |    |
| <b>Economia reală</b>                                                                            |      |    |    |      |    |
| Prețurile proprietăților rezidențiale (% variație trimestrială)                                  |      |    |    |      |    |
| Indicatorul de încredere în economie – ESI (puncte)                                              |      |    |    |      |    |
| % firmelor ce indică insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în industrie (puncte) |      |    |    |      |    |
| % firmelor ce indică insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în servicii (puncte)  |      |    |    |      |    |
| % firmelor ce indică insuficiența muncii ca factor ce limitează producția în industrie (puncte)  |      |    |    |      |    |
| % firmelor ce indică insuficiența muncii ca factor ce limitează producția în servicii (puncte)   |      |    |    |      |    |
| Gradul de tensionare a pieței muncii                                                             |      |    |    |      |    |
| <b>Piața forței de muncă</b>                                                                     |      |    |    |      |    |
| Rata șomajului BIM (%)                                                                           |      |    |    |      |    |
| Salariul brut, sector privat (% variație trimestrială, real)                                     |      |    |    |      |    |
| Salariul brut, sector public (% variație trimestrială, real)                                     |      |    |    |      |    |
| Costurile salariale unitare din industrie (variație trimestrială, nominal)                       |      |    |    |      |    |
| <b>Politica fiscală</b>                                                                          |      |    |    |      |    |
| Deficitul bugetului general consolidat (% în PIB nominal)                                        |      |    |    |      |    |
| Impulsul fiscal (evaluare BNR)                                                                   |      |    |    |      |    |
| Stocul creditului privat (% în PIB nominal)                                                      |      |    |    |      |    |
| Credite noi de consum, gospodării populație (% în PIB nominal)                                   |      |    |    |      |    |
| <b>Sectorul financiar</b>                                                                        |      |    |    |      |    |
| Credite noi ipotecare, gospodării populație (% în PIB nominal)                                   |      |    |    |      |    |
| Credite noi societăți nefinanciare (% în PIB nominal)                                            |      |    |    |      |    |
| Indicele bursier BET (% variație trimestrială)                                                   |      |    |    |      |    |
| Gradul de risc (OAS) (puncte de bază)                                                            |      |    |    |      |    |
| <b>Poziția externă</b>                                                                           |      |    |    |      |    |
| Deficitul contului curent (% în PIB nominal)                                                     |      |    |    |      |    |
| Deficitul balanței bunurilor (% în PIB nominal)                                                  |      |    |    |      |    |
| Soldul contului financiar (% în PIB nominal, „+” întrări)                                        |      |    |    |      |    |
| <b>Indicatori agregati</b>                                                                       |      |    |    |      |    |
| Indicatorul agregat al activității economice (evaluare BNR)                                      |      |    |    |      |    |
| Indicele condițiilor de afaceri (evaluare BNR)                                                   |      |    |    |      |    |

nu există semnale   
 semnale moderate   
 semnale ridicate   
 semnale accentuate

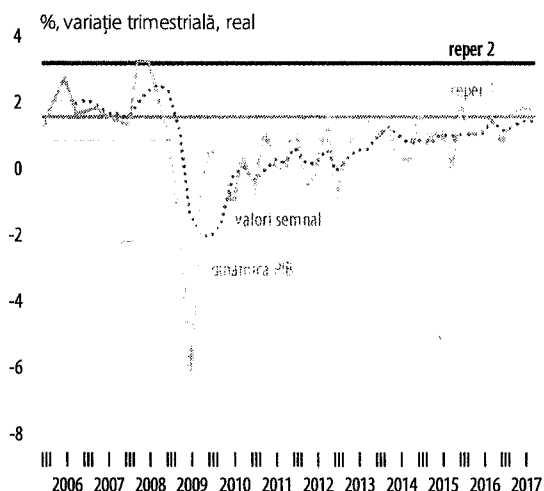
<sup>90</sup> În T2 2017, prețurile proprietăților rezidențiale au înregistrat o creștere trimestrială de 4,9 la sută (maximul din perioada postcriză).

<sup>91</sup> În ultimii 2 ani, se observă, pentru sectoarele industrie și servicii, diminuarea ponderii firmelor care au raportat insuficiența cererii printre factorii care limitează producția.

Evaluările obținute cu ajutorul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu al BNR semnalează o tendință de supraîncălzire a economiei, reflectată de evoluția *gap*-ului PIB. Încă de pe parcursul anului 2016 deviația PIB este estimată a se fi plasat în teritoriul pozitiv, fiind ulterior în curs de accentuare. În aceste condiții, în trimestrul II 2017 valoarea semnal se poziționează ușor peste valoarea primului reper.

În ultimele trimestre (T3 2016 – T2 2017), deviația de la țintă a ratei anuale a inflației IPC și cea a inflației CORE2 ajustat, excluzând efectele directe ale modificărilor cotei TVA, au fost negative (-1,7<sup>92</sup> și, respectiv, -1,2 puncte procentuale), inferioare valorilor medii istorice ale acestora. Inflația de bază netă de modificarea cotei TVA a avut o tendință descendentă în ultimii ani, reflectând evoluția prețurilor externe, anticipațiile privind inflația ale agenților economici, dar și *gap*-ul negativ al PIB (până în anul 2016). Deviația de la țintă a acestora s-a menținut negativă în ultimele trimestre ale anului 2016, dar și la începutul anului curent, chiar în condițiile unui exces de cerere incipient, dar în majorare graduală<sup>93</sup>.

Grafic A. Poziționarea valorii semnal a dinamicii trimestriale a PIB față de repere



Sursa: INS, calcule BNR

Pe ansamblul anului 2016 dinamica PIB real s-a plasat la 4,8 la sută, cel mai înalt nivel din perioada postcriză, iar în trimestrele I și II 2017 și-a continuat creșterea alertă (evoluții trimestriale de 1,8 la sută și, respectiv, 1,7 la sută). Valoarea semnal a dinamicii PIB real încă indică un grad moderat de supraîncălzire, poziționându-se peste valoarea medie istorică, însă cu doar 0,1 puncte procentuale sub primul reper (Grafic A).

În ceea ce privește piața muncii, se evidențiază o tendință de supraîncălzire la nivelul tuturor indicatorilor analizați. Noul minim istoric atins de rata șomajului BIM în trimestrul II 2017 transmite un semnal accentuat, iar gradul de tensionare a pieței muncii indică unul ridicat. Salariile brute (atât din sectorul privat, dar mai ales din cel public) au înregistrat în ultimele perioade o medie a ritmurilor trimestriale de creștere peste cea istorică, având

potențialul de a amplifica ecartul salarii-productivitate și, implicit, de a genera presiuni inflaționiste.

Tendința de consolidare fiscală inițiată după criza financiară globală a fost inversată în anul 2016, deficitul bugetului general consolidat atingând nivelul de 3 la sută. Poziționarea valorii semnal aferente indicatorului menționat, coroborată cu cea a

<sup>92</sup> O poziționare similară a înregistrat în ultimele 4 trimestre și deviația de la țintă a ratei anuale a inflației IPC recalculate la taxe constante (-1,5 puncte procentuale).

<sup>93</sup> Diminuarea intensității relației existente între inflație și deviația pozitivă a PIB reprezintă unul dintre factorii explicativi ai evoluției menționate. Pentru detalii, a se consulta Caseta 2. Relația dintre nivelul activității economice și inflație din *Raportul asupra inflației*, mai 2017.

impulsului fiscal<sup>94</sup>, indică o contribuție importantă a politicii fiscale la augmentarea gradului de supraîncălzire a economiei.

Evoluția indicatorilor financiari oferă, de regulă, un semnal anticipativ (engl. *leading*) cu privire la conturarea unor dezechilibre la nivelul economiei reale, putând amplifica substanțial ciclul economic. Pe parcursul anilor 2015 și 2016, volumul creditelor noi a manifestat o tendință de creștere, îndeosebi pe fondul segmentului ipotecar (programul „Prima casă”). În cazul creditelor pentru consum, ponderea fluxului anual de credite în PIB se poziționează în trimestrul II 2017 în apropierea mediei istorice. În schimb, ponderea în PIB a creditelor noi acordate companiilor nefinanciare, ulterior scăderii postcriză consemnate până în anul 2012, se menține la niveluri relativ constante și reduse. Percepția gradului de risc asociat investițiilor în economia românească (aproximat prin cotațiile OAS), corelată negativ cu dinamica activității economice, poate augmenta, în condițiile situării în ultimele trimestre la niveluri scăzute relativ la media istorică, exuberanța agenților economici și implicit gradul de supraîncălzire a economiei.

Variabilele aferente poziției externe (i.e. deficitul balanței bunurilor, deficitul de cont curent și soldul contului financiar, exprimate ca pondere în PIB) nu conferă la acest moment indicii privind supraîncălzirea economiei. Valorile semnal se situează mult sub cele medii istorice, acestea din urmă fiind însă influențate de dezechilibrele majore acumulate în perioada precriză. Totuși, accentuarea deficitului de cont curent pe seama majorării celui bugetar și a accelerării consumului are potențialul de a periclita echilibrele macroeconomice, chiar dacă în prezent structura de finanțare (asigurată preponderent din fluxuri negenerative de datorie externă, în principal investiții străine directe, componenta participații la capital, și fonduri structurale și de investiții) diferă considerabil față de cea corespunzătoare fazei anterioare de expansiune a economiei.

Evaluarea creșterii economice și a poziției ciclice a economiei pe baza *gap*-ului PIB poate fi coroborată cu o serie de indicatori agregați. Poziționarea indicelui condițiilor de afaceri<sup>95</sup> din ultimele perioade la valori pozitive, superioare primului reper, contribuie la dinamizarea activității economice și, implicit, la accentuarea excesului de cerere. De asemenea, indicatorul agregat al activității economice se poziționează peste valoarea primului reper și sugerează amplificarea excesului de cerere din economie.

### Referințe

Banca Națională a României – *Raportul asupra inflației*, mai 2017

Comisia Europeană – *Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances*, 2011

Fondul Monetar Internațional – *World Economic Outlook*, 2013

Smădu A., Stanciu I., Tănase A. – „Construirea unui indicator agregat al condițiilor de afaceri pentru România”, Banca Națională a României, *Caiete de studii* nr. 43, 2016

<sup>94</sup> Acesta cuantifică impactul măsurilor discreționare de politică fiscală asupra economiei. În condițiile unui *gap* pozitiv al PIB în trimestrul II 2017, caracterul politicii fiscale este evaluat a fi prociclic.

<sup>95</sup> Pentru detalii, a se consulta Smădu *et al.* (2016).

### Componentele cererii agregate

În trimestrul II 2017, consumul final efectiv și-a continuat expansiunea în termeni trimestriali, însă într-un ritm atenuat (3 la sută față de 4,3 la sută în trimestrul anterior)<sup>96</sup>. Pentru trimestrele III și IV 2017, prognoza indică decelerarea dinamicii componentei, însă menținerea acesteia la valori pozitive. Ca factori de potențare, se remarcă evoluția salariului mediu net în economie și a creditelor noi destinate consumului, care în perioada iulie-august, comparativ cu mediă trimestrului II, au crescut în termeni reali cu 1,9 la sută și, respectiv, 3 la sută. În paralel, pe parcursul trimestrului III, majoritatea subcomponentelor indicatorului de încredere a consumatorilor (șomaj, situație economică de ansamblu și evoluția economisirii) au înregistrat evoluții nefavorabile comparativ cu 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 proiectată reflectă evoluția prognozată în încetinire a venitului disponibil real al gospodăriilor populației, măsurile de creștere a veniturilor în sectorul public, precum și majorările salariale așteptate a se produce pe seama continuării tensionării pieței muncii, fiind parțial atenuate de dinamica anticipată a ratei anuale a inflației IPC pe întregul interval de prognoză.

Dinamica trimestrială a FBCF s-a menținut pozitivă și în trimestrul II 2017, valorile înregistrate cunoscând o atenuare față de trimestrul anterior (3,4 la sută față de 4,2 la sută). Prognoza privind creșterea FBCF în următoarele 2 trimestre are la bază dinamica pozitivă ale producției industriale a bunurilor de capital și, respectiv, volumului construcțiilor (în perioada iulie-august, comparativ cu media trimestrului II 2017, ritmurile înregistrate de indicatorii menționați au fost de 4,8 la sută și, respectiv, de 1,4 la sută).

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 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), perspectivele de majorare a fluxului de investiții directe (în contextul prognozelor favorabile privind activitatea economică internă și cea din principalele state de proveniență<sup>97</sup>), dar și îmbunătățirea anticipată a atragerilor de fonduri structurale și de investiții. Evoluția fluxurilor de investiții ar putea fi însă afectată de factori conjuncturali, precum reducerea semnificativă (conform rectificării bugetare) a cheltuielilor de investiții prevăzute pentru anul curent (comparativ cu planificarea inițială), sau de unii fundamentali, precum calitatea precară a infrastructurii sau disponibilitatea redusă a forței de muncă calificate.

În trimestrul II al anului curent, exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 1,8 la sută față de cel anterior. Prognoza pentru următoarele două trimestre indică

<sup>96</sup> Pentru detalii privind factorii care au determinat evoluția componentelor PIB în trimestrul II 2017, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

<sup>97</sup> 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.

plasarea ritmului trimestrial de creștere la valori pozitive, pe fondul perspectivelor continuării revigorării cererii externe<sup>98</sup>.

Pentru restul intervalului de prognoză, continuarea avansului exporturilor de bunuri și servicii va reflecta, pe de o parte, așteptările de îmbunătățire a cererii externe, pe fondul evoluțiilor favorabile ale principalilor parteneri comerciali, 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 pe parcursul intervalului de prognoză). În pofida perspectivelor de continuare a revigorării cererii externe efective, pentru anii următori se așteaptă o temperare a dinamicii exporturilor, în contextul presiunilor pe competitivitatea prin preț a produselor autohtone generate de ascensiunea costurilor unitare cu forța de muncă, dar și al unui cumul de caracteristici structurale trenante ale economiei<sup>99</sup>.

Creșterile manifestate de absorbția internă și de exporturi au condus la majorarea semnificativă a importurilor de bunuri și servicii și în trimestrul II 2017 (+2,8 la sută față de trimestrul anterior). Pentru intervalul de proiecție, se anticipează menținerea creșterii importurilor de bunuri și servicii la valori superioare celor aferente exporturilor, pe fondul continuării avansului cererii interne. În aceste condiții, exportul net este anticipat a avea o contribuție negativă, în diminuare, la creșterea PIB pe întregul interval de prognoză.

În trimestrul II 2017, deficitul contului curent al balanței de plăți<sup>100</sup> și-a continuat tendința de adâncire, în principal pe seama accentuării celui al balanței comerciale (valori cumulate pe 4 trimestre). Pe parcursul intervalului de prognoză, deficitul de cont curent este anticipat a continua să se majoreze, reflectând în principal dinamica importurilor de bunuri și servicii, susținută de avansul cererii interne, și poziționându-se, pe termen mediu, la valori ușor superioare nivelului de 3 la sută din PIB. În același timp, în pofida diminuării în perioadele recente a gradului de acoperire a deficitului de cont curent prin fluxuri de capital stabile și negeneratoare de datorie externă – investițiile străine directe, componenta participației la capital și transferurile de capital, asociate atragerilor de fonduri structurale și de investiții de la UE –, proporția acestora este anticipată a rămâne supraunitară, însă în diminuare 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 periclită echilibrele macroeconomice, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești, în condițiile în care evoluția contului curent din România este divergentă față de cea înregistrată în celelalte economii emergente din regiune.

<sup>98</sup> Pentru detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

<sup>99</sup> În anul 2017 se remarcă deteriorarea poziției României în clasamentul construit pe baza *Global Competitiveness Index* al *World Economic Forum* (de pe poziția 62/138 în anul 2016, pe poziția 68/137), în condițiile obținerii unui scor similar celui precedent. Caracteristicile trenante se referă la calitatea instituțiilor și a infrastructurii, dezvoltarea pieței financiare sau gradul de inovare și sofisticare a proceselor de producție.

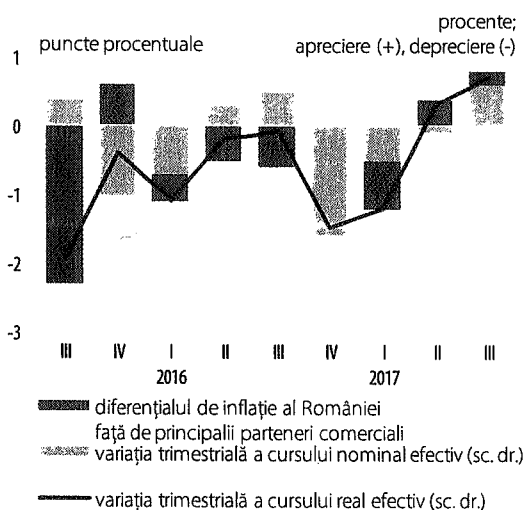
<sup>100</sup> În trimestrul II 2017, ponderea deficitului de cont curent al balanței de plăți în PIB a fost de 2,5 la sută (cumulat pe 4 trimestre), comparativ cu 2,4 la sută în trimestrul I și, respectiv, 2,1 la sută în 2016.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>101</sup> al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici<sup>102</sup>.

Rata nominală medie a dobânzii în lei la creditele noi este anticipată a se reduce în trimestrul III 2017, urmând să înregistreze o creștere în trimestrul IV 2017. În cazul depozitelor noi la termen, rata nominală medie a dobânzii este evaluată a crește atât în trimestrul III, cât și în trimestrul IV 2017. În termeni reali însă, ratele dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen sunt anticipate a se reduce în trimestrele III și IV 2017, pe fondul creșterii mai rapide a anticipațiilor de inflație față de valorile nominale. Astfel, cumulat, în trimestrele menționate, ratele reale ajustate ale dobânzilor continuă să transmită un impuls stimulat, 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 III 2017, moneda națională a înregistrat o apreciere în termeni nominali efectivi, pe seama evoluției față de dolarul SUA, în timp ce față de euro aceasta s-a depreciat. În același interval, în termeni reali efectivi, moneda națională este evaluată în apreciere (Grafic 4.9), evoluție determinată atât de dinamica în termeni nominali efectivi, cât și de inflația internă mai mare comparativ cu cea a partenerilor comerciali. În acest context, cursul de schimb real efectiv este estimat a transmite în continuare un impuls stimulat, prin intermediul canalului exporturilor nete, asupra activității economice din perioadele viitoare, în reducere însă.

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

semnificativ negativ, însă în reducere). Prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread*<sup>103</sup> (OAS), și-a continuat tendința ușor descendentă în trimestrul III 2017. Perspectivile pe termen mediu ale primei de risc sunt influențate de o gamă largă de factori interni, dar și de factori cu acțiune globală, acest aspect reflectând gradul sporit de incertitudine aferent evoluției acestei variabile.

<sup>101</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

<sup>102</sup> Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei relativ la cele în valută.

<sup>103</sup> Relevanța cotațiilor *credit default swap* (CDS) a scăzut în perioadele recente, pe fondul reducerii lichidității pieței.

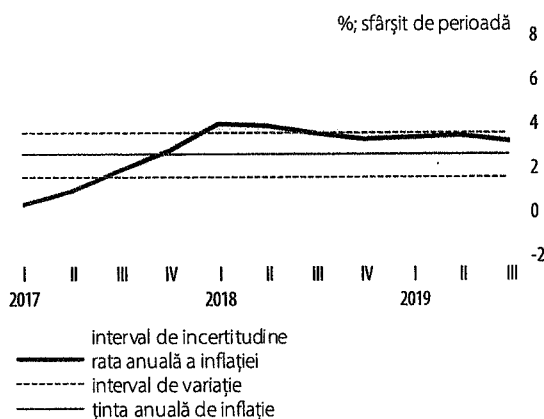
În ansamblu, în trimestrele III și IV 2017, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a exercita un efect stimulator (pe fondul tuturor componentelor) la adresa cererii agregate din trimestrele următoare. Impactul este însă în diminuare, reducerile contribuțiilor stimulative ale subevaluării în termeni reali a leului și ale celei aferente efectului de avuție și bilanț fiind compensate parțial de creșterea estimată a impactului stimulator al ratelor reale ale dobânzilor, pe fondul creșterii anticipațiilor inflaționiste.

Pe parcursul intervalului de prognoză, condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a continua să exercite un efect stimulator asupra activității economice, menținându-și însă tendința de diminuare pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție. Contribuții pozitive sunt asociate tuturor subcomponentelor în prima parte a intervalului de prognoză, în timp ce pe parcursul anului 2019 supraevaluarea cursului de schimb real efectiv este anticipată a avea un impact restrictiv asupra activității economice prin canalul exporturilor nete, în contextul poziționării inflației interne la valori mai mari comparativ cu cea a partenerilor comerciali. Conduita politicii monetare a BNR este configurată în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și păstrarea unui cadru macroeconomic stabil.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi una relativ echilibrată. În actuala conjunctură continuă să prezinte relevanță conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor, apreciate ca având potențialul de a genera presiuni inflaționiste suplimentare, în timp ce influențe de sens contrar sunt asociate modificării coordonatelor mediului extern (Grafic 4.10).

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



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Pe plan intern persistă incertitudini privind implementarea consecventă a unui mix adecvat de politici macroeconomice și accelerarea reformelor structurale necesare menținerii macrostabilității și asigurării unei creșteri economice durabile și sustenabile. În cadrul acestui mix, rămâne preocupantă conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor privind îndeosebi forma finală în care vor fi aplicate măsurile incluse în Programul de guvernare și impactul lor asupra proiecției macroeconomice. În plus față de prevederile Legii-cadru nr. 153/2017 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice, implementarea de noi măsuri vizând sfera taxării și a impozitării și/sau realizarea de majorări suplimentare ale cheltuielilor salariale și sociale sunt de natură să conducă în timp la o creștere mai amplă a excedentului

de cerere agregată și, implicit, a presiunilor inflaționiste asociate. Acestea sunt anticipate a fi potențate de cele aferente dinamicii costurilor salariale ale firmelor din

sectorul privat, pe de-o parte, pe fondul efectelor de demonstrație ale majorărilor salariale din sectorul public, iar pe de altă parte, al persistenței tensionării pieței muncii, inclusiv în contextul accentuării gradului de necorelare a competențelor cu nevoile pieței muncii. Continuarea acomodării expansiunii consumului într-o măsură din ce în ce mai mare pe seama importurilor de bunuri comparativ cu cele provenind din producția internă, cu efecte adverse asupra echilibrului extern, ar putea conduce la reevaluări ale gradului de risc asociat de investitorii străini plasamentelor financiare în economia internă, cu consecințe asupra fluxurilor de capital stabile adresate economiei românești. În plus, în măsura în care adoptarea de măsuri fiscale corective pentru încadrarea deficitului bugetar în țintele propuse ar viza preponderent comprimarea cheltuielilor destinate investițiilor publice, există riscul afectării potențialului de creștere a economiei, inclusiv în condițiile întârzierilor deja constatate în absorbția fondurilor europene structurale și de investiții.

Într-o asemenea conjunctură, o creștere economică durabilă și sustenabilă, fără prejudicierea obiectivului privind stabilitatea prețurilor, este condiționată cu precădere de accelerarea implementării reformelor structurale, dar și de necesitatea reechilibrării și creșterii consistenței mixului de politici macroeconomice. Aceasta din urmă presupune o conduită a politicii fiscal-bugetare de natură a nu periclita stabilitatea externă și a permite consolidarea progreselor realizate în perioada postcriză în materie de eliminare a dezechilibrelor.

Evoluțiile de pe plan global continuă să reprezinte surse apreciable de riscuri la adresa coordonatelor scenariului de bază. Astfel, în contextul evidențelor privind creșterea importanței relative a factorilor externi în detrimentul celor interni în explicarea variației prețurilor de consum, o persistență mai amplă decât cea presupusă în scenariul de bază a dinamicii relativ reduse ale prețurilor la nivel global, în general, și la nivelul zonei euro, în particular, are potențialul de a genera abateri în jos ale ratei anuale a inflației de la traiectoria prognozată. De asemenea, continuă să fie relevante incertitudinile cu privire la impactul politicilor economice ale SUA, al viitoarei configurări a politicii monetare a Fed și BCE și al negocierilor pentru *Brexit* asupra cadrului macroeconomic global, într-un context caracterizat prin tensiuni geopolitice. Alte surse de risc asociate mediului extern care și-au păstrat importanța și în runda curentă se referă la evoluția viitoare a activității economice la nivel global, în contextul tracțiunii exercitate de economiile emergente, cu precădere China. Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea genera realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, în condițiile unei accentuări a aversiunii globale față de risc, cu consecințe asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb al leului și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației, anticipată a fi afectată inclusiv prin canalul indirect al cererii externe a partenerilor comerciali.

În privința componentelor coșului IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, riscurile sunt evaluate a fi relativ echilibrate. Rămân însă relevante incertitudinile privind ajustările viitoare ale prețurilor administrate – în lipsa unor repere clare din partea autorităților de profil referitoare la modificări viitoare de prețuri –, precum și cele inerente asociate condițiilor meteorologice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole și, implicit, prețurile interne ale alimentelor.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime (cu precădere cele energetice) este evaluată, de asemenea, ca fiind echilibrată. Persistă însă incertitudini cu privire la dinamica prețului petrolului, în condițiile în care acordul de plafonare a ofertei până în martie 2018, la care participă OPEC și unii producători din afara organizației, nu a condus la o creștere semnificativă a cotațiilor, pe fondul producției încă excedentare de la nivel mondial.

## Abrevieri

|          |                                                                    |
|----------|--------------------------------------------------------------------|
| ANRE     | Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei         |
| APIA     | Agencia de Plăți și Intervenție pentru Agricultură                 |
| BCE      | Banca Centrală Europeană                                           |
| BIM      | Biroul Internațional al Muncii                                     |
| BM       | Banca Mondială                                                     |
| CE       | Comisia Europeană                                                  |
| DG ECFIN | Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare                  |
| Eurostat | Oficiul de Statistică al Uniunii Europene                          |
| 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                         |
| LFO      | legume, fructe, ouă                                                |
| MFP      | Ministerul Finanțelor Publice                                      |
| ON       | <i>overnight</i>                                                   |
| OPEC     | Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol                         |
| PIB      | produsul intern brut                                               |
| RMO      | rezerve minime obligatorii                                         |
| ROBOR    | rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci |
| TVA      | taxa pe valoarea adăugată                                          |
| UE       | Uniunea Europeană                                                  |
| 3M       | 3 luni                                                             |
| 12M      | 12 luni                                                            |
| 3Y       | 3 ani                                                              |
| 5Y       | 5 ani                                                              |
| 10Y      | 10 ani                                                             |

## Lista tabelelor din text

### Caseta 2

|         |                                                               |    |
|---------|---------------------------------------------------------------|----|
| Tabel A | Rezultatele estimărilor bazate pe date la nivel macroeconomic | 27 |
| Tabel B | Rezultatele estimărilor bazate pe date la nivel microeconomic | 28 |

### Caseta 4

|           |                                                                                         |    |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabel A   | Evoluții macroeconomice și conduita politicii monetare în țări dezvoltate și în regiune | 40 |
| Tabel 3.1 | Principalele poziții din contul financiar                                               | 46 |
| Tabel 3.2 | Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale                               | 47 |
| Tabel 4.1 | Evoluția așteptată a variabilelor externe                                               | 51 |
| Tabel 4.2 | Rata anuală a inflației în scenariul de bază                                            | 52 |
| Tabel 4.3 | Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază                              | 53 |
| Tabel 4.4 | Contribuția componentelor la rata anuală a inflației                                    | 54 |

### Caseta 5

|         |                                                                          |    |
|---------|--------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabel A | Evoluția semnalelor aferente indicatorilor de supraîncălzire a economiei | 59 |
|---------|--------------------------------------------------------------------------|----|

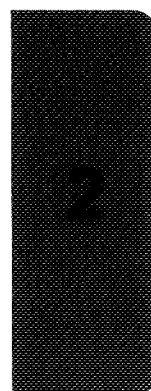
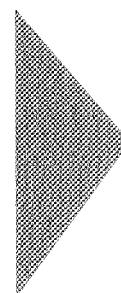
## Lista graficelor din text

|                 |                                                                               |    |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------|----|
|                 | Proгноza ratei inflației                                                      | 10 |
| Grafic 1.1      | Evoluția inflației                                                            | 13 |
| Grafic 1.2      | Evoluția prețurilor bunurilor incluse în coșul de consum al inflației de bază | 14 |
| Grafic 1.3      | Anticipații privind evoluția prețurilor                                       | 15 |
| <b>Caseta 1</b> |                                                                               |    |
| Grafic A        | Structura indicilor de preț                                                   | 16 |
| Grafic B        | Evoluția prețurilor bunurilor de consum                                       | 17 |
| Grafic C        | Evoluția prețurilor mărfurilor alimentare                                     | 17 |
| Grafic D        | Evoluția prețurilor mărfurilor nealimentare                                   | 17 |
| Grafic E        | Comerț modern vs. comerț tradițional pe piața bunurilor de larg consum        | 18 |
| Grafic 2.1      | Contribuții la creșterea economică                                            | 19 |
| Grafic 2.2      | Activitatea comercială și încrederea populației                               | 20 |
| Grafic 2.3      | Investiții                                                                    | 21 |
| Grafic 2.4      | Construcții de locuințe                                                       | 21 |
| Grafic 2.5      | Exporturile de bunuri și servicii                                             | 22 |
| Grafic 2.6      | Finanțarea deficitului de cont curent din surse negenerative de datorie       | 24 |
| Grafic 2.7      | Dispersia productivității muncii                                              | 25 |
| Grafic 2.8      | Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii                     | 25 |

**2**

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

*9 noiembrie 2017*





Conferință de presă

---

# Raport asupra inflației

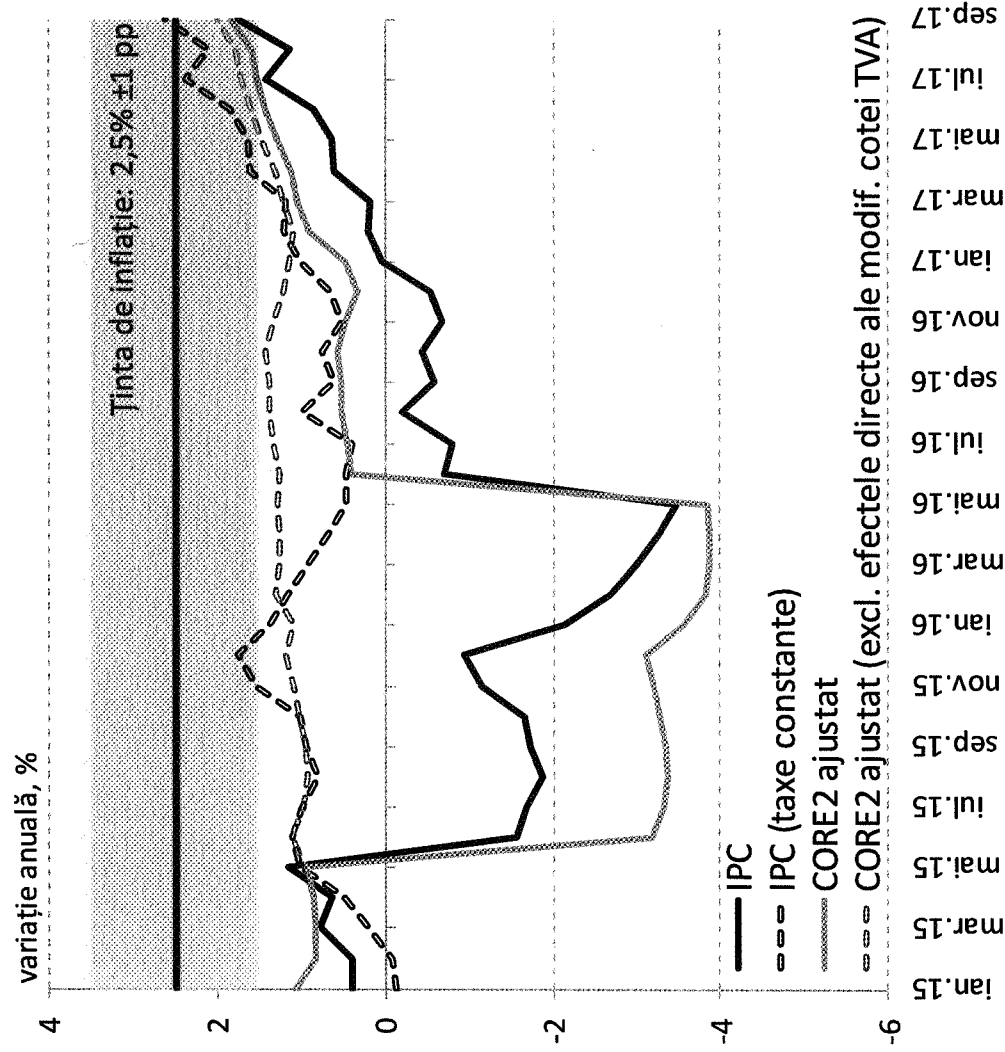
Noiembrie 2017

Mugur Isărescu  
Guvernator

---

București, 9 noiembrie 2017

## Rata anuală a inflației IPC și-a consolidat tendința ascendentă în T3 2017, reintrând în intervalul de variație asociat țintei

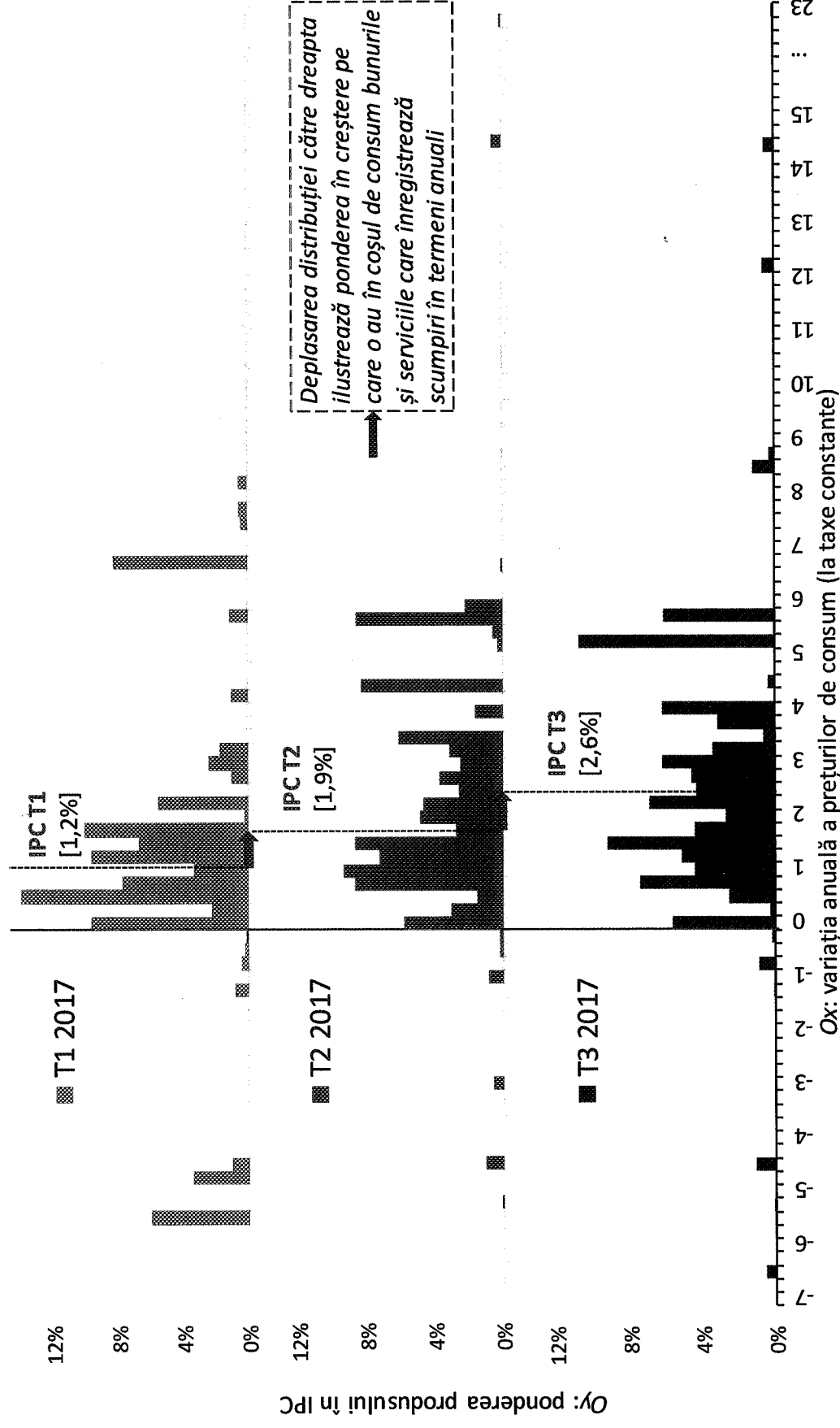


Sursa: INS, calcule și estimări BNR

### Determinanți

- ↑ Excedent de cerere agregată în deschidere
- ↑ Presiuni în creștere la nivelul costurilor de producție
- ↑ Majorare amplă a tarifului energiei electrice în luna iulie
- ↑ Creștere peste așteptări a cotației petrolului pe piețele internaționale și majorare a accizei la combustibili începând cu 15 septembrie
- ↑ Traietorie ascendentă a anticipațiilor privind inflația
- ↑ Depreciere a monedei naționale în raport cu euro

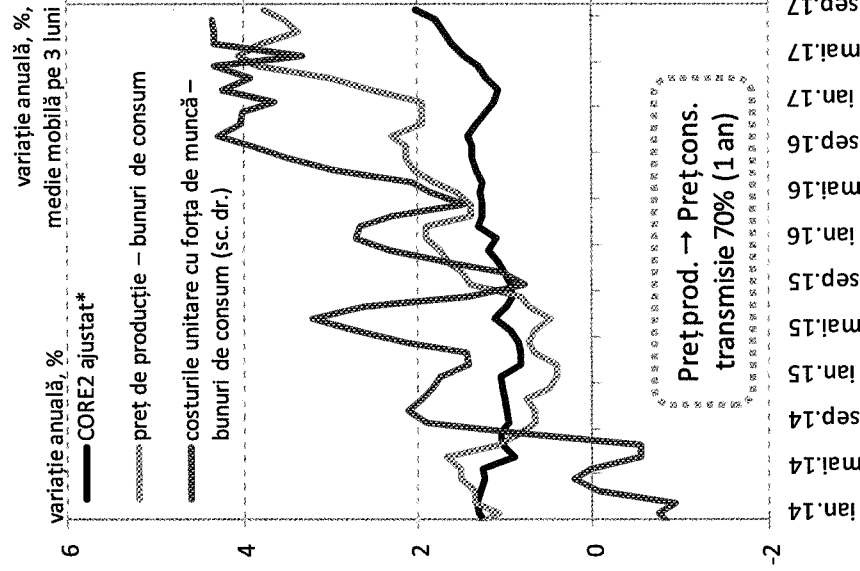
Tendința de creștere a prețurilor este regăsită la nivelul  
tot mai multor componente ale coșului de consum



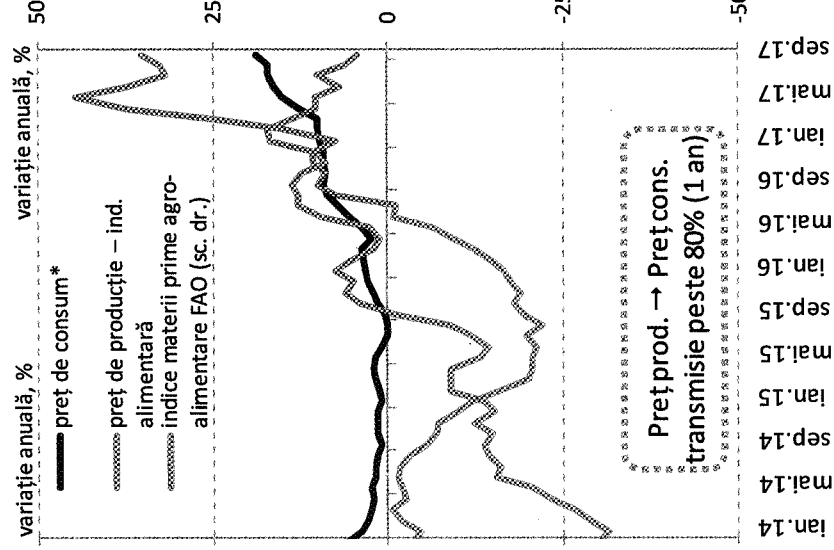
Sursa: INS, calcule și estimări BNR

# Traietorie ascendentă a inflației de bază, imprimată de segmentul alimentar

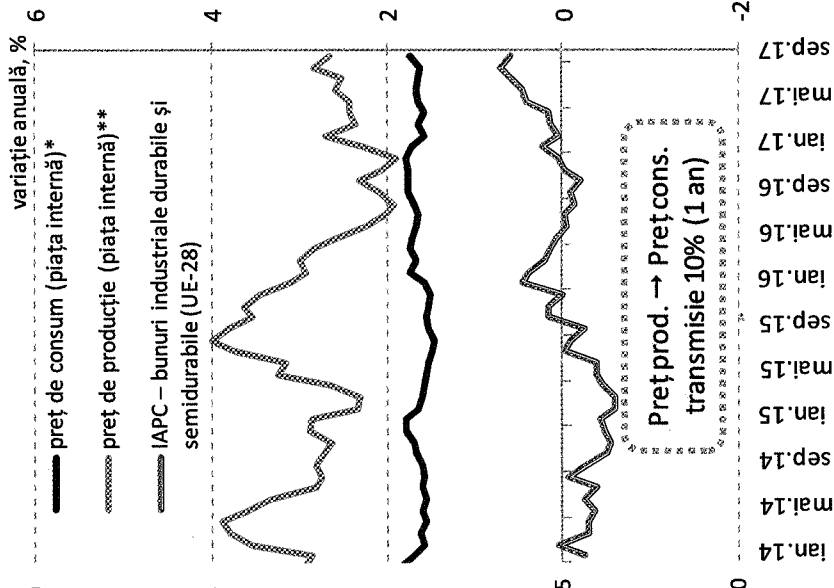
## Inflația de bază



## Mărfuri alimentare procesate



## Mărfuri nealimentare

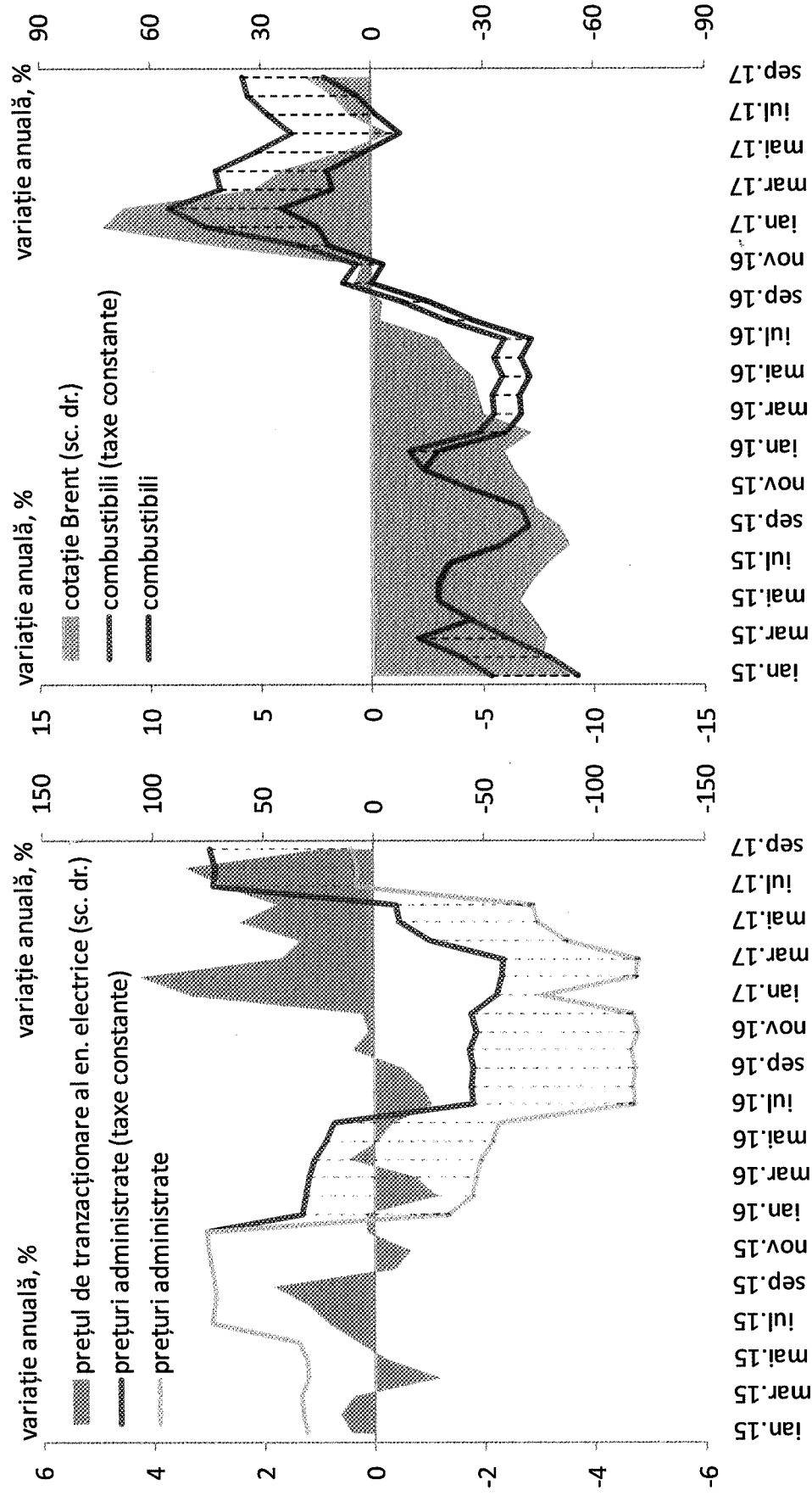


\*) exclusiv efecte directe TVA

\*\*) reprezintă prețul de producție al bunurilor de consum excl. alimente, băuturi, tutun

Sursa: INS, FAO, Eurostat, estimări BNR

## Componenta „energie” redevine sursă de presiune inflaționistă

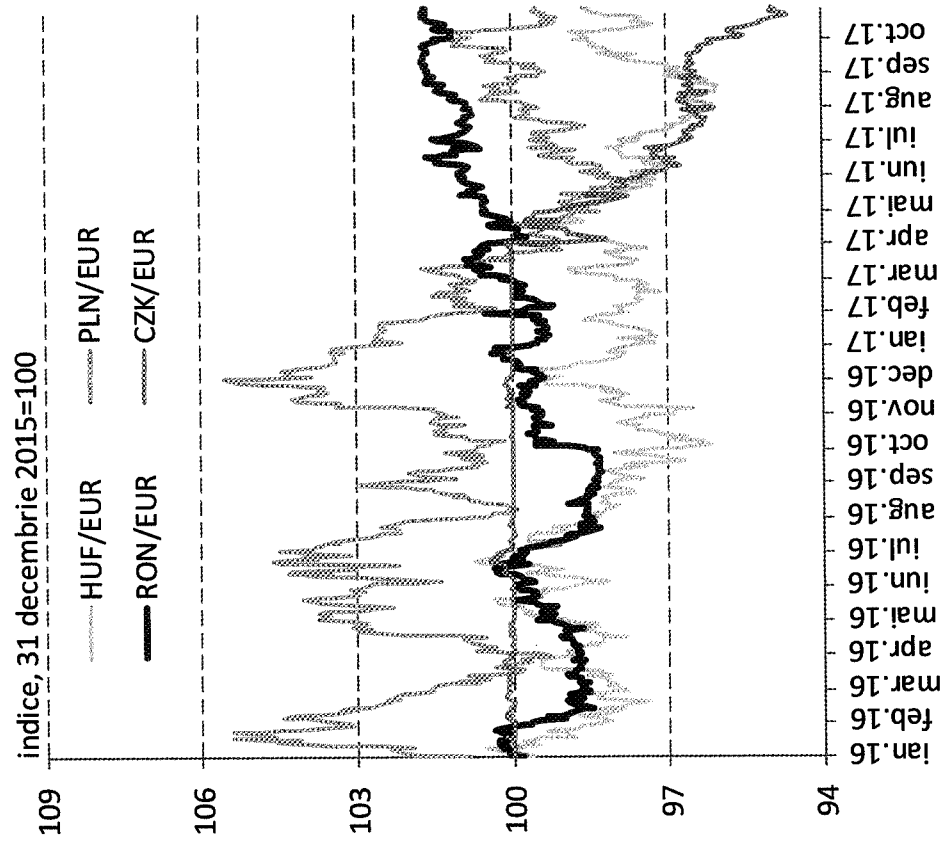


Notă: Cu toate că piața energiei electrice pentru consumatorii casnici a fost liberalizată în proporție de 90 la sută, această componentă este inclusă în grupa **Prețuri administrate** întrucât modificarea prețului final nu se poate realiza fără acordul Autorității Naționale de Reglementare în domeniul Energiei.

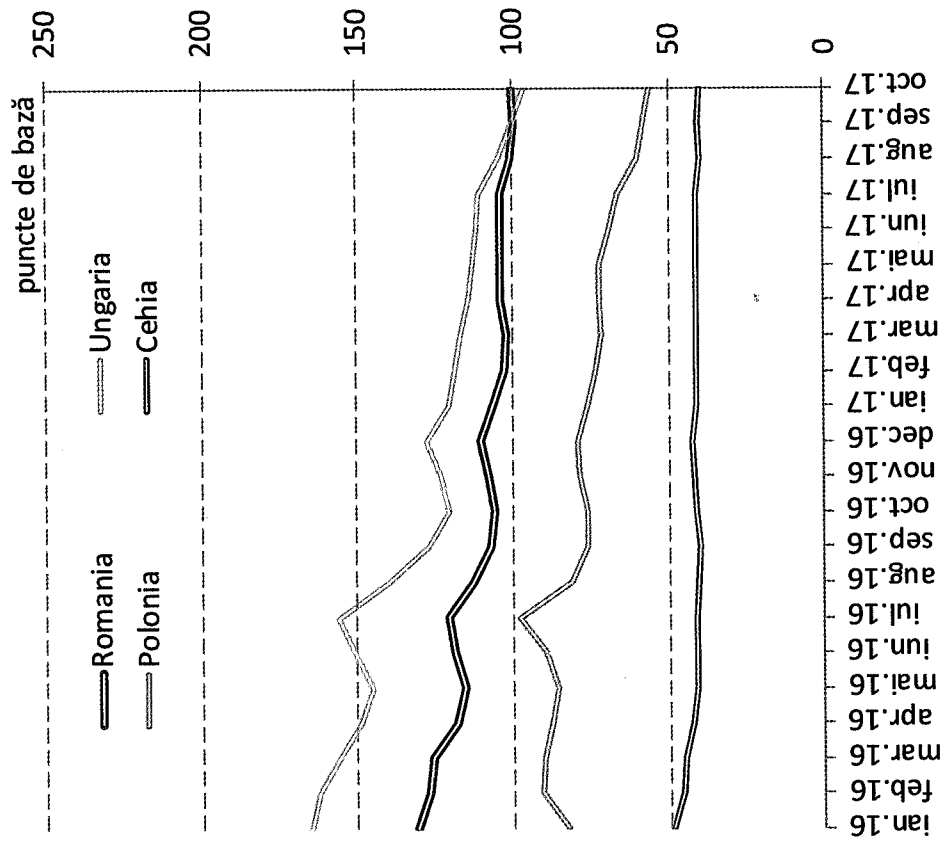
Sursa: INS, Bloomberg, PZU-OPCOM, estimări BNR

# Presiuni de depreciere a leului și a altor monede din regiune (zlot, forint) în T3 2017

Cursuri de schimb

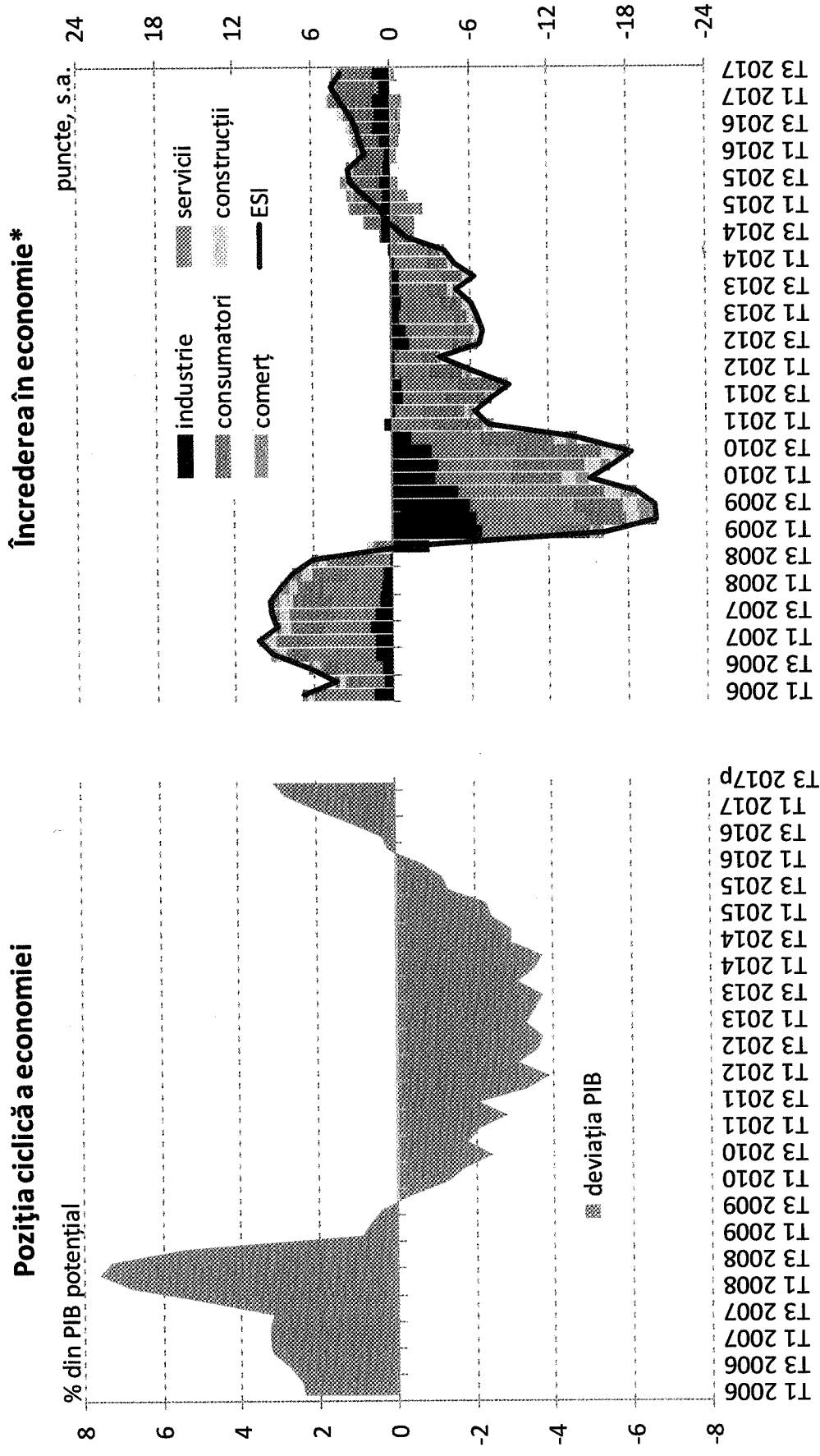


Prima de risc (spread-uri CDS, 5 ani)



Sursa: BCE, Reuters

Excedent de cerere agregată în creștere; încredere ridicată a consumatorilor,  
dar sentiment mixt la nivelul mediului de afaceri

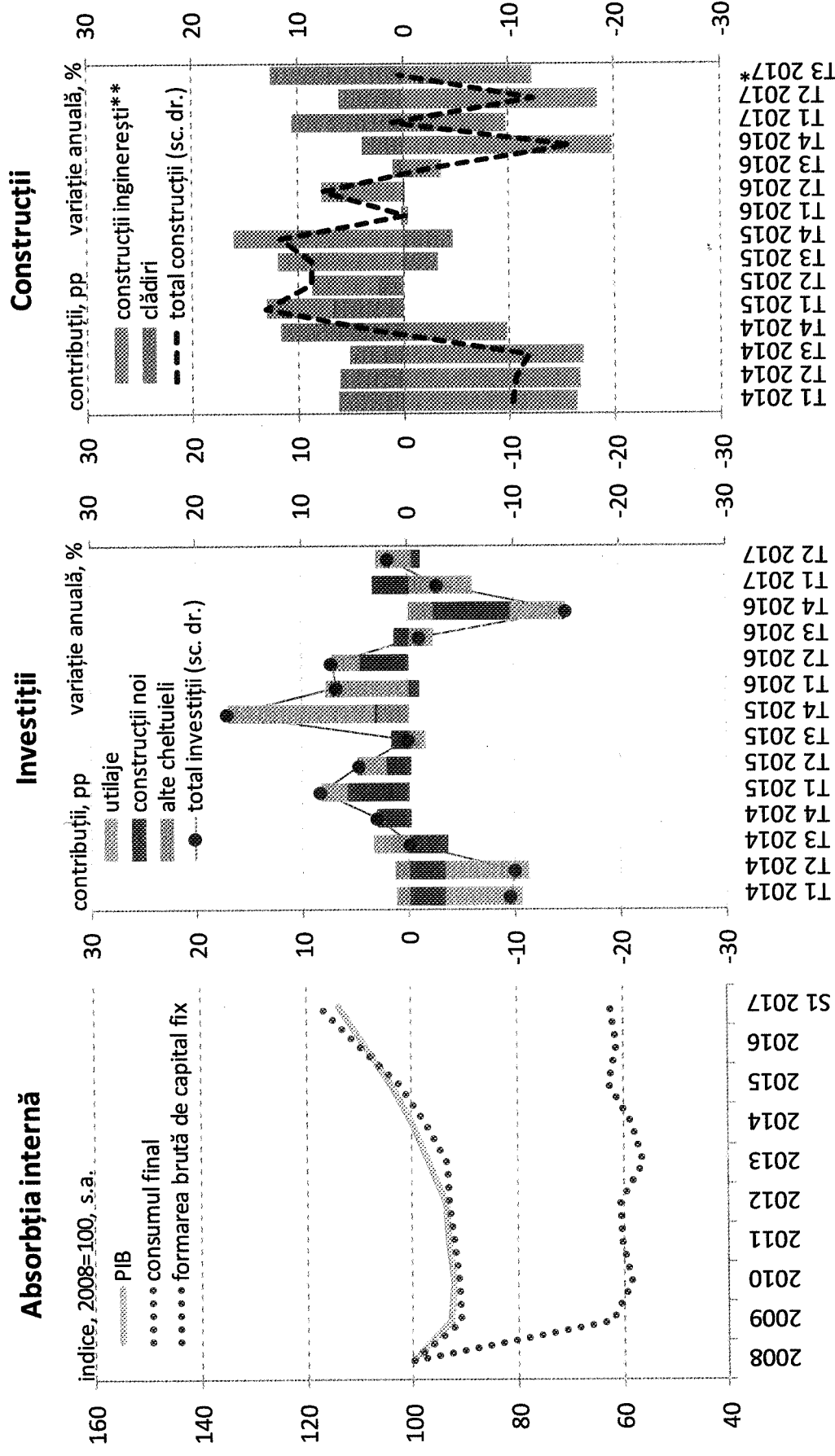


p) prognoză

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

\*) deviație față de media istorică (T2 2002 – T3 2017)

Creștere economică susținută doar de consum; investițiile stagnează, contribuția pozitivă a mediului privat fiind anulată de declinul sever al componentei publice



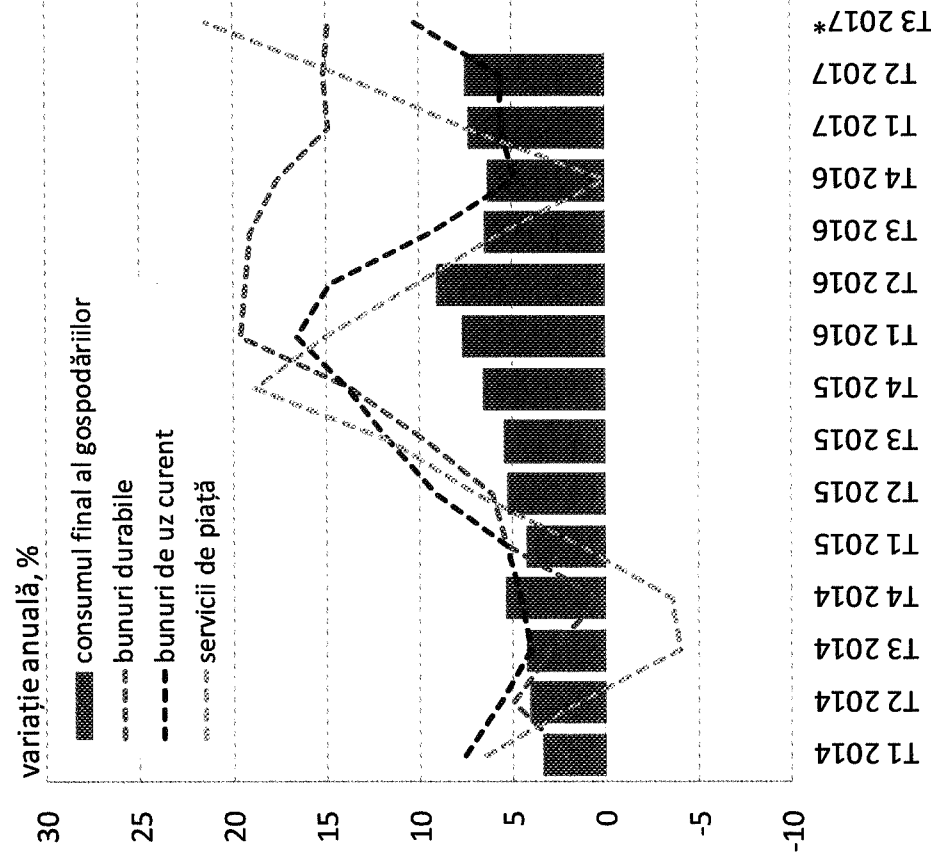
\*) iul.- aug.

\*\*) în principal lucrări pentru infrastructura de transport rutier, conducte, linii electrice și de comunicații

Sursa: INS, calcule BNR

# Cererea de consum robustă și creșterea cotațiilor produselor energetice continuă să erodeze echilibrul extern

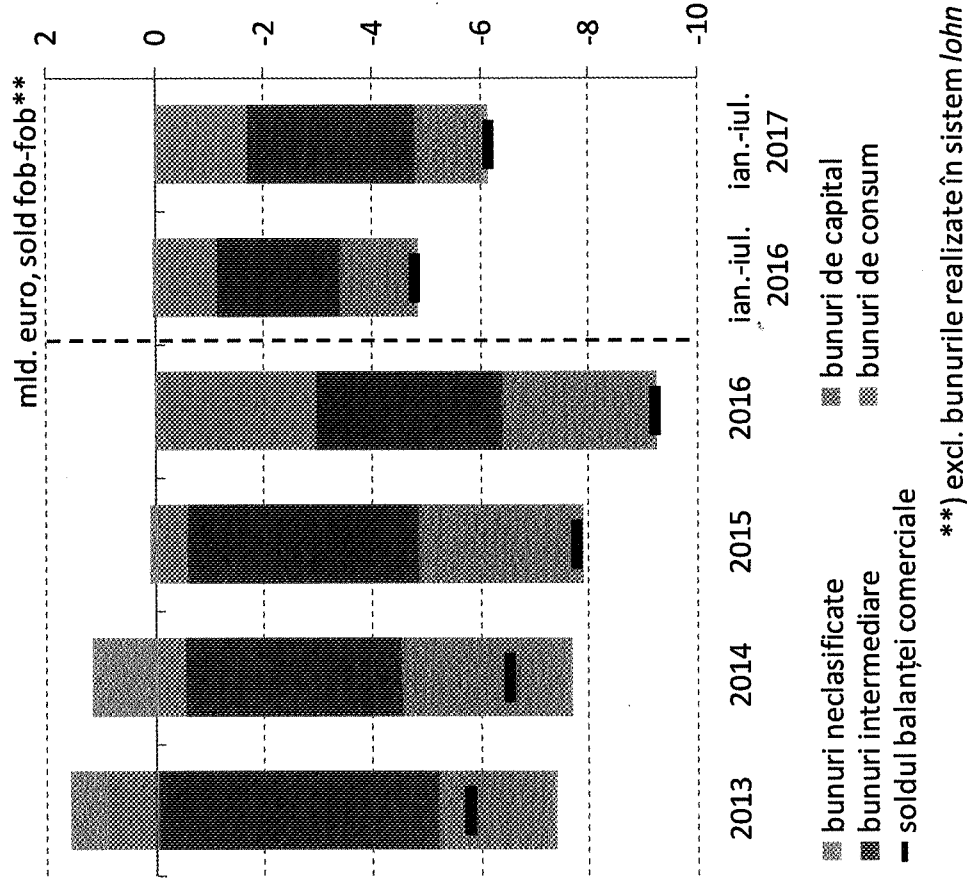
Consumul populației



\*) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

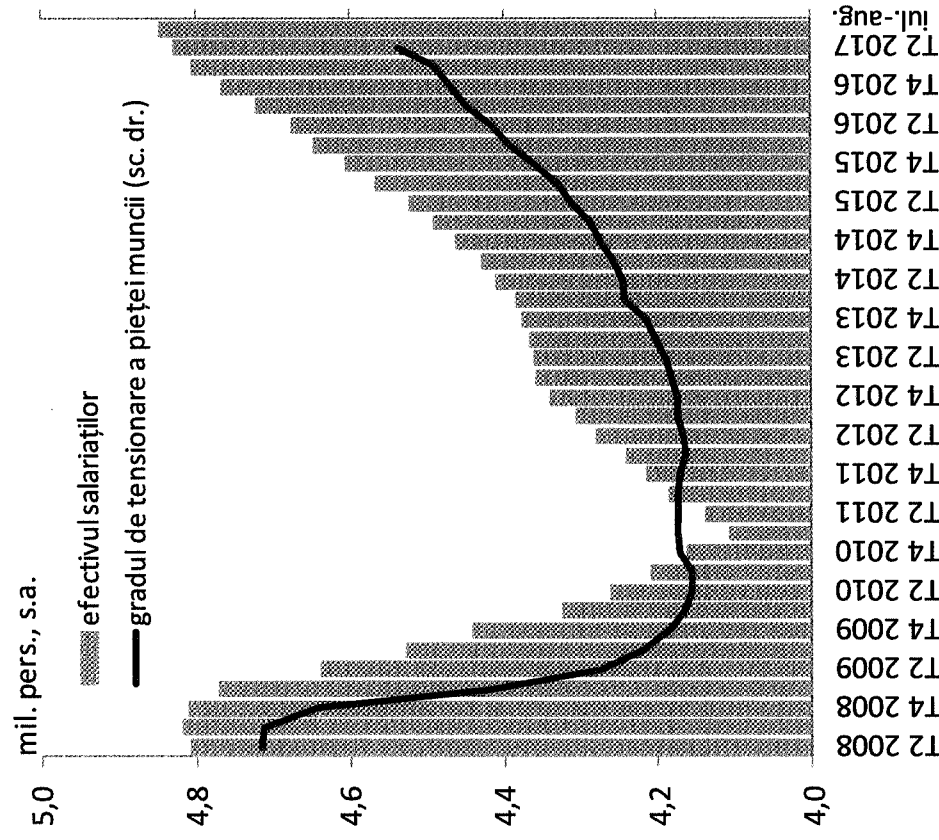
Balanța comercială



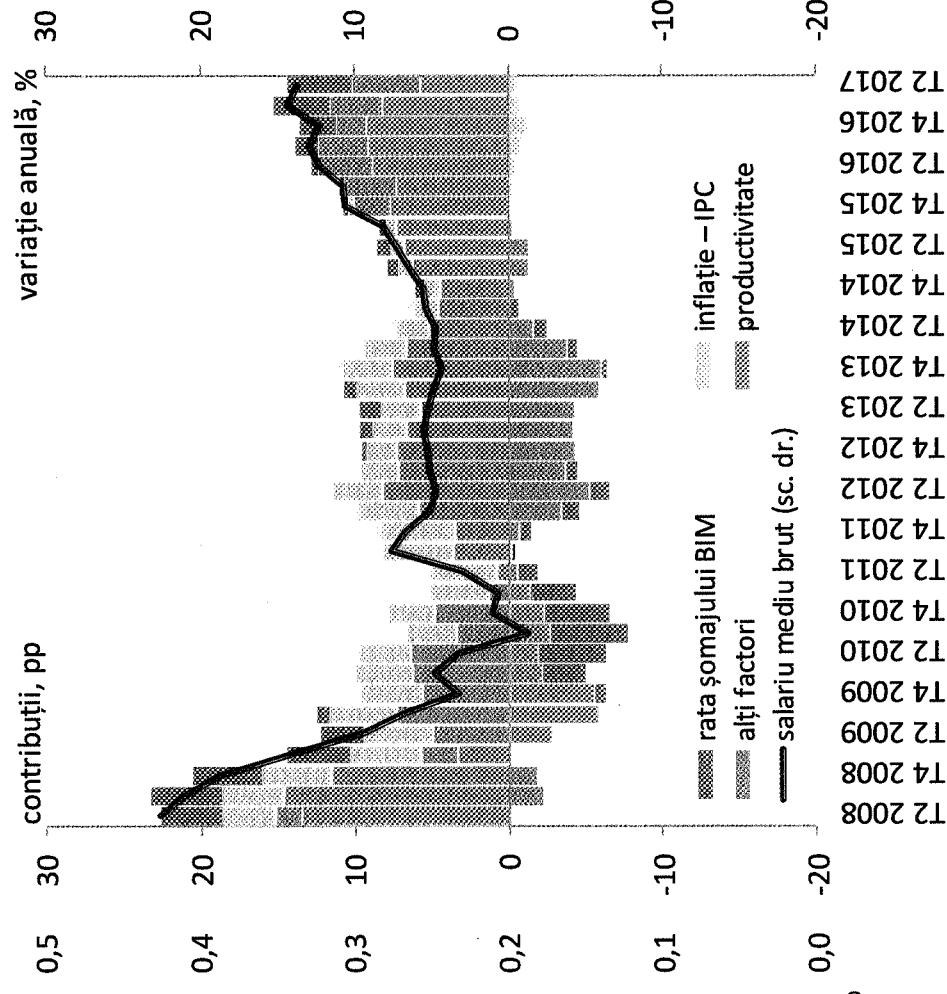
\*\*) excl. bunurile realizate în sistem lohn

# Ecartul în creștere dintre salarii și productivitate este alimentat tot mai mult de tensionarea pieței muncii

**Efectivul salariaților din economie  
și tensionarea condițiilor pe piața muncii**



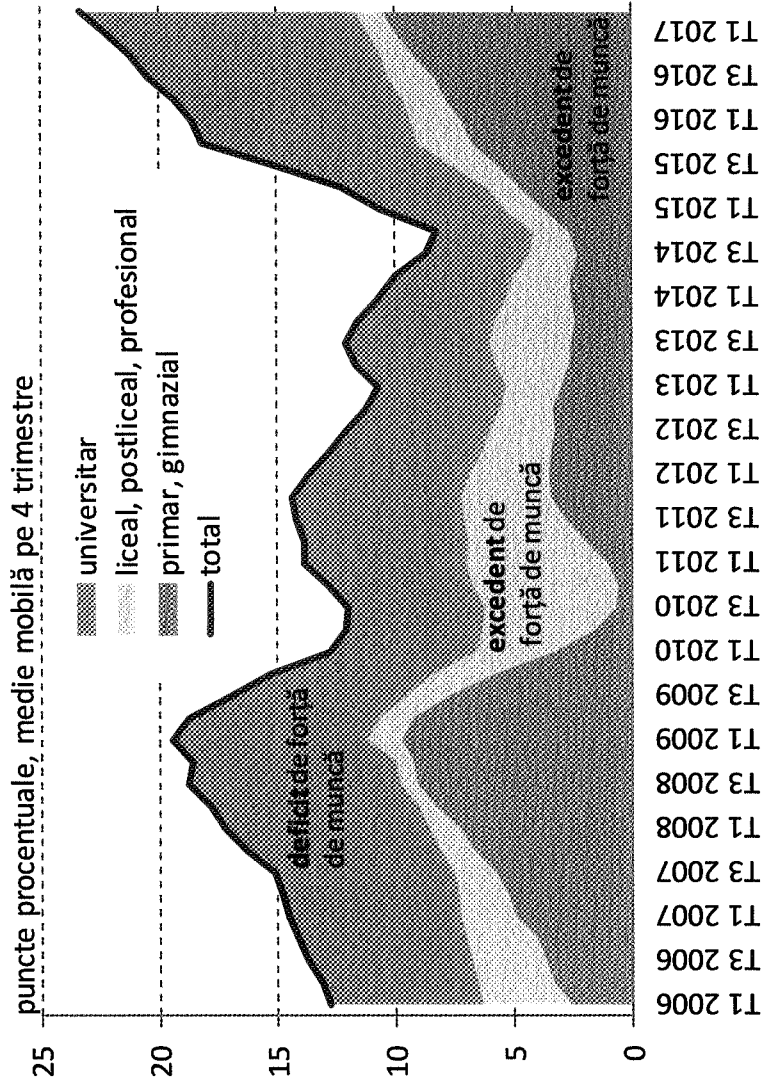
**Contribuția factorilor determinanți  
la evoluția salariului mediu brut**



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Gradul de necorelare între cerințele angajatorilor și oferta de forță de muncă disponibilă se accentuează, iar structura populației inactive limitează potențialul de detensionare al pieței muncii

### Indicatorul de necorelare a pregătirii candidaților (șomerilor) cu abilitățile solicitate de angajatori\*



\*) calculat pe fiecare nivel de instruire ca modulul diferenței dintre oferta de forță de muncă (aproximată prin ponderea șomerilor cu un anumit nivel de instruire în totalul șomerilor) și cererea de forță de muncă (aproximată prin ponderea persoanelor ocupate cu același nivel de instruire în total)

Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

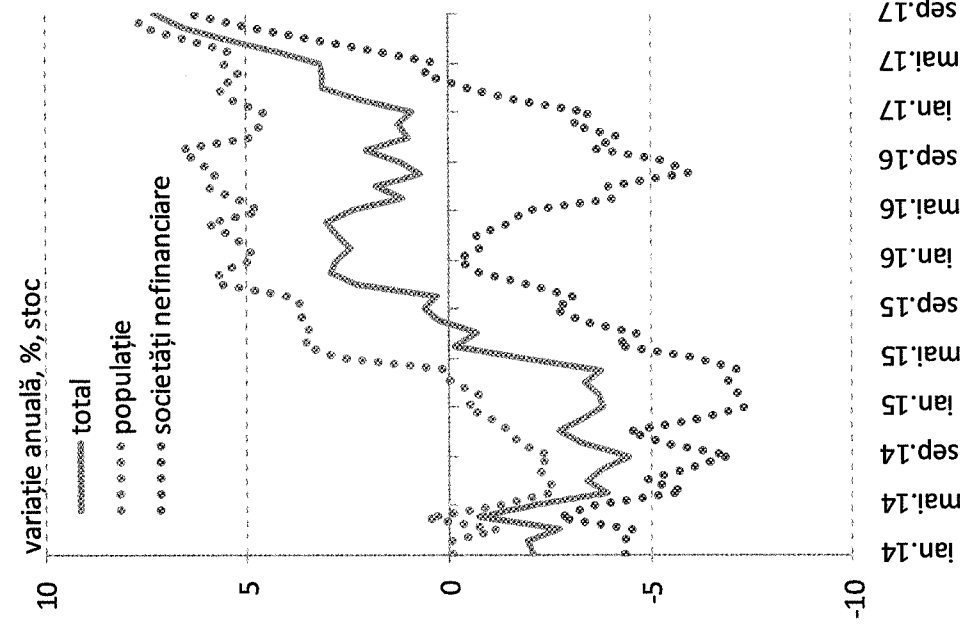
### Populația inactivă\*\*

- ☐ Doar 10% dintre aceste persoane ar fi disponibile să muncească, deși nu caută o slujbă
- ☐ 50% trăiesc în mediul rural
- ☐ 46% au doar studii gimnaziale, iar 50% au studii liceale și postliceale sau o școală profesională, pe ambele categorii oferta fiind deja excedentară
- ☐ 33% sunt persoane în vârstă, mai dificil de (re)integrat
- ☐ Dintre tineri, numai 80% sunt la școală, ceilalți nefiind implicați în nicio activitate (educațională sau lucrativă)
- ☐ Flux net aproape nul de persoane care (re)intră în activitate în ultimii 6 ani

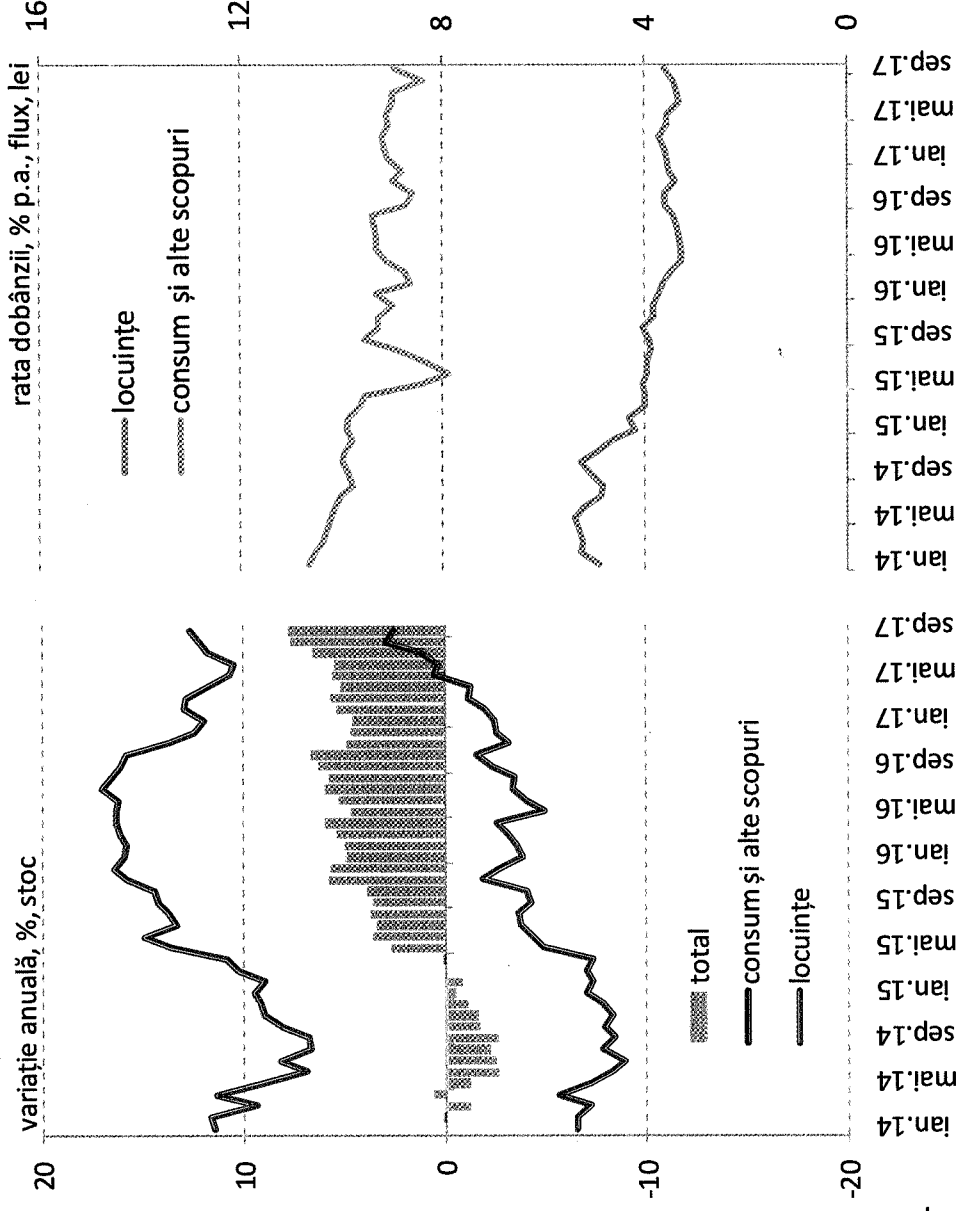
\*\*) circa 4 milioane persoane cu vârsta cuprinsă între 15 și 64 de ani, care, deși sunt în vârstă de muncă, nu au și nici nu caută un loc de muncă și nu desfășoară o activitate pe cont propriu

# Accelerare a creșterii creditului acordat în economie, inclusiv pe fondul scăderii costurilor de finanțare la minime istorice

## Credite acordate sectorului privat



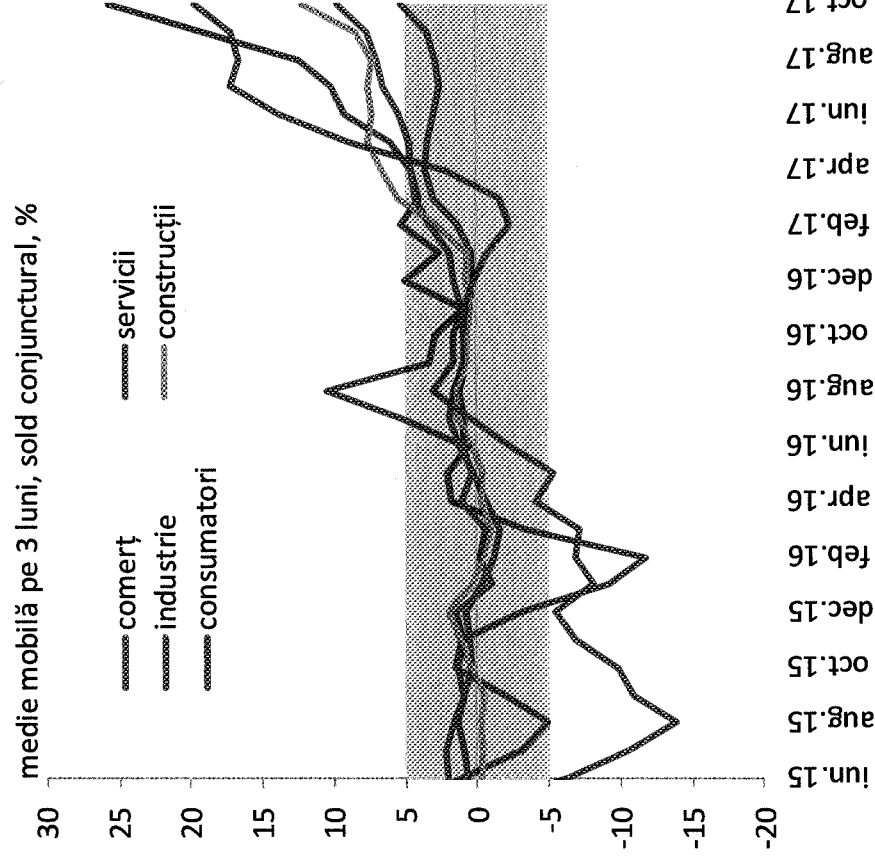
## Credite acordate populației



Sursa: BNR

Tot mai mulți agenți economici întrevăd creșteri de prețuri pe termen scurt;  
pe termen mediu, anticipațiile privind inflația rămân ancorate

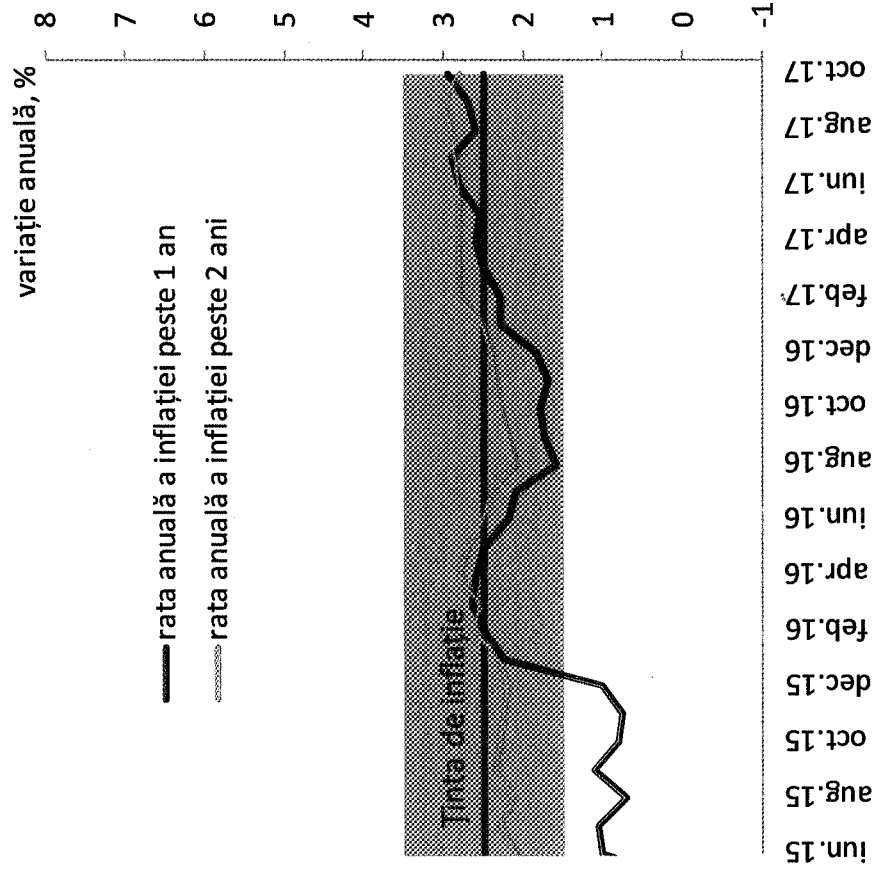
### Așteptările operatorilor economici\*



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

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

### Așteptările analiștilor bancari

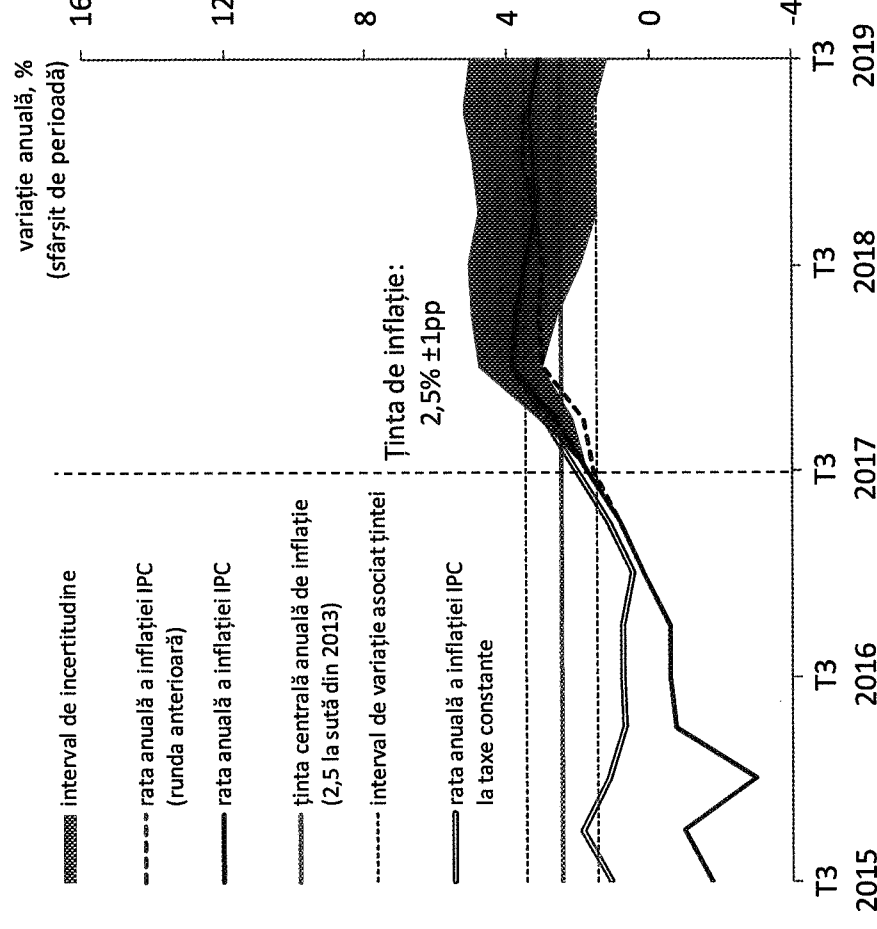


## Proiecția ratei anuale a inflației IPC

- ☐ **Valori prognozate (în paranteză, diferențe față de Ral august 2017):**
  - ✓ **2,7%** în decembrie 2017 (+0,8 pp)
  - ✓ **3,2%** în decembrie 2018 (similar prognozei anterioare)
  - ✓ **3,1%** în septembrie 2019, la orizontul proiecției
- ☐ Depășirea limitei superioare a intervalului țintei în prima parte a anului 2018 se datorează în principal unor efecte statistice de bază asociate reducerilor unor taxe și impozite indirecte la începutul lui 2017, evoluției anticipate a componentelor exogene, dar și acumulării de presiuni inflaționiste asociate mediului intern, la nivelul inflației de bază

- ☐ **Calculată la taxe constante\***, rata anuală a inflației va atinge **3,3%** la finele anului curent, **3,1%** la sfârșitul celui viitor și **2,9%** la orizontul proiecției

\*) exclude impactul de runda I al modificărilor operate la nivelul cotei TVA, al accizelor și al unor taxe nefiscale

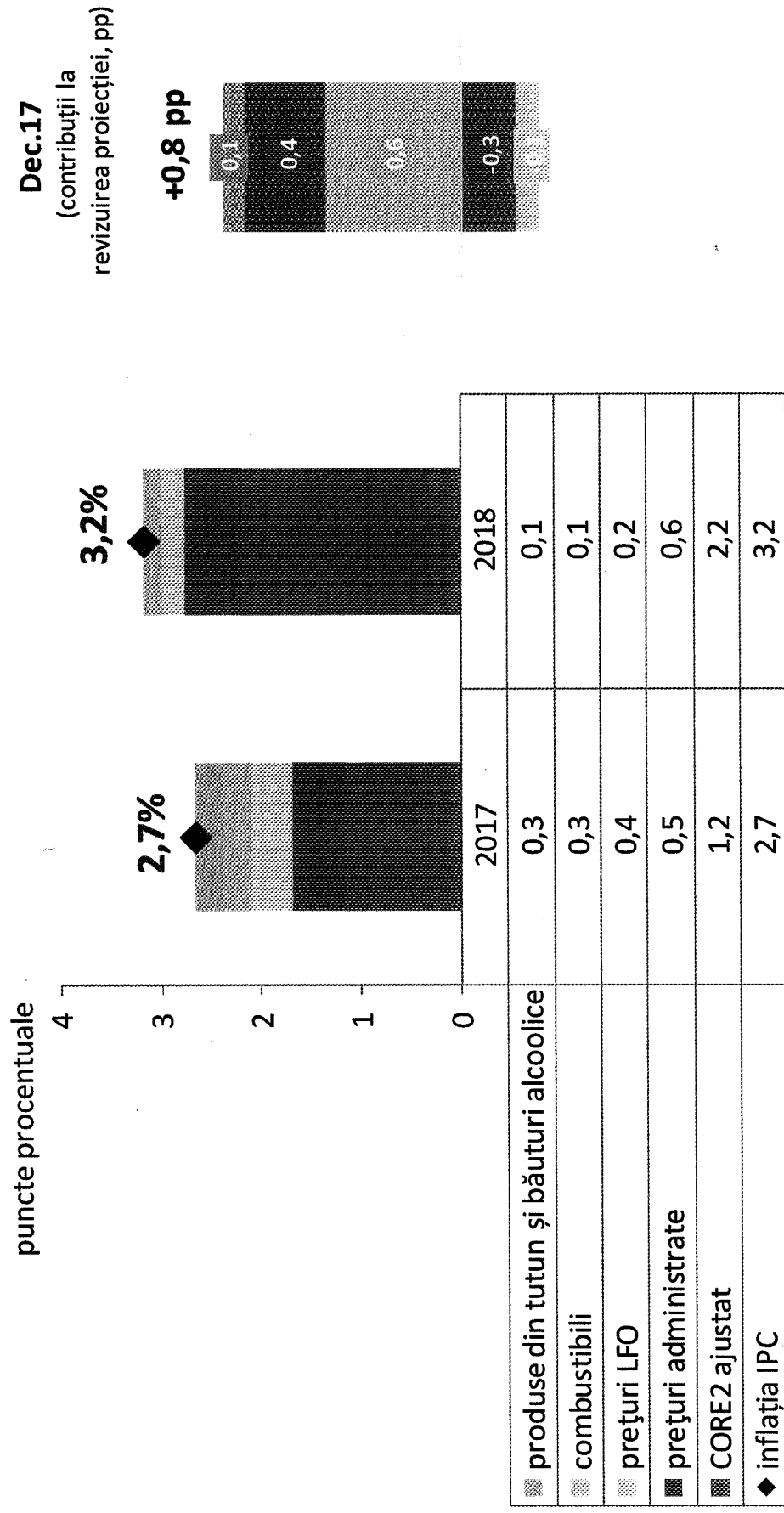


Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2016. Magnitudinea erorilor de prognoză este corelată pozitiv cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

# Contribuția componentelor la proiecția ratei anuale a inflației

– dec. an T/dec. an T-1 –

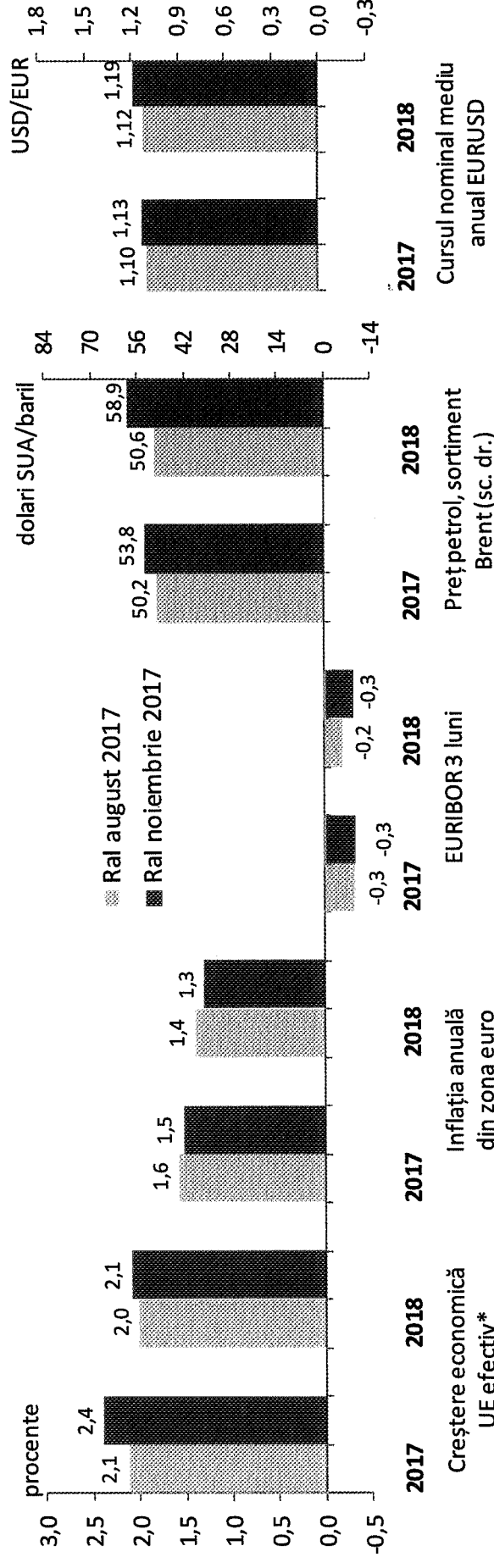


Notă: Valorile prezentate sunt rotunjite la o zecimală.

Sursa: INS, proiecții BNR

## Ipoteze externe ale proiecției

- ❑ Expansiunea activității economice a principalilor parteneri comerciali\* este anticipată a continua pe parcursul intervalului de proiecție, înregistrând ritmuri de creștere peste potențial, inclusiv sub impactul configurației acomodative a politicii monetare a BCE
- ❑ Rata medie anuală a inflației IAPC pentru zona euro este proiectată în ușoară reducere; excluzând însă produsele energetice, indicatorul este proiectat pe o traiectorie stabilă, dar se menține sub nivelul reper de 2 la sută
- ❑ Traectoria prețului petrolului este previzionată a se plasa peste cea din runda precedentă în contextul creșterilor recente alerte ale cotațiilor, pe fondul tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu și al unei reduceri a stocurilor de țiței la nivel mondial



\*) cererea externă pentru produsele de export românești este evaluată pe baza unui indicator efectiv, calculat utilizând structura 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**:

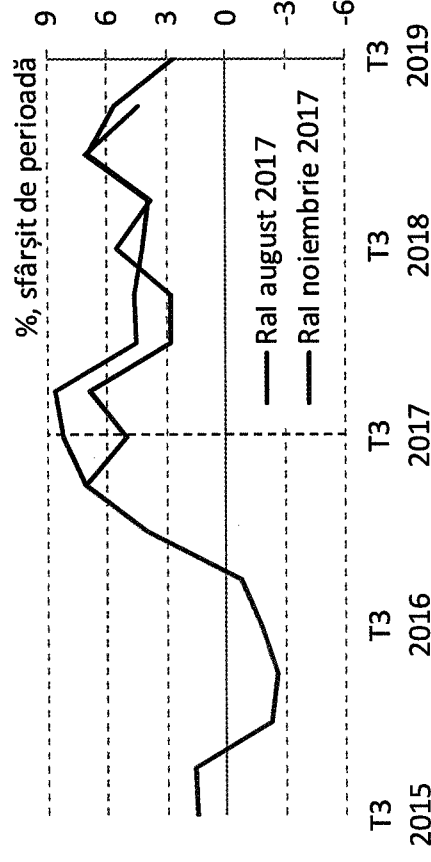
- ✓ Revizuită în jos în prima parte a intervalului de prognoză pe fondul unei temperaturi a dinamicii cotațiilor produselor agricole, în contextul unui an agricol favorabil la nivel global în 2017

- ✓ Reflectă adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale în 2018 și 2019

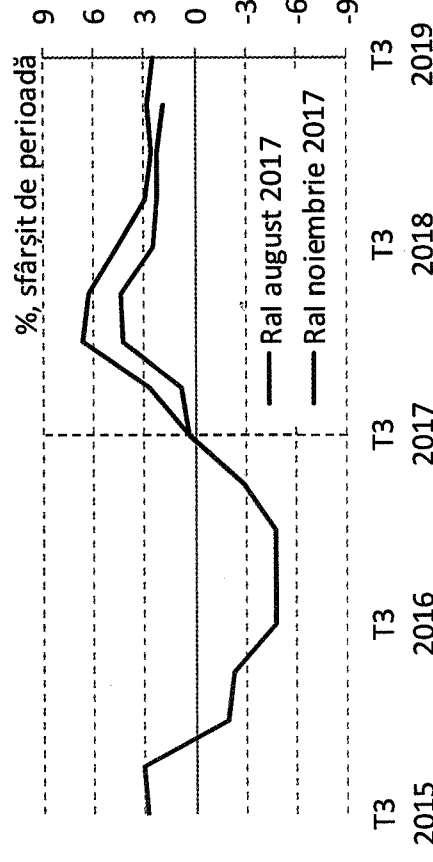
### ☐ Dinamica prognozată a **prețurilor administrate**:

- ✓ Revizuită în sens ascendent, dar marcată de incertitudini privind ajustările viitoare de prețuri – cu precădere cele aferente procesului de dereglementare a pieței energiei

### Variația anuală a prețurilor volatile ale alimentelor



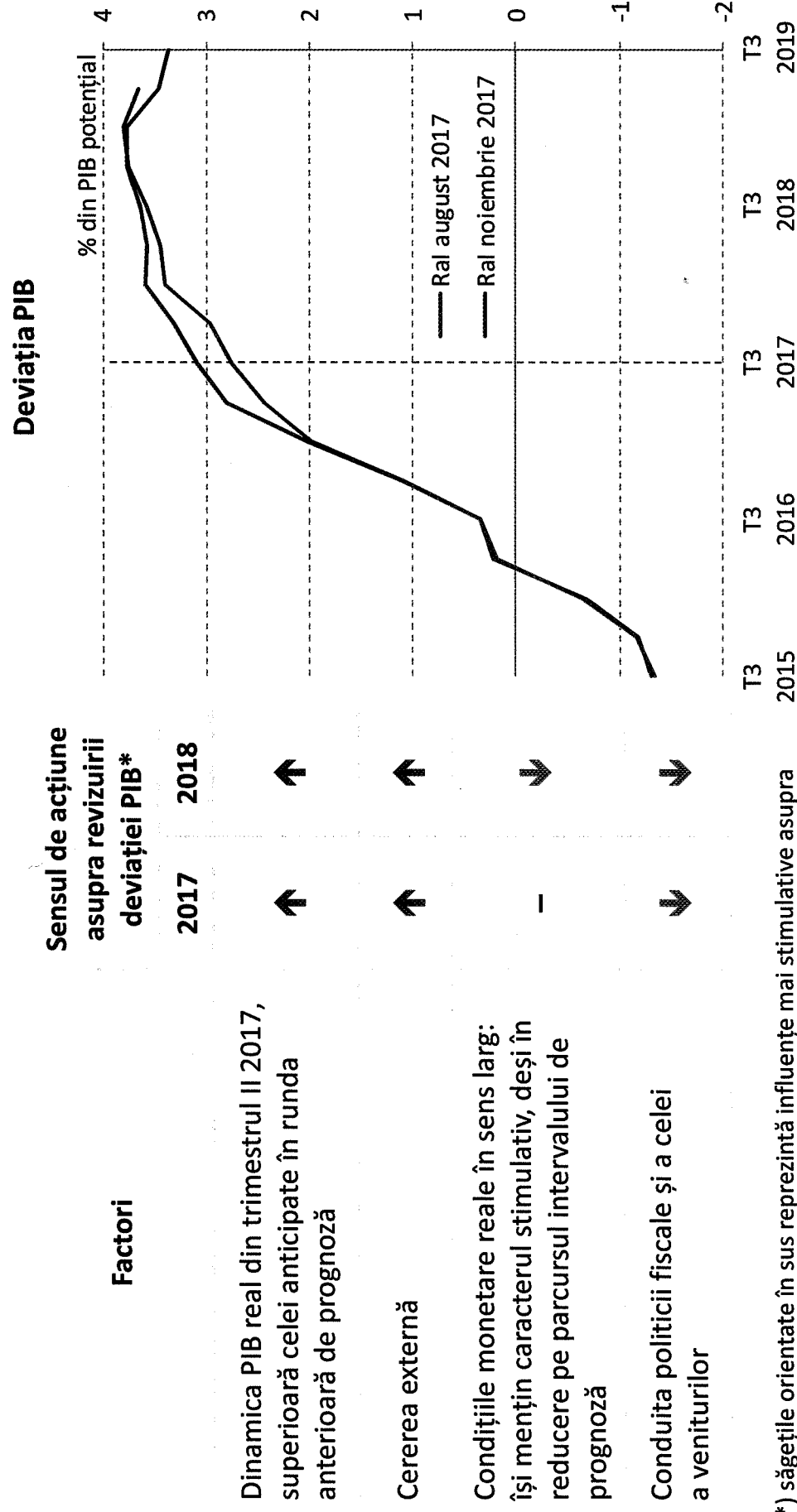
### Variația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecții BNR

## Revizuirea proiecției deviației PIB

— comparație cu runda anterioară de prognoză —



Sursa: estimări și proiecții BNR

\*) săgețile orientate în sus reprezintă influențe mai stimulative asupra deviației PIB comparativ cu runda anterioară de prognoză

## Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat

– determinanți –

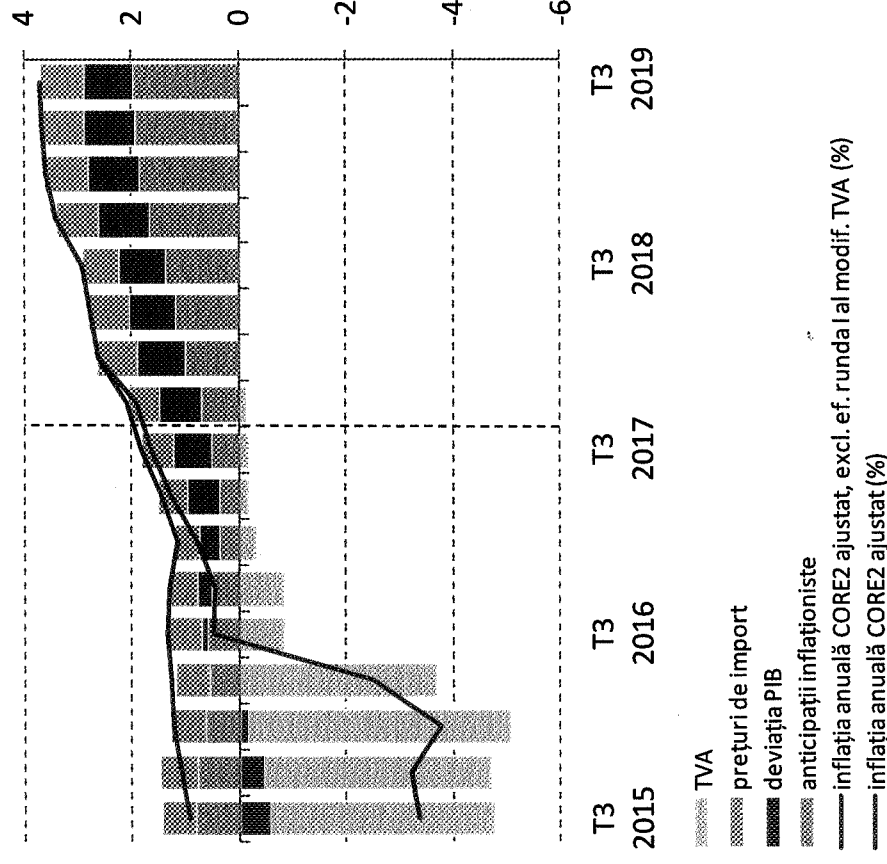
### ☐ Traiectorie în creștere, ca urmare a acumulării presiunilor inflaționiste asociate mediului intern:

- ✓ Creșterea costurilor de producție ale firmelor, în principal pe fondul preconizării menținerii presiunilor ample din partea majorărilor salariale
- ✓ Amplificarea excedentului de cerere, în contextul conduitei expansioniste a politicii fiscale și al avansului venitului disponibil
- ✓ Poziționarea pe o traiectorie ascendentă a anticipațiilor inflaționiste\*, sub impactul acestor factori

### ☐ Mediul extern va continua să exercite importante presiuni de temperare a dinamicii inflației de bază interne în condițiile anticipării plasării ratei inflației bunurilor de consum din import semnificativ sub nivelul de 2%

\*) 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.

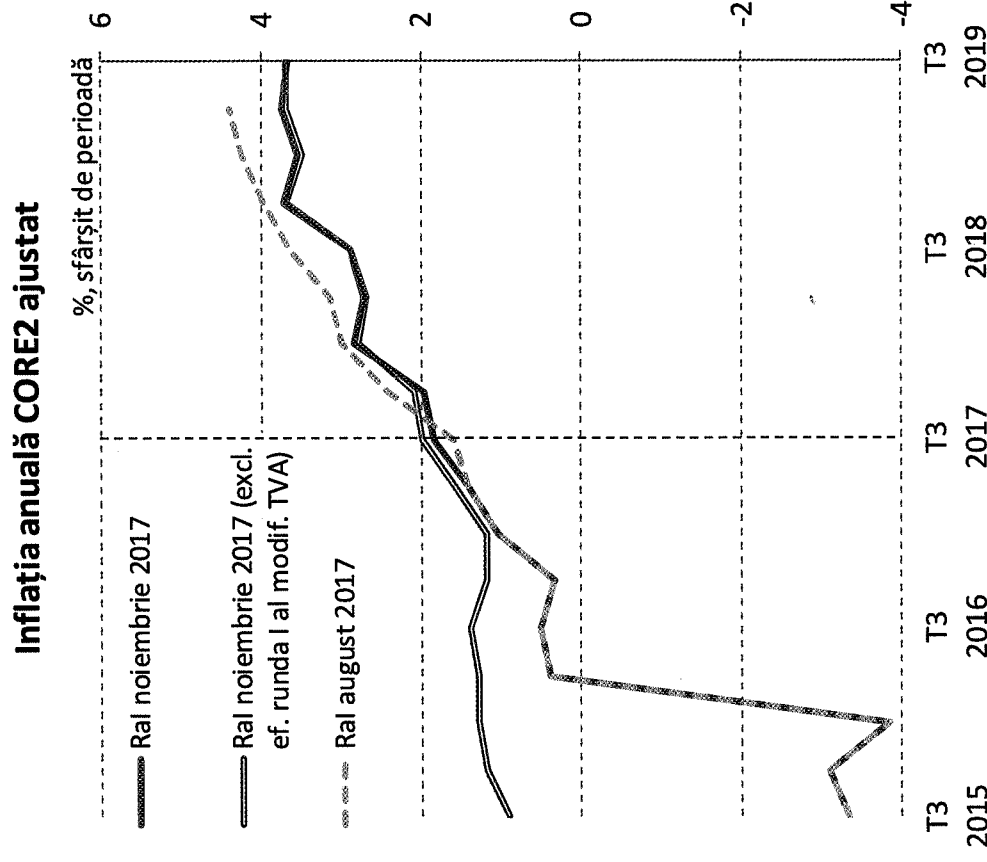
Sursa: calcule BNR

## Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat

— comparație cu runda anterioară de prognoză —

- **Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos atât pentru sfârșitul anului 2017, cât și pentru finele anului 2018, ca urmare a:**

- ✓ Continuării procesului de implementare în cadrul modelului de prognoză a evidențelor privind **creșterea relativă a importanței dinamicii prețurilor externe în detrimentul factorilor fundamentali interni în explicarea dinamicii prețurilor de consum domestice ...**
- ✓ ... în condițiile în care presiunile asociate mediului extern exercită un impact inflaționist semnificativ mai redus ca amploare comparativ cu cele provenind din mediul intern ...
- ✓ ... implicând inclusiv **slăbirea intensității transmisiei presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate interne asupra inflației de bază**



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 echilibrată |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Coordonatele mediului extern:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– persistența la valori reduse a ratei inflației a principalilor parteneri comerciali externi ai României (îndeosebi zona euro)</li> <li>– perspectivele de evoluție a activității economice la nivel global, în contextul incertitudinilor cu privire la impactul politicilor economice ale SUA, al negocierilor aferente <i>Brexit</i> și al tracțiunii exercitate de economiile emergente (în special, China)</li> <li>– fluxurile de capital adresate economiilor emergente, în contextul conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale și al creșterii aversiunii globale față de risc, pe fondul accentuării tensiunilor geopolitice la nivel mondial</li> </ul> | În jos                                                                                 |
| <p><b>Politica fiscală și cea a veniturilor:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor, în contextul incertitudinilor privind configurația viitoare a bugetului; sunt îndeosebi preocupante impactul măsurilor incluse în Programul de guvernare care urmează a fi legitimate și măsurile fiscale corective care vor fi adoptate pentru încadrarea deficitului bugetar în țintele propuse</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | În sus                                                                                 |
| <p><b>Prețurile materiilor prime pe piețele internaționale</b> (produse energetice, mărfuri agroalimentare)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Echilibrată                                                                            |
| <p><b>Dinamica prețurilor administrate, condiționată de informațiile disponibile:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– incertitudini privind magnitudinea creșterilor prețurilor gazelor naturale și energiei electrice</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Echilibrată                                                                            |

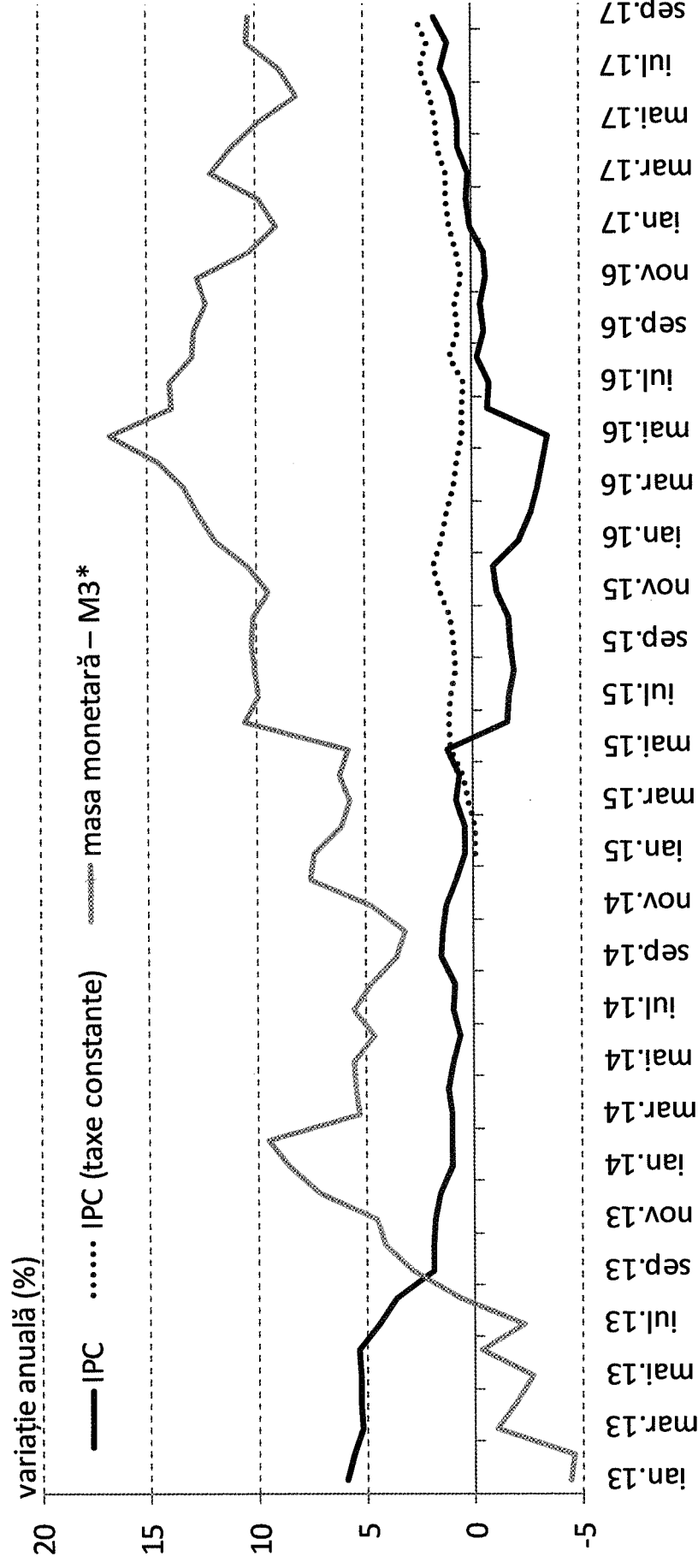
# Evoluții macroeconomice și conduita politicii monetare în țări dezvoltate și în regiune (date preluate din surse multiple)

|                   | Obiectivul de inflație <sup>b,c</sup><br>(%) | Rata anuală a inflației<br>(%) |                  |                  | Rata dobânzii de<br>politică monetară <sup>b,c</sup><br>(%) |               | Deviația<br>PIB <sup>b,c</sup><br>(% din PIB<br>potențial) | Soldul bugetului<br>consolidat*<br>(% din PIB) |                                 |                                 | Soldul contului curent<br>(% din PIB) |                   |                   |
|-------------------|----------------------------------------------|--------------------------------|------------------|------------------|-------------------------------------------------------------|---------------|------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|-------------------|-------------------|
|                   |                                              | sep.<br>2017                   | T4<br>2017       | T4<br>2018       | dec. 2016                                                   | nov. 2017     |                                                            | 2016                                           | 2017                            | 2018                            | 2016                                  | 2017              | 2018              |
| SUA               | 2%                                           | 1,63 <sup>e</sup>              | 1,6              | 1,9              | 0,5-0,75                                                    | 1-1,25        | ușor<br>pozitiv, în<br>creștere                            | -3,2 <sup>f</sup>                              | -3,6 <sup>f</sup>               | -2,8 <sup>f</sup>               | -2,5 <sup>d</sup>                     | -2,8 <sup>d</sup> | -3,3 <sup>d</sup> |
| Marea<br>Britanie | 2%                                           | 3,00 <sup>b</sup>              | 3,0              | 2,4              | 0,25                                                        | 0,5           | negativ, în<br>închidere                                   | -3,0 <sup>d</sup>                              | -2,9 <sup>d</sup>               | -2,3 <sup>d</sup>               | -4,4 <sup>d</sup>                     | -3,9 <sup>d</sup> | -3,2 <sup>d</sup> |
| Zona euro         | sub, dar<br>aproape<br>de 2%                 | 1,50 <sup>a</sup>              | 1,2              | 1,4              | 0                                                           | 0             | negativ, în<br>închidere                                   | -1,5 <sup>c</sup>                              | -1,3 <sup>c</sup>               | -1,0 <sup>c</sup>               | 3,5 <sup>c</sup>                      | 2,9 <sup>c</sup>  | 2,5 <sup>c</sup>  |
| Cehia             | 2% ±1 pp                                     | 2,70 <sup>b</sup>              | 2,7              | 2,2              | 0,05                                                        | 0,5           | ușor pozitiv                                               | 0,7 <sup>b</sup>                               | 1,4 <sup>b</sup>                | 1,4 <sup>b</sup>                | 1,1 <sup>b</sup>                      | 0,9 <sup>b</sup>  | 1,0 <sup>b</sup>  |
| Polonia           | 2,5% ±1 pp                                   | 2,19 <sup>b</sup>              | 1,9<br>(an 2017) | 2,0<br>(an 2018) | 1,5                                                         | 1,5<br>(oct.) | negativ, în<br>închidere                                   | -2,4 <sup>d</sup>                              | -2,9 <sup>d</sup>               | -2,8 <sup>d</sup>               | -0,3 <sup>d</sup>                     | -0,9 <sup>d</sup> | -1,3 <sup>d</sup> |
| Ungaria           | 3% ±1 pp                                     | 2,50 <sup>b</sup>              | 2,4              | 2,5              | 0,9                                                         | 0,9<br>(oct.) | negativ,<br>apropiat<br>de zero                            | -1,8 <sup>d</sup>                              | (-1,6) -<br>(-1,8) <sup>b</sup> | (-2,2) -<br>(-2,4) <sup>b</sup> | 4,8 <sup>d</sup>                      | 3,5 <sup>b</sup>  | 2,5 <sup>b</sup>  |
| România           | 2,5% ±1 pp                                   | 1,77 <sup>b</sup>              | 2,7<br>(dec.)    | 3,2<br>(dec.)    | 1,75                                                        | 1,75          | pozitiv, în<br>creștere                                    | -3,0 <sup>d</sup>                              | -3,5 <sup>d</sup>               | -3,7 <sup>d</sup>               | -2,1 <sup>b</sup>                     | -2,8 <sup>d</sup> | -2,9 <sup>d</sup> |

\*) metodologie SEC 2010, cu excepția SUA

Sursa: a) Eurostat, b) bănci centrale naționale, c) Banca Centrală Europeană, d) Comisia Europeană, e) Federal Reserve Economic Data,  
f) US Congressional Budget Office

## Rata inflației și masa monetară în România



\*) variație anuală reală

M3 = M2 + acțiuni/unități ale fondurilor de piață monetară (emise) + împrumuturi din operațiuni *repo* + titluri de valoare negociabile emise cu maturitate de până la 2 ani inclusiv

M2 = M1 + depozite cu durata inițială de până la 2 ani inclusiv + depozitele rambursabile după notificare la cel mult 3 luni inclusiv

M1 = numerar în circulație + depozite *overnight*

Sursa: INS, BNR

## Hotărârile Consiliului de administrație al BNR\*

- ☐ Mentinerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an
- ☐ Îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la  $\pm 1,00$  puncte procentuale de la  $\pm 1,25$  puncte procentuale. Astfel, începând cu 8 noiembrie 2017, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit crește la 0,75 la sută, iar rata dobânzii aferente facilității de creditare se reduce la 2,75 la sută
- ☐ Gestionarea fermă 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 7 noiembrie 2017

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

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](http://www.bnr.ro)):

- ☐ Versiunea integrală a Raportului asupra inflației – noiembrie 2017 (limba română)
- ☐ Sinteza Raportului asupra inflației – noiembrie 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](http://www.youtube.com/bnrro))