BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

august 2018

Anul XIV, nr. 53

Raport asupra inflației

August 2018

Anul XIV, nr. 53

NOTE

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

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

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)
ISSN 1584-093X (versiune *online*)
ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 6 august 2018, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 1 august 2018.

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

Cuprins

Sinteză 7

1. Evoluția inflației 13
Caseta 1. Marjele comerciale din sectorul real 16

2. Evoluții ale activității economice 24
1. Cererea și oferta 24

2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă 31
2.1. Prețurile de import 31
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă 33

3. Politica monetară și evoluții financiare 35
1. Politica monetară 35

2. Piețe financiare și evoluții monetare 39
2.1. Ratele dobânzilor 39
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital 42
2.3. Moneda și creditul 43

4. Perspectivele inflației 46
1. Scenariul de bază 46
1.1. Ipoteze externe 46
1.2. Perspectivele inflației 48
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție 52
1.4. Riscuri asociate proiecției 57
Caseta 2. Scenariu de senzitivitate privind evoluția prețului petrolului 59

Abrevieri 62
Lista tabelelor din text 63
Lista graficelor din text 63

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a stopat creșterea în luna iunie 2018, rămânând la nivelul de 5,4 la sută, deasupra intervalului de variație al țintei și ușor peste nivelul prognozat. Totodată, pe ansamblul trimestrului II, creșterea acesteia s-a temperat semnificativ, așa cum s-a anticipat, iar majorarea față de luna martie 2018 a fost determinată doar de componentele exogene ale coșului de consum: dinamica prețului combustibililor, configurată în principal de evoluția prețului internațional al petrolului și, respectiv, majorarea prețului tutunului, pe fondul unei noi etape de ajustare a accizei la această categorie de produse. O influență compensatorie a provenit din partea atenuării ratei anuale a inflației de bază. În aceste condiții, pentru prima oară pe parcursul ultimelor șase trimestre, avansul consemnat de rata anuală a inflației IPC a fost mai puțin pronunțat, semnalând aplatizarea curbei inflaționiste. În schimb, rata medie anuală a inflației IPC a continuat să se dinamizeze, înregistrând o creștere de peste 1 punct procentual, de la 2,5 la sută în martie la 3,6 la sută în iunie. Un parcurs similar a cunoscut și rata medie anuală a inflației IAPC, care a crescut de la 1,9 la sută în martie, la 2,9 la sută în iunie.

Pe parcursul trimestrului II 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a înregistrat o decelerare atingând 2,9 la sută în luna iunie, inclusiv pe fondul unui efect de bază. Valoarea înregistrată la finele trimestrului II a fost inferioară cu 0,2 puncte procentuale celei proiectate în *Raportul* anterior, ca urmare a temperării neanticipate a presiunilor inflaționiste exercitate prin intermediul cererii agregate în prima parte a anului curent și a unei evoluții mai favorabile a cursului de schimb al leului față de euro. Cu toate acestea, valoarea indicatorului s-a menținut relativ ridicată, receptând influența persistentă a presiunilor asociate factorilor fundamentali: creșterea costurilor companiilor (energie, forță de muncă), deviația pozitivă a PIB de la nivelul său potențial și valoarea ridicată a așteptărilor operatorilor economici privind evoluția prețurilor.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a majorat în trimestrul I 2018 (cu 4,9 puncte procentuale față de trimestrul IV 2017, până la 15,6 la sută), în condițiile în care pierderea de ritm înregistrată în planul productivității muncii s-a suprapus unei accelerări a remunerării salariale. O evoluție similară ca sens, dar de magnitudine mai redusă, a fost consemnată și în industrie, dinamica anuală a costurilor salariale unitare avansând în intervalul ianuarie-mai până la 6,6 la sută (cu 2,4 puncte procentuale peste cea din intervalul anterior). Pe lângă contribuția nefavorabilă a factorilor ciclici, la accentuarea presiunilor din partea costurilor unitare continuă să contribuie persistența constrângerilor de natură structurală, îndeosebi cele care vizează inadecvarea cantitativă și calitativă a forței de muncă. În aceste

condiții, presiuni inflaționiste provenind din partea evoluțiilor pieței forței de muncă sunt de natură a se menține și în perioadele următoare. Deși evoluțiile de pe parcursul ultimelor trimestre au exercitat un efect advers asupra competitivității externe, în intervalul 2008-2017 România a înregistrat o dinamică a costurilor unitare cu forța de muncă (calculate la standardul puterii de cumpărare) mai favorabilă în comparație cu media țărilor membre ale Uniunii Europene.

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

În ședința din 7 mai 2018, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an de la 2,25 la sută pe an. Totodată, acesta a decis majorarea la 1,5 la sută pe an a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit și la 3,5 la sută pe an a ratei dobânzii aferente facilității de creditare. În linie cu prognoza anterioară, rata anuală a inflației a crescut în luna martie 2018 până la 4,95 la sută, preponderent pe seama acțiunii factorilor de natura ofertei, mai ales majorarea prețului combustibililor, dar și pe fondul inflației de bază. Aceasta din urmă și-a continuat ascensiunea pe seama presiunilor din partea excedentului de cerere agregată din economie, majorării costurilor de producție (forță de muncă, utilități), a unor influențe ale dinamicii cursului de schimb al leului, dar și pe fondul continuării ajustării ascendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Noul scenariu al prognozei reconfirma proiecția anterioară, indicând creșterea ușoară și ulterior plafonarea ratei anuale a inflației pe parcursul câtorva luni deasupra intervalului țintei, urmată de revenirea acesteia la finalul anului curent în apropierea limitei superioare a intervalului.

Incertitudinile și riscurile aferente proiecției proveneau atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe plan intern, acestea erau asociate în principal prețurilor administrate și condițiilor de pe piața muncii. Pe plan extern, erau relevante riscurile aferente evoluției viitoare a prețului internațional al petrolului, ritmului creșterii economice și dinamicii inflației în zona euro și, implicit, conduitei politicii monetare a BCE și a băncilor centrale din regiune.

Ulterior, datele statistice au indicat creșterea ratei anuale a inflației până la 5,41 la sută în luna mai, valoare poziționată peste nivelul prognozat anterior, evoluția fiind asociată factorilor de natura ofertei, în principal creșterilor consistente, peste așteptări, ale prețurilor combustibililor și produselor din tutun. În același timp, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a scăzut până la 2,99 la sută în luna mai, pe seama produselor alimentare procesate și a serviciilor, influențate de atenuarea ritmurilor de creștere ale prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare și de evoluția cursului de schimb al leului în raport cu euro. Creșterea economică din trimestrul I 2018 a decelerat mai pronunțat decât se anticipa anterior, pe seama reducerii aportului absorbției interne, în timp ce contribuția exportului net la dinamica PIB real s-a îmbunătățit, antrenând o temperare a ritmului de creștere a deficitului de cont curent, acesta rămânând totuși la o valoare ridicată.

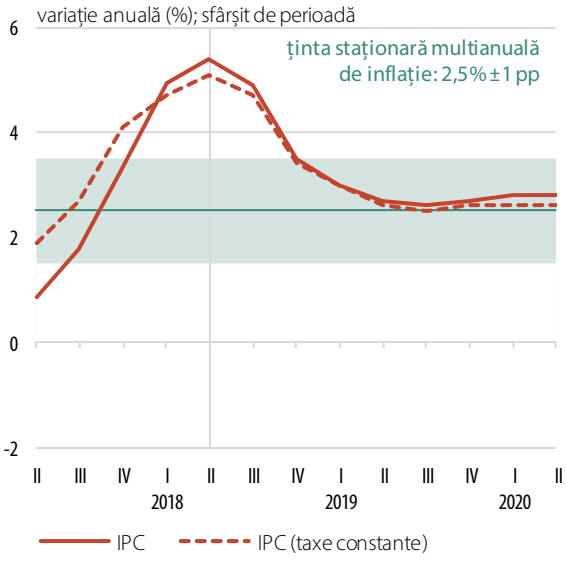
În ședința Consiliului de administrație al BNR din 4 iulie 2018, cele mai recente evaluări reconfirmau prognoza pe termen mediu din *Raportul asupra inflației* anterior. Evaluarea era în continuare grevată de riscuri și incertitudini semnificative, provenind în principal din partea condițiilor de pe piața muncii, a evoluției prețurilor administrate și a cotației petrolului, precum și a volatilității de pe piața financiară internațională. Relevante rămâneau și riscurile asociate perspectivei creșterii economice în zona euro și pe plan global și pericolului escaladării protecționismului comercial.

Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an. Totodată, acesta a reiterat importanța unui dozaj și a unei cadențe adecvate de ajustare a conduitei politicii monetare, din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste și a menținerii ratei anuale a inflației pe traiectoria evidențiată de prognoza pe termen mediu a BNR, în condiții de protejare a stabilității financiare.

Perspectivele inflației

Față de *Raportul* din mai 2018, valorile proiectate pentru rata anuală a inflației IPC din scenariul de bază au fost revizuite în jos, cu 0,1 puncte procentuale pentru finele anului curent și, respectiv, cu 0,3 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor. Astfel, rata inflației este proiectată să decelereze până la limita de 3,5 la sută a intervalului țintei la sfârșitul anului 2018 și la 2,7 la sută la finele anului 2019. La orizontul de opt trimestre al prognozei (trimestrul II 2020) aceasta se va plasa la 2,8 la sută. Revizuirile față de runda anterioară se datorează contribuțiilor mai reduse provenind din partea indicelui CORE2 ajustat și a prețurilor administrate, compensate parțial de aportul mai ridicat al prețurilor combustibililor și al celor ale produselor din tutun, însă doar pentru anul curent. Calculată la taxe constante, rata anuală a inflației IPC este preconizată să se plaseze la 3,4 la sută la sfârșitul anului 2018 și la 2,6 la sută la finele anului 2019, valori situate cu doar 0,1 puncte procentuale sub cele din runda anterioară.

Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de bază al proiecției prevede temperarea creșterii economice pe parcursul anului 2018, urmată de o ușoară accelerare în cursul celui viitor, când este de așteptat să revină către o dinamică anuală apropiată de cea a PIB potențial. În paralel cu decelerarea ritmului PIB relativ la valoarea înregistrată în anul precedent, scenariul de bază prevede revenirea la o structură mai echilibrată din perspectiva contribuției componentelor acestuia – cererea internă și exportul net – la creșterea economică. Astfel, consumul va cunoaște cea mai amplă decelerare pe parcursul anului curent, reflectând dinamica anticipată a venitului disponibil real al gospodăriilor populației, rămânând însă principalul determinant al

avansului PIB. La rândul său, formarea brută de capital fix își va continua redresarea, însă tracțiunea anuală a componentei va fi afectată de evoluția mai puțin favorabilă înregistrată în prima parte a anului curent, continuând să rămână strict condiționată de ritmul atragerii fondurilor europene structurale și de investiții, cu perspective de ameliorare pe parcursul următorilor ani. În același timp, contribuția exportului net va cunoaște o îmbunătățire, fiind anticipată să fie aproximativ neutră, în succedarea valorilor negative înregistrate pe parcursul ultimilor ani.

Conform scenariului de bază, deficitul de cont curent își va continua tendința de majorare inițiată în anul 2015, menținându-se pe termen mediu sub valoarea de 4 la sută din PIB și fiind marcat de o aplatizare a dinamicii ascendente inclusiv față de proiecția din *Raportul* anterior. În perspectivă regională, însă, rămâne preocupantă divergența de poziționare a indicatorului, atât în ultimii ani, cât și în cea mai mare parte a intervalului de proiecție, semnalând acumularea într-un ritm mai rapid a dezechilibrelor macroeconomice în cazul României. Finanțarea deficitului extern este preconizată a fi acoperită prin fluxuri de capital stabile și negeneratoare de datorie externă, însă prognoza indică menținerea ponderii acestor fluxuri în PIB nominal la valori inferioare celor înregistrate în perioada 2014-2016, în principal pe seama volumului mai redus al atragerilor de fonduri europene structurale și de investiții în contextul cadrului financiar multianual curent (2014-2020).

Comparativ cu *Raportul* anterior, nivelul deviației PIB interne a suferit o nouă reevaluare în sens descendent, în contextul moderării în trimestrul I a ritmului de creștere economică la 4 la sută, de la 6,7 la sută în trimestrul IV 2017, valoare ce implică revenirea activității economice către ritmul potențial de creștere. În aceste condiții, valoarea medie anuală a excedentului de cerere este inferioară în 2018 celei estimate pentru 2017; cu toate acestea, în termeni trimestriali, deviația PIB se va poziționa pe o traiectorie moderat ascendentă începând din trimestrul II 2018, fiind preconizat ca, din trimestrul II 2019, această tendință să se inverseze, pe fondul reconfigurării la valori apropiate de cele neutre atât a setului condițiilor monetare reale în sens larg, cât și a conduitei discreționare a politicii fiscale (i.e. impulsul fiscal).

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată a atinge 2,7 la sută la sfârșitul anului 2018 și 3,2 la sută la finele celui viitor, valori revizuite în jos față de *Raportul* precedent. La aceasta au contribuit, pe lângă temperarea presiunilor exercitate prin intermediul cererii agregate – cu efecte persistente asupra nivelului ratei anuale a inflației de bază –, și disiparea mai rapidă a presiunilor exercitate de cotațiile unor materii prime agroalimentare cu influență asupra prețurilor alimentelor procesate. În dinamică, însă, presiuni inflaționiste asupra ratei anuale a inflației de bază continuă să provină, pe parcursul anului curent, din partea deviației PIB și a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, iar al celui viitor, din cea a evoluției anticipate a prețurilor bunurilor din import, pe fondul traiectoriei preconizate a prețurilor externe.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 1,9 puncte procentuale la sfârșitul anului 2018, superioară cu 0,3 puncte procentuale celei preconizate în *Raportul asupra inflației* din luna mai, și de 0,7 puncte procentuale la finalul anului 2019, inferioară cu 0,2 puncte

procentuale. În structură, în 2018, revizuiri semnificative, în sens ascendent, au vizat dinamica prețurilor la combustibili, precum și evoluția prețurilor produselor din tutun. Pentru anul 2019 cvasitotalitatea revizuirilor față de *Raportul* anterior este explicată de legiferarea recentă a reducerii TVA în cazul energiei termice și al altor subcategorii ale grupei produselor cu prețuri administrate.

Conduita politicii monetare este configurată în vederea unui dozaj și a unei cadențe adecvate de ajustare, din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste și a menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, în condiții de protejare a stabilității financiare.

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

Pe plan intern, continuă să se manifeste riscuri de abatere în sus a ratei proiectate a inflației, decurgând din menținerea unui grad înalt de tensionare a pieței muncii, cu potențial de a alimenta suplimentar excedentul de cerere agregată din economie. În același timp, din perspectiva finanțelor publice, rămâne dezirabilă menținerea unui echilibru între setul de măsuri fiscale și de venituri cu rol de stimulare a cererii agregate și, respectiv, cele de potențare a capacității productive a economiei. În acest fel, s-ar putea preveni reorientarea surplusului de cerere, atât din sectorul privat, cât și din cel public, către importul de bunuri și servicii, cu consecințele inerente asupra dezechilibrului extern și, implicit, asupra reconfigurării scenariului de bază al proiecției într-o formulă marcată de rate mai ridicate ale inflației și, respectiv, de rate mai reduse ale creșterii economice.

Într-o perspectivă mai largă, se impune implementarea consecventă a unui mix echilibrat de politici macroeconomice, în paralel cu continuarea și aprofundarea reformelor structurale din economie, în vederea asigurării unei creșteri economice sustenabile, fără periclitarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

În plan extern, un factor de risc care și-a accentuat relevanța pe parcursul ultimelor luni este reprezentat de continuarea escaladării protecționismului comercial. Deși evaluările curente, pornind de la setul de măsuri deja în vigoare (tarife de import majorate), indică doar un impact marginal asupra economiei globale, în ipoteza unei extinderi a acestora către o gamă largă de bunuri și a aplicării generalizate, de către toți partenerii comerciali, efectele negative ar putea deveni considerabile. Într-o astfel de eventualitate, economia României ar urma să fie afectată prin canalul comercial atât în mod direct, cât și indirect, prin reducerea cererii externe și majorarea prețurilor bunurilor din import, inclusiv pe fondul – extrem de probabil – al accentuării aversiunii globale la risc, cu impact asupra poziționării cursului de schimb al leului față de principalele valute.

Pe un asemenea fundal marcat de incertitudini sporite, evoluțiile cu privire la procesul *Brexit* continuă să prezinte o relevanță ridicată, deși configurarea în manieră mai precisă a acestui risc depinde în mod esențial de coordonatele finale ale acordului dintre Marea Britanie și Uniunea Europeană, necunoscute la acest moment.

În ceea ce privește evoluția prețurilor volatile ale alimentelor, persistă incertitudini inerente condițiilor climaterice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole. Riscuri relativ echilibrate la adresa inflației, condiționate de informațiile disponibile până în prezent, provin din partea prețurilor administrate, deşi incertitudinile privind evoluția viitoare a acestora rămân ridicate.

Un factor de risc care și-a menținut relevanța și în runda curentă se referă la prețurile internaționale ale materiilor prime, cu precădere cele energetice, în contextul evoluțiilor recente ale cotațiilor țițeiului și al volatilității sporite observate în ultimul an pe piețele internaționale.

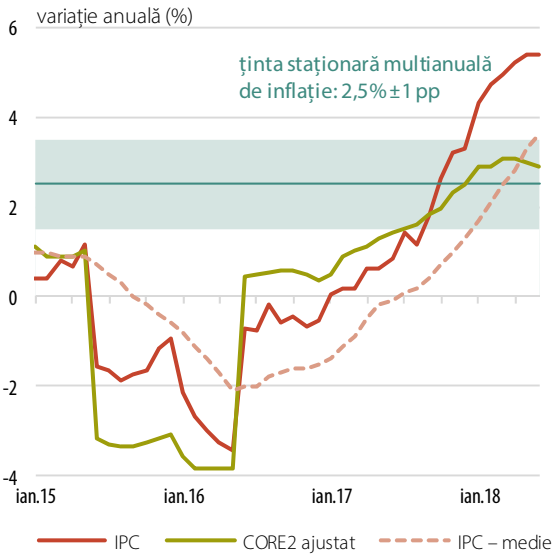
Decizia de politică monetară

Având în vedere stoparea creșterii ratei anuale a inflației în luna iunie și perspectiva coborârii ei spre limita superioară a intervalului țintei în ultimele luni ale anului curent, precum și revizuirea ușor în sens descendent a traiectoriei prognozate a acesteia pe orizontul mai îndepărtat de timp, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 6 august 2018 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută. În același timp, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,50 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei şi, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a atins nivelul de 5,4 la sută la finele trimestrului II 2018, cu 0,45 puncte procentuale peste valoarea înregistrată în luna martie, majorându-și astfel ecartul față de limita superioară a intervalului de variație al țintei staționare de 2,5 la sută ±1 punct procentual. Avansul, mai puțin pronunțat comparativ cu perioada precedentă, s-a produs exclusiv pe fondul dinamicii alerte consemnate de prețurile unor componente exogene, generate de creșterile abrupte ale cotației țițeiului pe piețele internaționale și de majorarea accizei la țigarete. În contrast, componenta de bază a inflației CORE2 ajustat și-a atenuat ritmul anual de creștere (2,9 la sută în iunie 2018, în scădere de la 3,09 la sută în aprilie), în contextul disipării presiunilor exercitate de cotațiile unor materii prime agroalimentare, dar și al unei ușoare aprecieri a monedei naționale în raport cu euro. Cu toate acestea, dinamica anuală alertă a costurilor companiilor (energie, forța de muncă), deviația consistent pozitivă a PIB de la nivelul potențial și nivelul ridicat al așteptărilor operatorilor economici privind evoluția prețurilor sugerează menținerea unui climat inflaționist (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



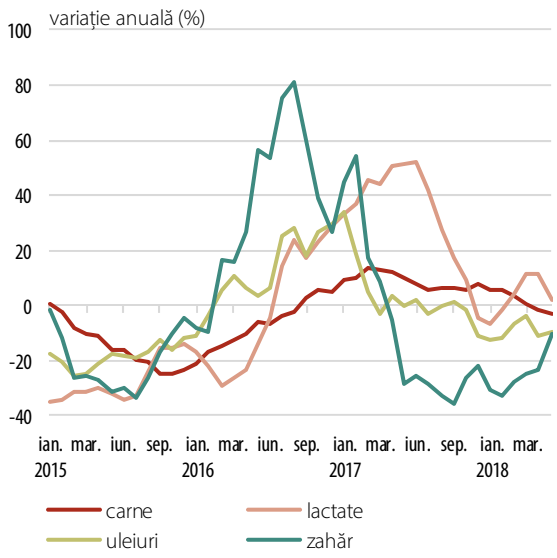
Sursa: INS, BNR

Similar celor două trimestre anterioare, parcursul ratei anuale a inflației IPC în trimestrul II 2018 a fost marcat decisiv de evoluția unor componente exogene. Cea mai importantă influență a revenit grupei combustibililor, în condițiile în care cotația petrolului Brent s-a înscris pe un trend puternic ascendent încă de la începutul lunii aprilie, consemnând pe ansamblul trimestrului II o valoare medie cu aproape 12 la sută peste cea înregistrată în primele trei luni ale anului – în bună măsură ca urmare a tensiunilor politice dintre SUA și Iran, dar și a unor disensiuni între statele participante la Acordul privind plafonarea ofertei de petrol. Impactul asupra prețurilor interne de consum a fost potențat de evoluția perechii USDRON, moneda națională pierzând aproape în totalitate ritmul robust de apreciere în raport cu dolarul SUA observat la începutul anului 2018. În aceste condiții, rata anuală a inflației pe segmentul combustibililor a ajuns la 17,4 la sută în luna iunie – nivel care nu a mai fost atins din anul 2005 –, un aport revenind însă și majorării accizei operate în a doua jumătate a anului 2017 (circa 2 puncte procentuale).

O contribuție pozitivă, dar mai puțin pronunțată la dinamica anuală a IPC a venit din partea scumpirii produselor din tutun, pe fondul majorării cu circa 2 la sută a accizei la

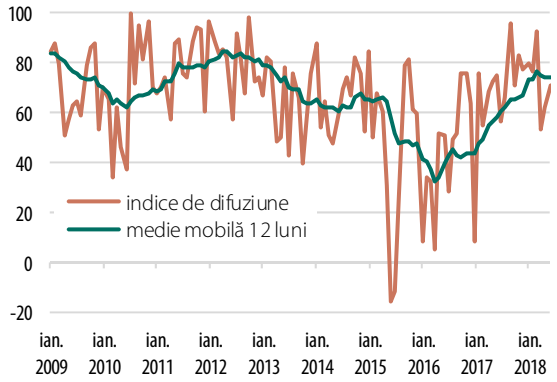
1 aprilie[1]. De asemenea, creșteri de preț au avut loc în cadrul grupei „energie" (aproximativ 4,5 la sută în cazul gazelor naturale în luna aprilie), însă contribuția acesteia – ca de altfel a întregului segment cu prețuri administrate – la variația anuală a indicatorului agregat a rămas constantă, impactul curent fiind similar ca amplitudine celui rezultat din majorările operate în trimestrul II al anului precedent.

Grafic 1.2. Cotațiile bunurilor agroalimentare



Sursa: FAO

Grafic 1.3. Indicele de difuziune al inflației de bază



Notă: Indicele de difuziune este calculat ca diferență între suma ponderilor bunurilor și serviciilor din componența CORE2 ajustat care au înregistrat rate lunare ale inflației pozitive și suma ponderilor celor care au consemnat rate lunare ale inflației negative (grad de acoperire de 100 la sută din coșul aferent inflației de bază). Variațiile nu exclud efectele măsurilor adoptate în regimul taxelor și impozitelor.

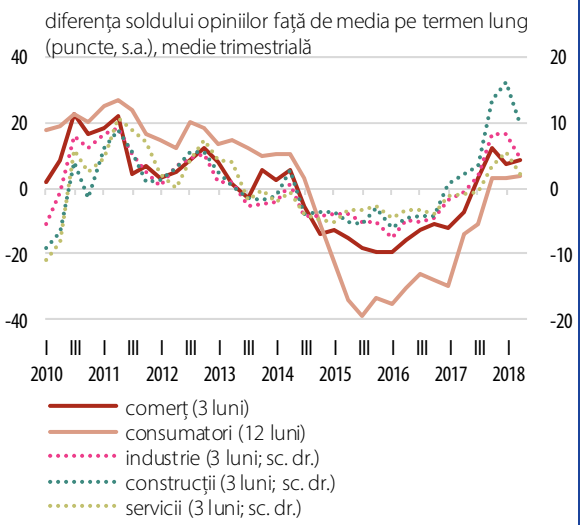
Sursa: INS, calcule BNR

Evoluția inflației de bază s-a înscris însă, de această dată, într-un registru divergent. După cinci trimestre de accelerări succesive, rata anuală a CORE2 ajustat a consemnat în trimestrul II o corecție, coborând în luna iunie la 2,9 la sută. Încetinirea a fost localizată cu precădere la nivelul componentei alimentare, datorându-se atenuării presiunilor provenind din sfera cotațiilor produselor agroalimentare, dar și efectului de bază generat de șocurile resimțite în intervalul aprilie-iunie 2017 pe segmentul produselor din carne (cu precădere de porc; Grafic 1.2). Un aport suplimentar la temperarea inflației de bază CORE2 ajustat a revenit grupei serviciilor, pe fondul unui nivel mai apreciat al monedei naționale în raport cu euro pe ansamblul trimestrului II comparativ cu intervalul precedent.

Cu toate acestea, variația trimestrială a inflației de bază în perioada aprilie-iunie 2018 rămâne peste valorile medii observate în trimestrele corespunzătoare ale anilor 2010-2016, reflectând acțiunea persistentă a factorilor fundamentali (Grafic 1.3). Deviația pozitivă a PIB față de nivelul potențial se menține consistentă, în pofida unei dinamici sub așteptări a activității economice în trimestrul I, companiile continuă să acumuleze presiuni la nivelul costurilor de producție ca urmare a traiectoriei ascendente a cotațiilor bunurilor energetice și a creșterii alerte a costurilor unitare cu forța de muncă, iar perspectiva agenților economici cu privire la evoluția prețurilor rămâne caracteristică unui mediu inflaționist. Într-o anumită măsură, acest climat este întreținut și de politica de preț a companiilor, ale căror marje comerciale au avut un parcurs ascendent în ultimii ani, în corelație cu îmbunătățirea poziției ciclice a economiei (Caseta 1). Dacă în sectorul comercial tendința s-a menținut și în anul 2017, în cazul producătorilor de bunuri de consum ea pare a se fi întrerupt, în condițiile în care spațiul oferit de prețurile joase ale materiilor prime s-a estompat, iar competiția pe acest segment este ridicată, companiile resimțind o concurență intensă și din partea produselor din import (estimate a acoperi circa jumătate din consumul intern).

[1] Și în această situație creșterile de preț operate de producători au fost superioare celor justificate de modificările fiscale.

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



Notă: Media pe termen lung este calculată pentru intervalul 2010-2017.

Sursa: Sondaj INS/CE-DG ECFIN

Pe ansamblul trimestrului II, consumatorii și operatorii comerciali și-au ajustat în sens ascendent anticipațiile privind evoluția prețurilor, în timp ce în industrie, servicii și construcții rezultatele Sondajului DG ECFIN indică o temperare a așteptărilor referitoare la dinamica prețurilor în următoarele trei luni. Cu toate acestea, soldurile opiniilor exprimate în cadrul sondajului rămân superioare mediei pe termen lung[2] în cazul tuturor operatorilor economici (Grafic 1.4). Totodată, anticipațiile analiștilor bancari privind inflația la finele anului 2018 au continuat să se deplaseze pe o traiectorie crescătoare, depășind marginal limita superioară a intervalului asociat țintei de inflație (chiar dacă modificarea a fost mai puțin amplă comparativ cu trimestrul I 2018). În schimb, ratele așteptate ale inflației pe orizonturile mai îndepărtate (până la doi ani) au rămas în interiorul intervalului țintei, plasându-se la valori similare celor anticipate în primele trei luni ale anului 2018.

Ratele medii anuale ale IPC și IAPC și-au continuat parcursul ascendent observat în perioada anterioară, păstrându-și dinamica alertă, pe măsură ce ritmurile grevate de modificările fiscale operate la începutul anului 2017 ies din baza de calcul și sunt înlocuite de ratele curente. Astfel, inflația medie anuală IPC a avansat cu peste 1 punct procentual, până la 3,6 la sută în iunie 2018. Motivația este valabilă și pentru valoarea medie a indicelui cu structură armonizată, care a atins nivelul de 2,9 la sută la finele trimestrului II (+1 punct procentual față de valoarea consemnată în luna martie). În acest caz, ecartul față de media UE continuă să se extindă alert, ajungând la 1,2 puncte procentuale, media europeană a indicatorului menținându-se stabilă la nivelul de 1,7 la sută pentru al treilea trimestru consecutiv.

Comparativ cu proiecția publicată în ediția precedentă a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației înregistrată în luna iunie 2018 s-a situat peste nivelul așteptat, ca urmare a scumpirilor mai ample decât cele anticipate ale carburanților, respectiv ale produselor din tutun. Eroarea de proiecție pe aceste componente a fost parțial compensată de evoluția inflației de bază CORE2 ajustat, a cărei dinamică, ușor mai temperată decât cea previzionată, pare a fi asociată mai degrabă unui sentiment nefavorabil în sectorul de *retail* și unei dinamici a perechii EURRON mai favorabile comparativ cu cea avută în vedere la realizarea proiecției.

[2] 2010-2017.

Caseta 1. Marjele comerciale din sectorul real

Rata inflației este influențată nemijlocit de modul în care operatorii economici (în special comercianții și producătorii de bunuri de consum) își stabilesc marjele comerciale. Prin urmare, acestea intră în sfera de preocupări a unei bănci centrale, cu atât mai mult cu cât literatura de specialitate documentează legătura dintre evoluția lor și fazele ciclului economic. La nivel teoretic se pot fundamenta însă atât mecanisme care să rezulte într-un comportament prociclic al marjelor comerciale, cât și mecanisme care conduc la un profil contraciclic al acestora. În aceste condiții, nu este clar *apriori* dacă într-o perioadă caracterizată de exces de cerere agregată, precum cea traversată de economia autohtonă în ultimii doi ani, politica de marje a operatorilor economici acționează în sensul temperării presiunilor inflaționiste asociate creșterii costurilor cu factorii de producție sau exercită o contribuție în același sens.

Dincolo de poziționarea într-o fază de *boom*, o altă trăsătură a economiei românești în perioada recentă, care are potențialul de a afecta traiectoria inflației prin politica de marje, se referă la intensificarea concurenței din sectorul comercial, în special pe fondul extinderii rețelelor de comerț modern. În mod similar însă, modul în care aceasta s-a oglindit în evoluția inflației este dificil de evaluat exclusiv cu ajutorul teoriei economice.

Prezenta analiză pune în discuție o serie de mecanisme care pot sta la baza politicii de marje a firmelor, cu accent asupra celor doi factori anterior menționați – condițiile de cerere și mediul concurențial. De asemenea, analiza cuprinde un exercițiu empiric ce ilustrează modul în care au evoluat marjele comerciale în economia românească a ultimilor ani și oferă câteva coordonate cu privire la influențele care au determinat această evoluție.

Stabilirea marjelor comerciale: mecanisme teoretice

Poate cel mai cunoscut rezultat teoretic referitor la decizia unei firme privind prețul de vânzare și, implicit, marja comercială pune în prim plan mediul competițional. Pe piața cu concurență perfectă, obiectivul de optimizare a profiturilor dictează ca firma să producă până la un nivel la care prețul de vânzare egalează costul marginal al ultimei unități produse, spre deosebire de o firmă cu putere monopolistă, pentru care este mai avantajos să practice un preț superior costului marginal. Pornind de la aceste considerații, este de așteptat ca o intensificare a competiției pe piață să exercite un efect inhibitor asupra marjelor comerciale ale operatorilor; în sens opus, un nivel mai redus al competiției ar determina amplificarea acestora. Totuși, manifestarea unor efecte de structură poate modifica direcția de influență a factorului în discuție; concret, întețirea competiției până la punctul în care operatorii caracterizați de marje mai reduse ies de pe piață ar putea antrena creșterea marjei comerciale la nivel sectorial.

Același cadru teoretic evidențiază, pentru piețele cu concurență monopolistă, dependența ecartului preț de vânzare-cost marginal de elasticitatea cererii: un răspuns mai redus al acesteia la o creștere a prețurilor permite practicarea unor

marje mai mari. De altfel, firmele urmăresc, în general, diferențierea propriilor produse pentru a le face mai greu substituibile (conferind cererii care li se adresează un caracter mai inelastic), o modalitate fiind aceea de a produce la parametri calitativi superiori, strategie susținută, eventual, prin investiții în cercetare-dezvoltare.

În același timp însă, senzitivitatea cererii în raport cu prețurile poate fi influențată și de factori externi firmei, precum fazele ciclului economic. În acest sens, în perioadele de *boom* consumatorii au o atitudine ceva mai laxă în privința finanțelor proprii, astfel încât ar fi în interesul firmelor să profite de expansiunile economice pentru a-și spori marjele. Totuși, întrucât în asemenea momente costurile tind la rândul lor să crească, în asociere cu presiunea sporită asupra factorilor de producție, operatorii își vor putea ridica marjele doar dacă rigiditatea costurilor o va depăși pe cea a prețurilor.

Mai mult, se poate întâmpla ca, într-un context favorabil al cererii, firmele nici să nu urmărească de fapt o amplificare a marjelor comerciale. Astfel, dacă operatorii sunt preocupați de un orizont mai îndelungat, cuprinzând întregul ciclu economic, ei pot aprecia că o eventuală creștere a marjelor în faza de *boom* va provoca o eroziune a cotei de piață, cu un impact negativ asupra profitului firmei pe termen mai lung superior ca amplitudine celui benefic obținut pe termen scurt. La o amplificare a cererii, acești agenți își vor păstra neschimbate marjele comerciale, sau poate chiar le vor reduce, dacă ajung la concluzia că se impune o fructificare a oportunității date de expansiunea cererii în sensul unei îmbunătățiri a poziției lor pe piață.

Prin urmare, chiar dacă teoria economică evidențiază unele influențe din partea mediului concurențial sau a fazei ciclului economic care se pot regăsi în evoluția marjelor comerciale, nu există un consens cu privire la sensul de acțiune al acestora.

Evidențe empirice cu privire la traiectoria și factorii de influență ai marjelor comerciale

Dintre cei doi factori de influență menționați anterior, cea mai vizibilă evoluție din ultimii ani la nivelul economiei autohtone vizează poziția în cadrul ciclului de afaceri – deviația PIB de la nivelul potențial s-a plasat pe o traiectorie ascendentă începând cu anul 2014, reintrând în teritoriul pozitiv în cursul anului 2016, pentru ca în prezent excesul de cerere să se situeze la un nivel cuprins între 2 și 3 la sută. Faptul că economia locală este caracterizată de salarii mai rigide comparativ cu prețurile (Iordache și Pandioniu, 2014) este de natură a indica faptul că firmele își pot ridica marjele comerciale la o amplificare a cererii. Nu este însă la fel de clar *apriori*, în baza mecanismului teoretic discutat anterior, dacă ele chiar ar recurge la o astfel de modificare, în virtutea unei orientări către obținerea de profituri pe termen scurt, sau, dimpotrivă, vizează consolidarea cotei de piață, obținută prin menținerea constantă sau chiar reducerea marjelor.

Un alt fenomen vizibil în evoluția economiei din ultimii ani, de data aceasta cu implicații asupra mediului competițional, a constat în extinderea rețelelor comerciale de talie mare, care a accentuat concurența în sectorul de profil. În mod similar însă, impactul acestui fenomen asupra evoluției marjelor este neclar *ex ante*.

Evaluarea empirică a mecanismelor descrise presupune, înainte de toate, estimarea marjelor comerciale, demers pentru care există în literatura de specialitate mai multe abordări – unele bazate pe date macro-, iar altele pe date microeconomice. Prezenta analiză utilizează informațiile financiar-contabile ale firmelor[3], iar marja comercială este determinată la nivel de operator economic – urmărindu-se diferența dintre prețul de vânzare mediu și costul de producție mediu asociate întregii sale game de produse – prin aproximare cu rata profitului:

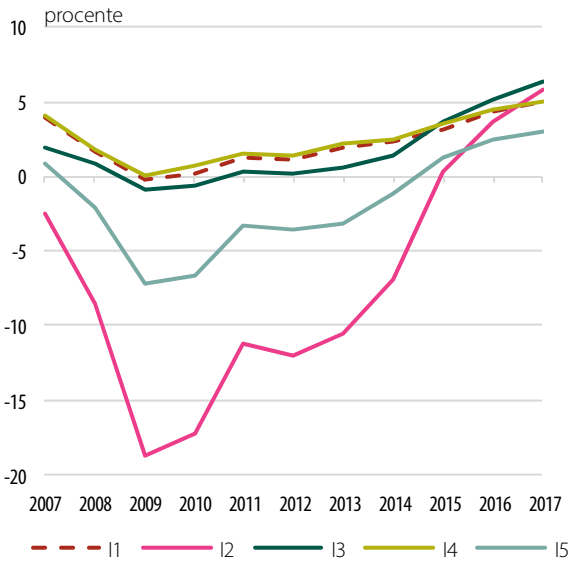
$$\text{Marjă comercială medie (\%)} = \frac{\text{Marjă comercială medie}}{\text{Preț}} = \frac{\text{Preț} - \text{Cost}_{\text{mediu}}}{\text{Preț}} = \frac{\text{Preț} \cdot \text{Cantitate} - \text{Cost}_{\text{mediu}} \cdot \text{Cantitate}}{\text{Preț} \cdot \text{Cantitate}} \approx \frac{\text{Venit}_{\text{total}} - \text{Cheltuieli}_{\text{totale}}}{\text{Venit}_{\text{total}}} = \frac{\text{Profit}_{\text{net}}}{\text{Venit}_{\text{total}}}$$

Mai departe, o relație similară este folosită pentru a caracteriza un sector de activitate în ansamblu sau întreaga economie:

$$\text{Marjă comercială medie}^{\text{nivel agregat}} (\%) \approx \frac{\text{Profit}_{\text{net}}^{\text{nivel agregat}}}{\text{Venit}_{\text{total}}^{\text{nivel agregat}}}$$

unde numărătorul și numitorul rezultă pe baza unor agregări corespunzătoare.

Grafic A. Marjele comerciale la nivel agregat



Sursa: MFP, calcule BNR

Rezultatele obținute pun în evidență creșterea marjelor comerciale la nivelul întregii economii în intervalul 2014-2017 (Grafic A), concluzia fiind susținută nu doar de evoluția indicatorului descris mai sus (I1), ci și de traiectoria măsurilor de tendință centrală ale distribuției marjelor procentuale la nivelul întregii economii (media și mediana distribuției – I2 și, respectiv, I3), precum și a indicatorilor obținuți prin mediere ponderată a marjelor comerciale individuale, pe baza cifrei de afaceri (I4) și a numărului de angajați (I5).

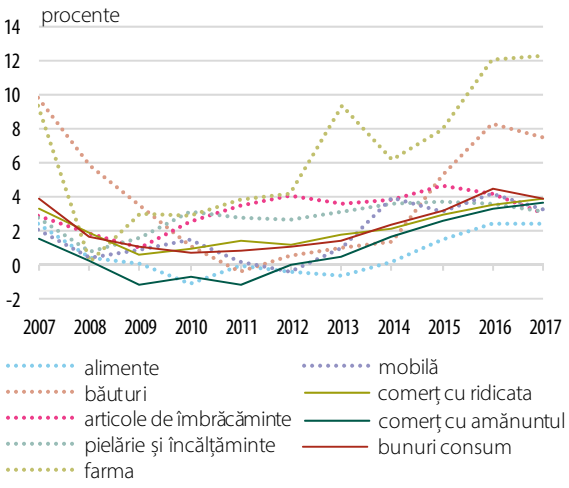
Domeniile de activitate cu relevanță sporită din perspectiva ratei inflației, respectiv sectorul comercial[4] și cel producător de bunuri de consum[5],

[3] Datele acoperă intervalul 2007-2017 și includ toate sectoarele de activitate, cu excepția celui financiar (Secțiunea K a Nomenclatorului CAEN), a celui de servicii publice (secțiunile O și P) și a celor care se referă la secțiunile T și U (activități ale gospodăriilor în calitate de angajator de personal casnic, respectiv de producere de bunuri și servicii destinate consumului propriu; activități ale organizațiilor și organismelor extrateritoriale). Sursa datelor este Ministerul Finanțelor Publice. Din populația firmelor au fost excluse observațiile care corespund unor erori de raportare (de exemplu, cheltuieli negative), respectiv observațiile pentru care veniturile sunt nule, neputând fi estimată o marjă. De asemenea, a fost aplicată o procedură standard de eliminare a rezultatelor extreme: pornindu-se de la distribuția marjelor comerciale și de la cea a marjelor de exploatare (la nivel de diviziune CAEN, într-un anumit an), au fost păstrate doar observațiile care corespund unor valori situate între centila a 5-a și centila a 95-a.

[4] Diviziunile CAEN 46 și 47.

[5] Diviziunile CAEN 11, 12, 14, 15, 18, 21 și 31, respectiv grupele CAEN 10.1, 10.2, 10.3, 10.4, 10.5, 10.7, 10.8, 13.9, 20.4, 26.4, 26.7, 27.5, 30.9, 32.1, 32.2, 32.3, 32.4, 32.9.

Grafic B. Marja comercială* în industria bunurilor de consum și în comerț



*) calculată prin agregarea veniturilor și cheltuielilor la nivel de sector

Sursa: MFP, calcule BNR

au fost la rândul lor caracterizate, pe ansamblu, de o amplificare a marjelor comerciale în ultimii ani, dincolo de eterogenitatea ce caracterizează politica de marje a fiecărui domeniu de activitate (Grafic B). Totuși, în anul 2017, tendința de ameliorare a marjelor în industria bunurilor de consum pare a se fi întrerupt, printre ramurile care au imprimat această evoluție figurând industria ușoară, care se confruntă de mai mulți ani cu dificultăți asociate eroziunii poziției competitive, sau producția de mobilă, semnalele din piață indicând drept posibilă explicație creșterea costurilor cu materia primă din ultima perioadă. Nici în industria alimentară creșterile succesive din perioada 2014-2016 nu s-au perpetuat, fără a se fi consemnat însă un recul, astfel încât marjele comerciale s-au plasat în anul 2017 la un nivel similar celui din perioada anterioară.

În contextul interpretării rezultatelor obținute din perspectiva presiunilor inflaționiste, trebuie avut în vedere faptul că analiza a vizat întreaga activitate a firmelor, atât pe piața internă (cea relevantă pentru dinamica IPC), cât și pe cea externă, fiind posibil ca operatorii să practice marje diferite în relația cu exteriorul, comparativ cu cele impuse în relația cu clienții autohtoni.

Un alt motiv ce reclamă interpretarea cu o oarecare precauție a rezultatelor este acela că datele includ și operatori a căror activitate pare decuplată de fundamente economice, astfel încât comportamentul lor nu cuprinde informații utile din perspectiva problematicii abordate. Concret, unele firme au rezultate economice foarte slabe, continuând totuși să existe pe piață, cu toate că, în mod obișnuit, ele ar fi trebuit să dispară. De exemplu, 3,6 la sută dintre observațiile cuprinse în eșantion se referă la firme care au înregistrat marje medii procentuale mai mici de -20 la sută, pe o durată de cel puțin șase ani. Mergând către o referință extremă, 4,1 la sută dintre observații corespund unor marje comerciale mai mici de -100 la sută, rezultat greu justificabil pentru un operator economic, în condiții normale. Totuși, este vorba, în general, de firme mici, astfel încât valorile și, mai ales, trendurile indicatorilor agregați care iau în considerare dimensiunea operatorilor nu sunt foarte sensibile la prezența în eșantion a unor astfel de observații[6]; includerea sau eliminarea acestora afectează, mai degrabă, indicatorii de tendință centrală ai distribuției marjelor, întrucât fiecărei firme i se acordă aceeași importanță.

Trendul ascendent din ultimii ani al marjelor a coincis cu tendința crescătoare a deviației PIB de la nivelul potențial; de altfel, cei doi indicatori au avut traiectorii similare pe întreaga perioadă analizată, ceea ce sugerează că, în România, marjele comerciale au un caracter prociclic, similar celui remarcat și în alte economii (printre

6 De exemplu, eliminând complet observațiile care corespund unei marje mai mici de -100 la sută, indicatorul calculat pentru întreaga economie crește cu circa 1 punct procentual în fiecare an, păstrându-și astfel tendința.

studiile care documentează un astfel de comportament din partea marjelor se numără Deutsche Bundesbank, 2017, care utilizează date referitoare la șapte state europene, sau Macallan și Parker, 2008, care studiază economia Marii Britanii). Astfel, presiunile asupra prețurilor de consum care apar în contextul unui exces de cerere sunt asociate nu doar creșterii costurilor (materiale și/sau salariale), ci și unei evoluții în același sens a marjelor. În economia românească, influențe inflaționiste de această natură au devenit mai vizibile abia în ultima perioadă, cu o oarecare întârziere comparativ cu reintrarea în teritoriul pozitiv a *gap*-ului de PIB (survenită în ultima parte a anului 2016), fapt explicabil însă prin influența contextului extern, mai precis prin efectul de compensare exercitat de cotațiile reduse ale materiilor prime la nivel internațional[7].

Relația directă dintre condițiile de cerere și evoluția marjelor este atestată și de rezultatele unor estimări econometrice pe baza unor date de tip *panel* (Tabel A).

Tabel A. Rezultatele estimărilor

Variabile explicative / specificații	Variabila dependentă: marja comercială					
	sectorială			la nivel de firmă		
	toată economia	industrie		industria bunurilor de consum[1]		comerț
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IHH sector • Expunere piața internă	0,000018	0,000034	0,000022**	0,000022***	0,000020***	
IHH						0,0003***
Diferențial cifră de afaceri sector	0,0272***	0,0211***		0,0415**		
Diferențial cifră de afaceri sector • Gap de PIB	0,0049*	0,0066**		0,0135***		
Gap de PIB						0,0089***
Gap de producție			0,2182***		0,1628***	
Gap de producție • Gap de PIB			0,0473***		0,0183***	
Dimensiune				0,0800***	0,0769***	0,0593***
Statut importator (Da/Nu)				0,0391***	0,0360***	0,0574***
Constanta	0,0254**	-0,3077***	-0,2370***	-0,2338***	-0,2202***	-0,1485***
Efecte sectoriale	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Efecte de timp	Da	Da	Da	Da	Da	Nu
Număr de observații	**800**	**300**	**319**	**188,436**	**210,354**	**1,505,535**
R-pătrat	**0,6452**	**0,6219**	**0,7841**	**0,0539**	**0,0537**	**0,0205**

Notă: Calcule realizate cu ajutorul metodei celor mai mici pătrate, ținându-se cont de caracterul inconstant al variației termenului de eroare.

*, **, *** denotă semnificație statistică la nivel de 90, 95 și respectiv 99 la sută

1) exclusiv industria tutunului și producția de electronice destinate consumului final

Sursa: MFP, INS, BNR, estimări BNR

[7] Caseta intitulată „Relația salarii-productivitate și implicațiile asupra inflației" din ediția din noiembrie 2017 a *Raportului asupra inflației* al BNR ilustrează deplasarea către stânga a distribuției consumului intermediar (ca pondere în totalul încasărilor) în perioada 2013-2016.

Primele trei specificații pun în legătură marja la nivel de sector cu o măsură a competiției din domeniul respectiv de activitate, respectiv cu o măsură a condițiilor de cerere. Intensitatea concurenței de pe piață a fost aproximată pe baza indicelui Herfindahl-Hirschman (IHH), apreciindu-se că o concentrare mai ridicată (valoare mai mare a IHH) conduce la o diminuare a competiției, facilitând practicarea unor marje mai mari (mecanism documentat în unele studii de specialitate recente care se referă la economia SUA[8]). Nu trebuie ignorate însă limitele acestei aproximări: (i) unele sectoare vor fi inerent caracterizate de un număr mai redus de operatori și, deci, de o concentrare mai ridicată, eventual în contextul unor bariere de intrare mai înalte (cum este cazul unor domenii care presupun o intensitate ridicată a capitalului și investiții inițiale consistente, precum cel al prelucrării țițeiului); (ii) IHH are la bază asumpția că întregul sector de activitate corespunde unei singure piețe, când, de fapt, aceasta din urmă poate fi mai fragmentată (de exemplu, la nivel geografic); (iii) IHH nu surprinde intensitatea competiției cu firme din străinătate, fiind relevant doar pentru piața internă (motiv pentru care în estimări este inclusă o interacțiune cu expunerea pe piața internă, calculată scăzând din 100 la sută ponderea exporturilor sectoriale în totalul cifrei de afaceri sectoriale).

Condițiile de cerere la nivel de sector au fost evaluate pe baza diferențialului dintre dinamica cifrei de afaceri a respectivului domeniu de activitate și cea corespunzătoare întregii economii. În cazul sectorului industrial, un alt *proxy* pentru condițiile de cerere a fost determinat ca diferență între producția efectivă și cea potențială, aceasta din urmă fiind estimată cu ajutorul filtrului Hodrick-Prescott.

Rezultatele estimărilor relevă că o amplificare a cererii la nivel sectorial va rezulta într-o creștere a marjei specifice, efectul fiind potențat de poziția ciclică evaluată pe ansamblul economiei, după cum surprinde termenul de interacțiune. Astfel, în condițiile unei deviații PIB neutre, o accelerare cu 10 puncte procentuale a ratei anuale de creștere a cifrei de afaceri (peste cea agregată) va rezulta într-o amplificare a marjei comerciale sectoriale cu circa 0,3 puncte procentuale; la acest efect se vor mai adăuga 0,05 puncte procentuale pentru fiecare punct procentual al excedentului de cerere.

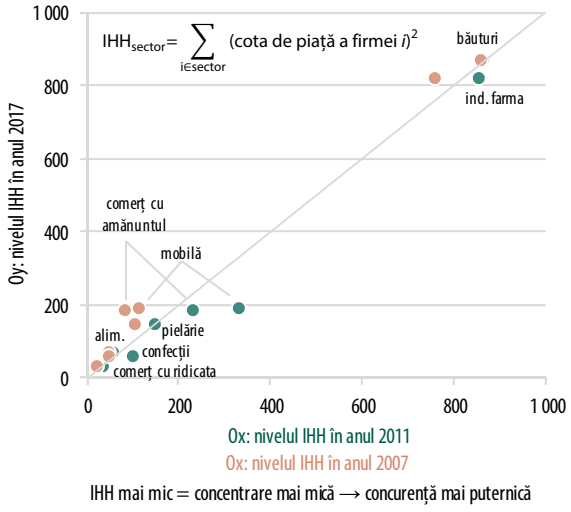
În ceea ce privește influența mediului competițional, coeficientul corespunzător interacțiunii dintre IHH și expunerea pe piața internă este pozitiv, dar semnificativ statistic doar în ultima dintre specificațiile rulate cu date sectoriale, sugerând o legătură inversă între competiția pe piața internă și marje, dar ocultată oarecum de lipsurile IHH ca măsură a concurenței, amintite anterior.

În vederea unei evidențieri mai clare a influenței exercitate de mediul competițional asupra procesului inflaționist, exercițiul empiric a urmărit și investigarea legăturii dintre marjele comerciale și determinanți pe baza informațiilor la nivel de firmă (specificațiile 4-6 din Tabelul A), fiind vizate domeniile de activitate cu relevanță sporită din perspectiva inflației: industria bunurilor de consum și sectorul comercial.

8 Pentru detalii se pot consulta Deutsche Bundesbank (2017) și lucrările pe care acest studiu le citează.

Dincolo de faptul că aceste estimări confirmă legătura directă între condițiile de cerere și marje, surprinzând totodată faptul că importatorii practică, în medie, marje mai mari (cel mai probabil întrucât au acces la mărfuri sau *input*-uri de producție în condiții mai avantajoase, o altă posibilitate fiind aceea că ei aduc pe piața internă bunuri finale cu caracter mai exclusivist, care pot fi substituite mai greu), ele sugerează că marjele tind să fie mai ridicate în contextul unei concentrări sporite. În acest sens, atât în industria bunurilor de consum, cât și în sectorul comercial, coeficientul corespunzător IHH sectorial este pozitiv și semnificativ statistic. Mai mult, toate specificațiile estimate cu date la nivel microeconomic includ printre determinanți mărimea firmei[9], a cărei legătură cu nivelul marjelor este, de asemenea, pozitivă și semnificativă statistic. Astfel, pe măsură ce un operator economic crește ca dimensiune (cel mai probabil consemnând și o expansiune a cotei de piață), el va impune marje mai mari, astfel încât este de așteptat ca într-un sector mai fragmentat să predomine practicarea unor marje mai mici.

Grafic C. Indicele Herfindahl-Hirschman în industrii producătoare de bunuri de consum și în comerț



Sursa: MFP, calcule BNR

Prin urmare, se poate aprecia că o intensificare a competiției (dată de o reducere a concentrării, adică o diminuare a IHH) va acționa în sensul reducerii marjelor. Astfel, cu referire la evoluțiile din sectorul comercial, extinderea lanțurilor de magazine moderne a contribuit în sensul reducerii marjelor din sector, iar mai departe, la temperarea dinamicii inflaționiste. În ceea ce privește ramurile industriale producătoare de bunuri de consum, acestea sunt caracterizate de un mediu competițional intens și/sau în intensificare – valori ale IHH în general scăzute și mai reduse în anul 2017 comparativ cu anul 2011 (Grafic C) –, ceea ce a acționat în sensul temperării creșterii marjelor comerciale.

Concluzii

Condițiile de cerere și intensitatea competiției de pe piață se reflectă asupra marjelor comerciale ale operatorilor economici, stabilirea *apriori* a sensului acestor influențe fiind însă îngreunată de pletora de mecanisme teoretice care pot guverna relația dintre variabila de interes și determinanții ei. Investigațiile empirice au relevat că în intervalul 2007-2017, traiectoria marjelor comerciale din economia autohtonă a urmat-o pe cea a deviației PIB, sugerând un comportament prociclic din partea acestora. Astfel, presiunile inflaționiste din perioadele de *boom* economic au la bază nu doar amplificarea costurilor (materiale și/sau salariale), ci și o evoluție în același sens din partea marjelor comerciale. În același timp, rezultatele au arătat că intensificarea mediului competițional consemnată în domeniile de activitate cu

[9] Variabila a fost definită pe baza numărului de salariați al firmei, consemnând valorile 1 (pentru operatori cu cel mult 9 angajați), 2 (10-49 angajați), 3 (50-199 de angajați) sau 4 (peste 200 de angajați).

relevanță sporită din perspectiva fenomenului inflaționist – sectorul comercial și industriile producătoare de bunuri de consum – a acționat în sensul temperării marjelor comerciale.

Referințe

Deutsche Bundesbank – „Mark-ups of Firms in Selected European Countries", *Monthly Report*, Vol. 69, Nr. 12, decembrie 2017

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

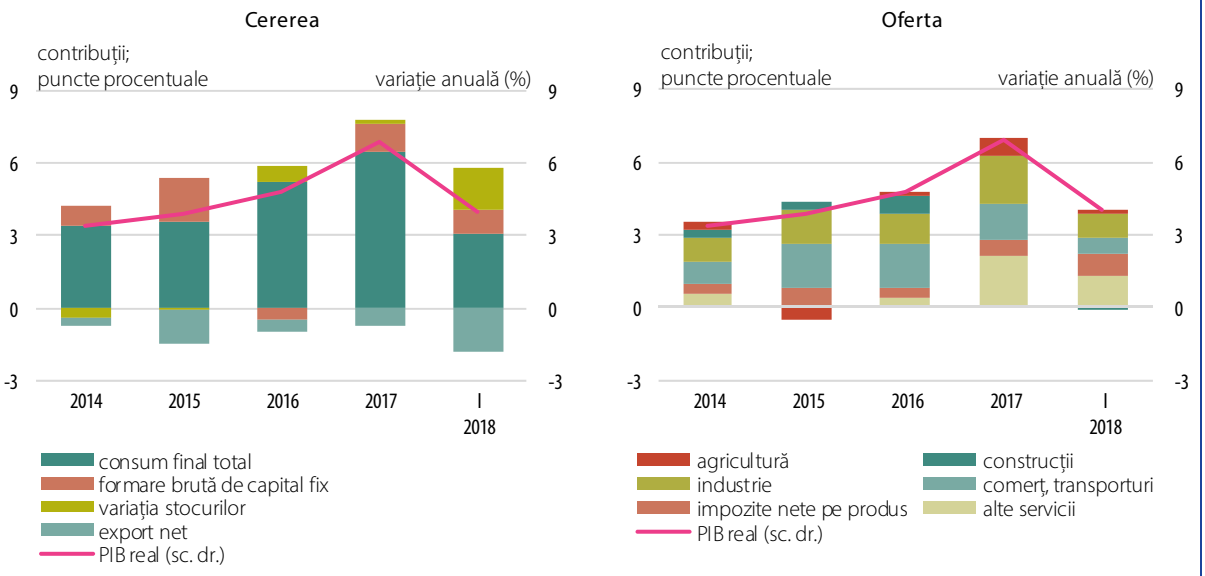
Macallan, C., Parker, M. – „How do Mark-ups Vary with Demand?", Banca Angliei, *Buletin trimestrial*, trimestrul II 2008

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Începutul anului 2018 a fost marcat de o nouă pierdere în dinamism a activității economice, creșterea modestă în termeni trimestriali a PIB real de la finalul anului 2017, respectiv începutul celui curent, transpunându-se într-un ritm anual de 4 la sută în trimestrul I, mai puțin de jumătate din valoarea record pentru perioada postcriză înregistrată în trimestrul III 2017 (respectiv 8,8 la sută). Comparativ cu trimestrul IV 2017, cererea internă și-a temperat viteza de creștere, însă capacitatea limitată a economiei de a acomoda acest avans și plusul de inputuri antrenat de parcursul favorabil al exporturilor au imprimat importurilor un ritm alert, menținând astfel presiunea asupra balanței comerciale (Grafic 2.1).

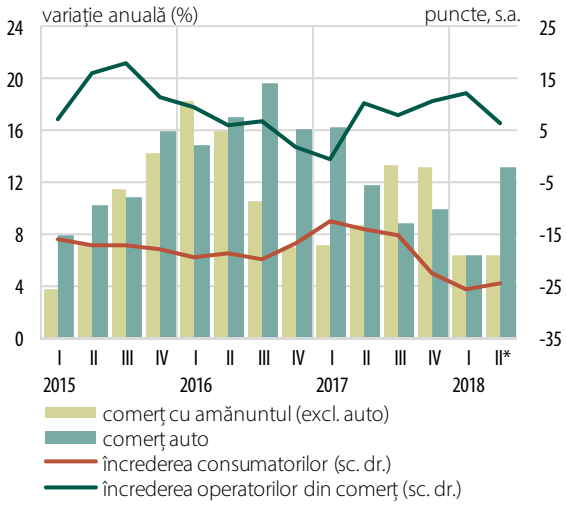
Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul privat și-a încetinit rata anuală de creștere față de ultimul trimestru al anului 2017 (de la 8,3 la sută la 4,1 la sută), în condițiile în care evoluția venitului disponibil al populației a fost marcată de accelerarea inflației și de majorarea ratelor dobânzilor bancare, iar încrederea consumatorilor a continuat să se deterioreze, pe fondul incertitudinilor cu privire la impactul exercitat asupra veniturilor nete de modificările de natură fiscală operate la începutul anului 2018, precum și la situația economică în general. În acest context, categoriile de produse care au resimțit o vizibilă atenuare a cererii în trimestrul I au fost cele cu sensibilitate ridicată la schimbările survenite în puterea de cumpărare și în sentimentul populației, respectiv bunurile de folosință îndelungată și serviciile de piață.

Grafic 2.2. Activitatea comercială și indicatori de încredere



*) apr.-mai 2018 pentru cifra de afaceri din comerț

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Pentru perioada următoare se conturează o redresare a apetitului pentru consum (fără a fi anticipate însă ritmuri de magnitudinea celor din anul precedent), având în vedere dinamica robustă înregistrată de salariul net real în intervalul martie-mai 2018 (peste 9 la sută, în termeni anuali), precum și întreruperea, după patru trimestre, a traiectoriei descrescătoare a încrederii consumatorilor, valoarea medie a indicatorului CE-DG ECFIN plasându-se totuși în aprilie-iunie la un nivel foarte scăzut pentru perioada ultimilor trei ani și jumătate (-24,5 puncte). Perspectiva este confirmată de traiectoria achizițiilor de bunuri și servicii, decelerările succesive observate pe parcursul primului trimestru fiind urmate în lunile aprilie și mai de intensificări ale ratei anuale de creștere, inclusiv pe seama unui apel mai pronunțat la resurse împrumutate. Perspectiva pozitivă la nivelul cererii este oarecum estompată de scăderea optimismului operatorilor din comerț și, în măsură mai mică, din servicii, indicatorii de încredere corespunzători situându-se în trimestrul II la valori inferioare celor consemnate pe parcursul ultimului an (Grafic 2.2).

Execuția bugetului general consolidat s-a finalizat în primul trimestru din 2018 cu un deficit de 4,5 miliarde lei (echivalent cu 0,5 la sută din PIB). Scăderea sa sensibilă față de cel înregistrat pe parcursul precedentelor trei luni[10] – dar în condițiile atenuării asimetriei *pattern*-ului execuției bugetare, având în vedere surplusul consemnat în perioada similară din 2017[11] – a fost rezultatul comprimării cheltuielilor bugetare[12], produsă în principal la nivelul componentelor de capital[13] și cu bunuri și servicii[14]; în sens opus, însă cu o intensitate mai redusă, au acționat cheltuielile cu subvențiile[15] și cu dobânzile. Veniturile s-au redus[16] în schimb într-o măsură mai mică și predominant sub impactul scăderii sumelor primite de la UE, evoluția lor reflectând totodată contribuții de sens contrar determinate, pe de-o parte, de deteriorarea dinamicii unor categorii de venituri fiscale (din TVA[17], accize, impozit pe salarii și venit[18] și impozit pe

10 17,4 miliarde lei, respectiv 2,0 la sută din PIB.

11 1,5 miliarde lei, respectiv 0,2 la sută din PIB (față de un deficit de 14,6 miliarde lei, respectiv 1,9 la sută din PIB în ultimul trimestru din 2016).

12 În termeni reali anuali însă, cheltuielile bugetare totale au continuat să crească, dar cu un ritm ușor atenuat (16,7 la sută, față de 18,5 la sută în trimestrul precedent).

13 Dinamica anuală reală pozitivă a cheltuielilor de capital s-a amplificat însă, inclusiv pe fondul efectuării unor plăți aferente cheltuielilor în domeniul apărării.

14 Scăderea cheltuielilor bugetare totale a reflectat de asemenea și impactul comprimării cheltuielilor cu proiectele cu finanțare din fonduri europene, impactul celei din urmă asupra rezultatului execuției bugetare fiind însă în cea mai mare parte compensat de evoluția similară a sumelor primite de la UE.

15 Inclusiv ca urmare a plăților pentru sprijinirea producătorilor agricoli și pentru susținerea transportului feroviar public de călători.

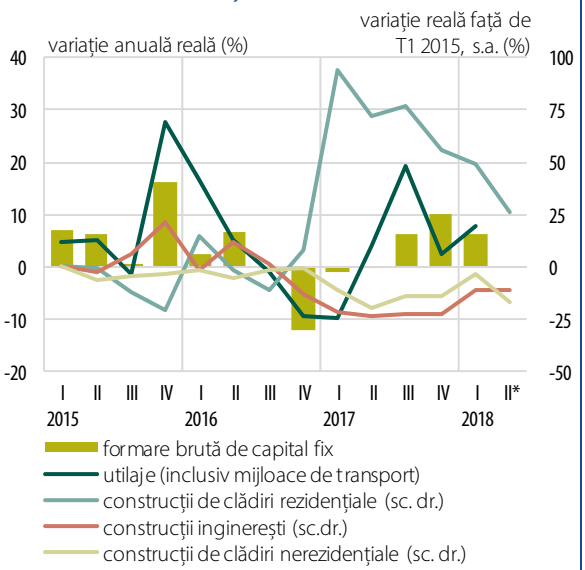
16 Variația anuală în termeni reali a veniturilor bugetare totale s-a menținut în teritoriul pozitiv, fiind însă în descreștere (6,5 la sută, față de 19,2 la sută).

17 Inclusiv pe fondul majorării rambursărilor de TVA în raport cu aceeași perioadă din anul precedent.

18 În contextul reducerii în anul curent a cotei de impozit pe venit de la 16 la 10 la sută, concomitent cu majorarea deducerilor personale la calculul impozitului pe venit pentru salariile mici.

profit)[19], iar, pe de altă parte, de amplificarea consistentă a încasărilor din contribuțiile de asigurări[20].

Grafic 2.3. Investiții



*) apr.-mai 2018

Sursa: INS, calcule BNR

O încetinire a ritmului anual a survenit și în cazul formării brute de capital fix (de la 10,1 la sută în trimestrul IV 2017 la 6,3 la sută în intervalul ianuarie-martie 2018), evoluția fiind însă dictată, în bună măsură, de un efect statistic, asociat dezvoltării explozive a segmentului rezidențial în debutul anului 2017 (creștere anuală de peste 80 la sută). Pentru lucrările de construcții nerezidențiale și cele inginerești dinamica anuală a trecut în teritoriul pozitiv, însă, și în aceste cazuri, cu un aport consistent din partea unui efect de bază, iar achizițiile de echipamente și-au accelerat creșterea. Aceste trei componente și-ar putea păstra tendința ascendentă și în perioada următoare și vor susține o creștere moderată a formării brute de capital fix, chiar dacă, cel mai probabil, apetitul pentru investiții rezidențiale este posibil să se atenueze pe parcursul acestui an (Grafic 2.3).

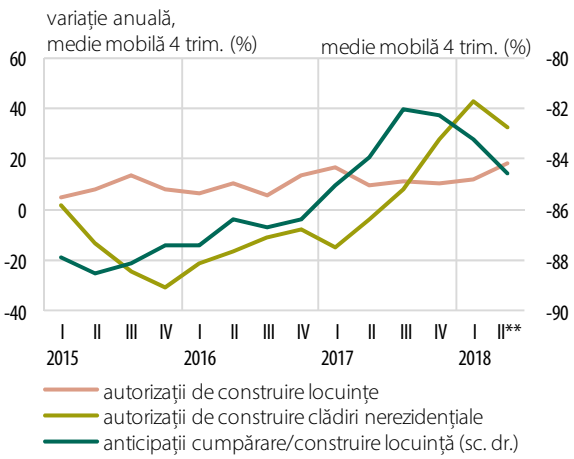
Investițiile în echipamente au crescut cu 7,7 la sută în trimestrul I față de aceeași perioadă a anului anterior, sub influența contextului financiar internațional încă acomodativ și a unor noi influxuri sub forma investițiilor străine directe. Cheltuielile au vizat extinderea capacităților existente, creșterea gradului de automatizare și eficientizare a producției și fabricarea unor produse de calitate superioară, printre domeniile relevante numărându-se industria echipamentelor electrice, sectorul metalurgic, precum și cel auto. Aportul investițiilor străine directe se remarcă și din perspectiva construirii unor noi capacități de producție, notabile fiind evoluțiile din industria de calculatoare și produse electronice și din industria materialelor de construcții.

Lucrările de construcții și-au redus volumul comparativ cu trimestrul I 2017 (cu 2,2 la sută), principalele segmente plasându-se pe traiectorii divergente – scădere cu 8,9 la sută în cazul clădirilor, respectiv creștere cu 8,2 la sută în cel al construcțiilor inginerești. Evoluții mixte se întrevăd și în perioada următoare. Astfel, pe de o parte, este posibil ca investițiile în infrastructură să cunoască un reviriment, în măsura intensificării absorbției de fonduri europene, iar construcțiile nerezidențiale să își reia creșterea – fenomen sugerat de majorarea cu circa 32 la sută a suprafeței autorizate pentru construire în ultimele 12 luni (până în luna mai), dar și de anumite semnale pozitive conturate în piață pe segmentul livrărilor de birouri, al spațiilor logistice, necesare în special pentru acomodarea avansului vânzărilor de bunuri de consum, precum și pe cel al spațiilor comerciale, în special în orașele cu populație sub 250 000 de locuitori.

[19] În același sens a acționat și ajustarea descendentă a veniturilor nefiscale, care însă în termeni anuali au continuat să înregistreze un ritm pozitiv de creștere reală.

[20] Reflectând inclusiv impactul transferării sarcinii fiscale a obligațiilor privind contribuțiile sociale obligatorii datorate de angajator la angajat (în condițiile majorării salariilor brute din sectorul public rezultate din aplicarea prevederilor Legii nr. 153/2017).

Grafic 2.4. Perspective privind construcțiile de clădiri*

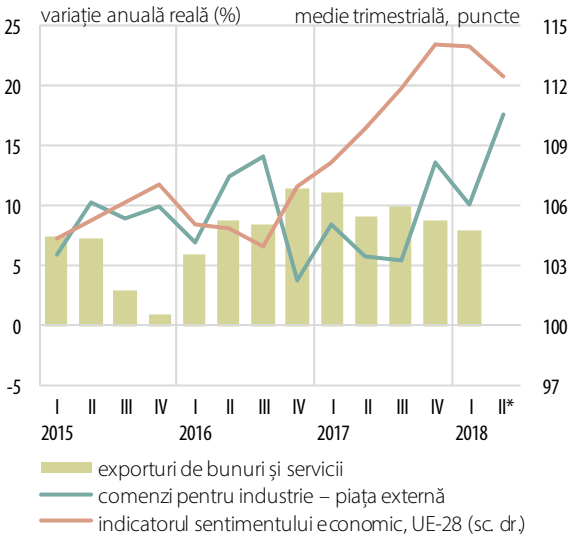


*) date ajustate sezonier

**) apr.-mai 2018 pentru autorizațiile de construire

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Grafic 2.5. Exporturi de bunuri și servicii



*) apr.-mai. 2018 pentru comenzi

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Pe de altă parte, în ceea ce privește segmentul rezidențial, capătă contur perspectiva unei scăderi în amplitudine a investiţiilor la nivelul întregului an. Indicii în acest sens derivă din atenuarea intenției populației de a achiziționa, construi sau renova o locuință în următoarele 12 luni, semnalată de Sondajul CE-DG ECFIN, din reducerea suportului guvernamental prevăzut pentru acest an prin programul „Prima casă", precum și din anumite semnale din piață cu privire la acumularea unui stoc de apartamente nevândute. De altfel, restrângerea înregistrată de volumul lucrărilor de construcții rezidențiale în perioada ianuarie-mai (contracție cumulată de 10 la sută față de trimestrul IV 2017) pare să confirme conturarea unor performanțe mai slabe în anul 2018 pe acest segment (Grafic 2.4).

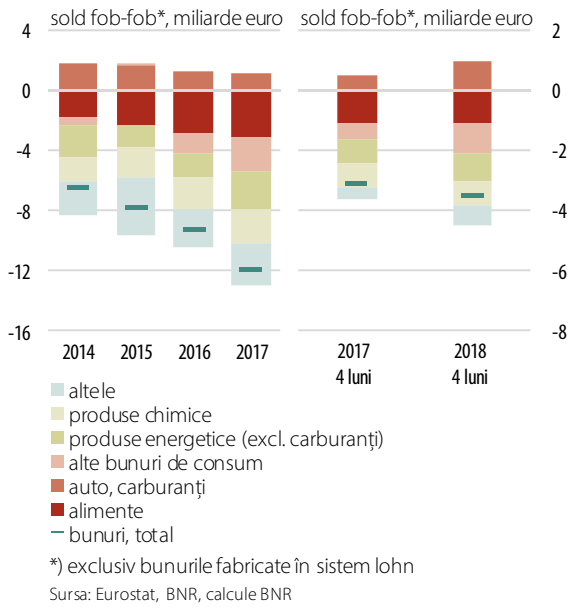
Exporturile de bunuri și servicii au continuat să se extindă într-un ritm alert (8 la sută, variație reală), dinamici relativ consistente fiind anticipate și pentru perioada imediat următoare, chiar dacă este posibil ca tracțiunea cererii externe să se atenueze, în condițiile în care evoluțiile sub așteptări din primul trimestru al anului și incertitudinile asociate accentuării tendințelor protecționiste pe plan internațional au condus la revizuiri descendente ale proiecțiilor privind creșterea economică a principalilor parteneri comerciali. Dincolo de nivelul încă solid al prognozelor pe termen scurt privind ritmul activității economice din zona euro, indicii în sensul rezilienței exporturilor oferă portofoliul comenzilor externe adresate companiilor industriale autohtone: atenuarea dinamicii reale din lunile februarie și martie s-a întrerupt în aprilie 2018, astfel încât la nivelul primelor cinci luni indicatorul și-a păstrat rata înaltă de creștere (13,1 la sută, variație anuală), similară celei din trimestrul IV 2017 (Grafic 2.5).

Livrările de bunuri pe piețele externe s-au majorat cu 8,1 la sută, aportul dominant revenind în continuare vânzărilor efectuate de companiile producătoare de mijloace de transport, mașini, echipamente, aparatură de măsură și control, echipamente electrice. La nivelul sectorului auto, volumul exporturilor a avansat cu 17 la sută, cu susținere din partea producției de componente integrate în lanțurile internaționale, dar mai ales a exporturilor de autovehicule, care s-au majorat cu aproape o treime, explicând circa 60 la sută din creșterea întregului sector. O contribuție suplimentară la creșterea exporturilor a revenit materiilor prime agricole (în special plante oleaginoase și cereale), pe fondul producției vegetale remarcabile din anul 2017, dar și produselor farmaceutice, petroliere și chimice, în acest din urmă caz producătorii autohtoni

înregistrând câștiguri de cotă pe piețele externe, inclusiv ca urmare a închiderii unor companii de profil la nivel european.

Importurile de bunuri și servicii și-au păstrat dinamica alertă în trimestrul I 2018 (11,5 la sută în termeni reali), pe fondul creșterii încă robuste a absorbției interne (5,8 la sută) și al avansului amplu al exporturilor. Temperarea cererii de consum s-a regăsit la nivelul achizițiilor din exterior (inclusiv autovehicule), care au continuat totuși să avanseze cu peste 8 la sută în termeni anuali. În schimb, intensificarea investițiilor tehnologice a impulsionat importurile de bunuri de capital (+14 la sută), în special construcții metalice, mașini și echipamente. O ușoară accelerare de ritm au înregistrat și achizițiile de bunuri intermediare, contribuții mai importante revenind importurilor de petrol în vederea prelucrării în capacitățile locale, precum și celor destinate procesului de producție din ramuri industriale integrate în lanțurile de valoare adăugată (cum este cazul componentelor auto).

Grafic 2.6. Balanța bunurilor

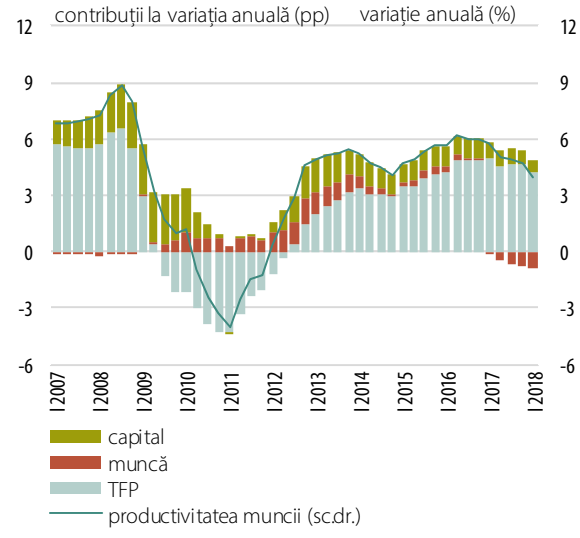


*) exclusiv bunurile fabricate în sistem lohn

Sursa: Eurostat, BNR, calcule BNR

În aceste condiții, evoluția balanței bunurilor rămâne preocupantă, deficitul său adâncindu-se în intervalul ianuarie-mai 2018 cu 14,5 la sută comparativ cu perioada similară din 2017 (Grafic 2.6). Mai mult, încasările nete din servicii internaționale au scăzut ușor (în principal pe seama preferinței în creștere a populației pentru servicii externe de turism și transport), astfel încât contraponderea oferită dezechilibrului extern al bunurilor a coborât la 65 la sută (față de 79 la sută în lunile ianuarie-mai 2017).

Grafic 2.7. Descompunerea variației anuale a trendului productivității muncii



Sursa: INS, Eurostat, calcule și estimări BNR

Productivitatea muncii

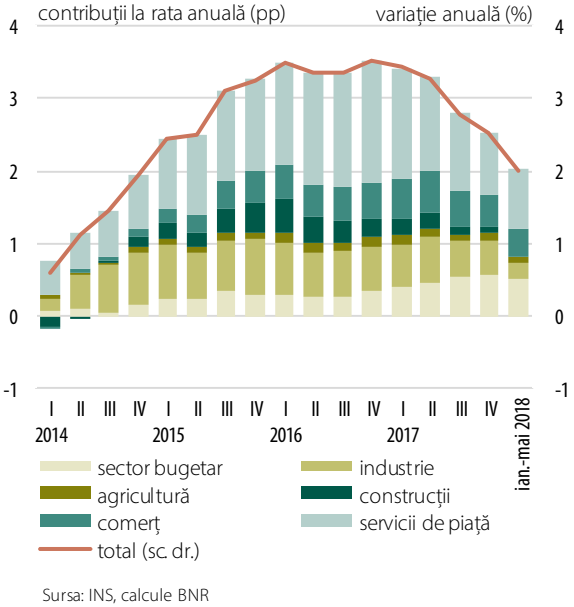
Productivitatea muncii pe ansamblul economiei a înregistrat o nouă deteriorare de ritm în primul trimestru al anului 2018, reducându-și dinamica anuală cu mai mult de jumătate față de perioada anterioară. Tendința a caracterizat toate sectoarele importante ale economiei (cu excepția celui agricol), derivând în bună măsură din atenuarea impactului pozitiv al poziționării ciclice a economiei, care a constituit principalul factor explicativ al câștigurilor de productivitate a muncii în perioada recentă. Mai mult, descompunerea dinamicii anuale a trendului productivității muncii relevă intensificarea constrângerilor de ordin structural, contribuția negativă mai pronunțată a ocupării fiind o consecință a insuficientei adecvări cantitative și calitative a forței de muncă (Grafic 2.7). În acest context, în primul trimestru al anului 2018 a avut loc o nouă extindere

a ecartului negativ dintre rata șomajului BIM și cea a șomajului structural, dar și atingerea maximului postcriză al procentului producătorilor care consideră că lipsa forței de muncă le limitează dezvoltarea în majoritatea sectoarelor economiei (industrie, comerț, construcții).

O temperare a fost vizibilă și în cazul segmentului industrial, unde ritmul anual de creștere a productivității muncii a atins minimul ultimelor cinci trimestre (3,6 la sută). Determinant în acest sens a fost sectorul manufacturier, aportul favorabil al factorilor cu acțiune ciclică atenuându-se pe parcursul trimestrului I. Astfel, ritmul mai lent de creștere a economiilor din zona euro (îndeosebi a celei germane) a avut ca efect diminuarea dinamicii comenzilor noi provenind din piața externă și reducerea generalizată a gradului de utilizare a capacităților de producție în marile grupe industriale. În acest context, singurele ramuri care au consemnat câștiguri anuale de productivitate mai alerte comparativ cu trimestrul precedent au fost prelucrarea hidrocarburilor, în asociere cu începutul modest al anului 2017 (explicat de calendarul diferit al lucrărilor de revizie), și industria chimică, pe fondul consolidării poziției externe a unor producători locali.

Chiar dacă evoluția productivității muncii în prima parte a anului curent a fost marcată de slăbirea influenței ciclice pozitive, în industrie continuă să existe indicii cu privire la progrese de ordin structural. Relevante în acest sens sunt o serie de investiții derulate recent sau în curs de implementare, precum cele din: industria echipamentelor electrice, câțiva producători importanți anunțând programe de investiții în centre de cercetare-dezvoltare și inginerie; industria de calculatoare și electronice și cea a materialelor de construcții, care urmează să beneficieze de deschiderea unor capacități importante de producție; industria metalurgică, unde tot mai mulți producători realizează investiții de natură să sporească ponderea produselor de calitate superioară în portofolii. Nu în ultimul rând, industria auto continuă să înregistreze un ritm anual relativ robust de creștere a productivității muncii pentru al doilea an consecutiv. Evoluția se datorează, pe de-o parte, procesului accelerat de automatizare a producătorilor din domeniu, și pe de altă parte, ritmului susținut al producției celor două fabrici de automobile, modelele produse de acestea în prezent bucurându-se de o cerere peste așteptări atât pe piața europeană, cât și pe cea locală.

Grafic 2.8. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule BNR

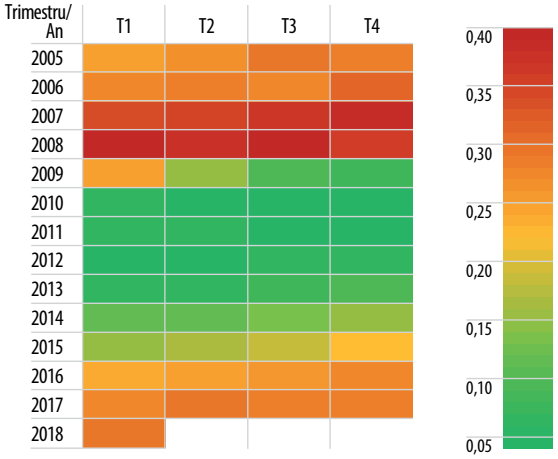
Evoluții pe piața muncii[21]

Tendința de încetinire a creșterii efectivului de salariați din economie a continuat și în primele cinci luni ale anului 2018, dinamica anuală diminuându-se la 2 la sută. Evoluția a fost imprimată de sectorul privat, temperarea fiind localizată la nivelul construcțiilor (sector care resimte lipsa investițiilor în infrastructură), al serviciilor de piață (mai ales comerț și hoteluri și restaurante, în linie cu atenuarea

[21] Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

consumului), dar și în industrie (Grafic 2.8). În acest din urmă caz, diminuarea ritmului recrutărilor a fost cvasigeneralizată, excepție făcând fabricarea mașinilor și echipamentelor, pe fondul extinderii cererii externe pentru această categorie de produse. Cu toate că tendința de încetinire a caracterizat atât industria auto. cât și ramurile conexe, ratele anuale de creștere rămân net superioare mediei (între 4 și 8 la sută).

Grafic 2.9. Gradul de tensionare a condițiilor pe piața muncii*



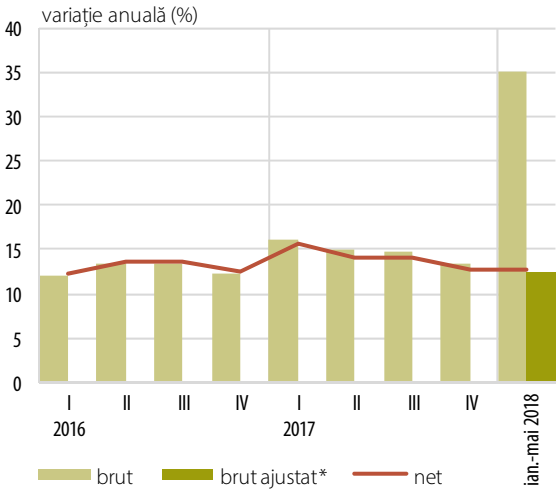
Notă: Culorile sunt corelate cu intensitatea tensiunilor de pe piața muncii, evaluată pe întreg eșantionul disponibil (T1 2005 – T1 2018).

*) date ajustate sezonier

Sursa: Eurostat, calcule BNR

Totodată, capacitatea economiei de a absorbi forța de muncă a continuat să se ajusteze ușor în sens descendent, rata locurilor de muncă vacante consolidându-și tendința descrescătoare observată de la jumătatea anului 2017. În același timp, în intervalul ianuarie-mai 2018, oferta excedentară de forță de muncă s-a comprimat cu 0,3/0,2 puncte procentuale, până la 3,7 la sută în cazul ratei șomajului înregistrat[22] și 4,5 la sută în cel al ratei BIM, astfel încât gradul de tensionare a condițiilor pe piața muncii a continuat să se aplatizeze (Grafic 2.9). În plan structural, se acutizează deficiențele în procesul de ocupare a posturilor disponibile[23], alimentate, pe de o parte, de dimensiunea emigrației – aproape 20 la sută dintre românii cu vârsta cuprinsă între 20 și 64 de ani trăiau în 2017 în altă țară din Uniunea Europeană[24] (17 la sută dintre acestea fiind persoane cu studii superioare), față de o medie de 3,8 la sută în UE –, iar pe de altă parte de inadecvarea sistemului de învățământ la cerințele pieței și de absența măsurilor de integrare a persoanelor inactive.

Grafic 2.10. Câștigul salarial nominal la nivelul economiei



*) exclusiv efectul transferului contribuțiilor sociale

Sursa: INS, estimări BNR

În ceea ce privește perspectiva privind evoluția numărului de angajați din economie, sondajele disponibile conturează semnale moderat-pozitive. Astfel, studiul Manpower indică pentru trimestrul III 2018 o revigorare a numărului de angajări, dar sub nivelul înregistrat în perioada similară a anului 2017. Intenții privind noi recrutări în perioada iunie-august 2018 sunt anunțate și de Sondajul CE-DG ECFIN, oportunități de angajare conturându-se în comerț și servicii, iar în construcții și industrie se preconizează o relativă stabilitate.

În intervalul ianuarie-mai 2018, dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut a accelerat până la

22 Cele mai reduse valori din perioada ulterioară anului 2000.

23 Conform ediției 2018 a studiului Manpower referitor la deficitul de talente, poziția României s-a deteriorat, ajungând să ocupe locul 2 (din 43), după Japonia, în ceea ce privește dificultățile cu care se confruntă companiile în procesul de recrutare, 81 la sută dintre angajatori reclamând astfel de probleme, comparativ cu o medie de 45 la sută la nivelul țărilor incluse în analiză.

24 Lituania, Croația, Portugalia, Letonia și Bulgaria, următoarele state în clasament, înregistrează ponderi cuprinse între 10 și 15 la sută.

35,1 la sută (+21,6 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2017; Grafic 2.10). Avansul a reflectat, în principal, transferul contribuțiilor sociale datorate de angajatori în sarcina angajaților și creșterea salariului minim brut pe economie la 1 900 de lei (cu 11 puncte procentuale mai mult decât variația implicată de modificarea legislativă menționată), dar și majorările substanțiale acordate în sectorul bugetar (în luna ianuarie, în medie +5 puncte procentuale peste creșterea implicată de schimbarea din planul contribuțiilor, pentru tot personalul, iar în luna martie, ridicarea salariilor din sănătate la nivelul prevăzut în Legea salarizării unitare pentru 2022 și majorarea salariilor din învățământ cu 20 la sută). Deși debutul anului a fost marcat de incertitudini privind efectele asupra salariului net, câștigul mediu net și-a păstrat pe ansamblul primelor cinci luni ale anului 2018 ritmul robust de creștere înregistrat în ultimul trimestru al anului 2017 (12,4 la sută în termeni anuali) – un comportament similar a fost vizibil în cazul sectorului privat (+11,2 la sută, în medie, în primele cinci luni ale anului 2018), în timp ce sectorul bugetar a consemnat o atenuare marginală (-1 punct procentual, până la 17,8 la sută), asociată efectului statistic aferent creșterilor mai ample din primele luni ale anului 2017.

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

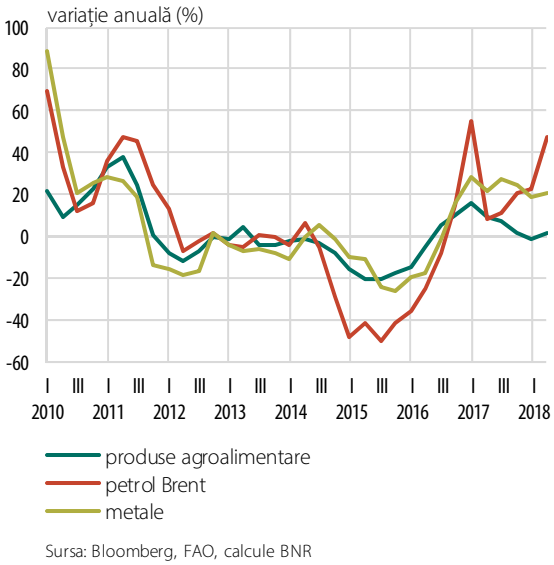
Avansul prețului petrolului Brent la finele primului semestru din anul 2018 până la valori apropiate pragului de 80 de dolari SUA/baril, dar și majorarea cotațiilor energiei electrice pe piața liberă internă au condus la accelerarea dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă până la 4,7 la sută în intervalul aprilie-mai. În schimb, rata anuală de creștere a prețurilor de producție aferente bunurilor de consum a încetinit considerabil, evoluția fiind asociată trendului urmat de cotațiile internaționale ale materiilor prime agroalimentare în ultimul an, precum și temperării dinamicii consumului.

2.1. Prețurile de import

Menținerea unui ritm robust de creștere a activității industriale globale, alături de unele ajustări ale ofertei, a avut ca efect accelerarea dinamicii anuale a cotațiilor metalelor și materiilor prime energetice în trimestrul II 2018, în ultimul caz tendința fiind chiar mai pronunțată (Grafic 2.11).

În contextul amplificării tensiunilor geopolitice, prețul petrolului Brent și-a continuat traiectoria ascendentă și în prima jumătate a anului 2018, testând episodic spre sfârșitul intervalului pragul de 80 de dolari SUA/baril, astfel că pe ansamblul trimestrului II variația anuală a urcat cu 24 puncte procentuale față de perioada anterioară, până la 47 la sută; cotația gazelor naturale a urmat o traiectorie similară, înregistrând o rată anuală de aproximativ 50 la sută în trimestrul II. Măsurile protecționiste anunțate și ulterior adoptate, dar și sancțiunile impuse de SUA unui mare producător de aluminiu din Rusia au indus volatilitate pe piața metalelor,

Grafic 2.11. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: Bloomberg, FAO, calcule BNR

ritmul anual de creștere a cotațiilor metalelor consolidându-se în jurul a 20 la sută în primele două trimestre din anul 2018. Totodată, variația anuală a prețului minereului de fier a intrat în teritoriul pozitiv (4 la sută), dar evoluția nu este de așteptat să persiste, în condițiile unor perspective de menținere a surplusului de ofertă sub acțiunea conjugată a reducerii activității în industria oțelului din China și a majorării producției miniere în Brazilia (al doilea cel mai mare jucător după Australia).

Dinamica anuală a indicelui agregat FAO al materiilor prime agroalimentare a revenit la valori ușor pozitive în perioada recentă (rată anuală de 1,3 la sută în perioada aprilie-iunie 2018). La această evoluție au contribuit cotațiile cerealelor (recolta curentă este prognozată a fi inferioară celei înregistrate în anul precedent, pe fondul manifestării unor fenomene meteo adverse în mai multe regiuni de pe glob[25]) și prețurile produselor lactate (în contextul unei oferte deficitare pe plan internațional, asociată producției slabe din Noua Zeelandă). Ritmurile anuale s-au plasat însă în plaja valorilor negative în cazul prețului cărnii, zahărului, uleiurilor vegetale, porumbului și al semințelor de floarea-soarelui.

Indicele anual al valorii unitare a importurilor[26] a rămas supraunitar în trimestrul I 2018 (100,8 la sută), însă în decelerare față de media anului 2017 (102,9 la sută). O contribuție importantă la această traiectorie a revenit aprecierii semnificative în termeni anuali a monedei euro față de dolarul SUA, a cărei influență a fost vizibilă mai ales la nivelul combustibililor și al produselor petroliere; totuși, în perioada următoare este foarte probabilă o accelerare a IVU pentru acest tip de bunuri, dată fiind tendința recentă a cotației țițeiului. În același timp, IVU aferent metalelor comune a rămas la un nivel ridicat (104,9 la sută, doar ușor sub nivelul mediei înregistrate în anul 2017), reflectând evoluția prețurilor metalelor pe piețele internaționale în ultimele luni.

În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, pe segmentul alimentar cele mai multe componente au continuat să înregistreze valori subunitare ale IVU sau în decelerare, în timp ce pe segmentul nealimentar evoluțiile au fost divergente: valori supraunitare în cazul încălțămintei și al mijloacelor de transport, respectiv scădere în termeni anuali a valorii unitare a importurilor în cazul articolelor de îmbrăcăminte și al produselor de igienă.

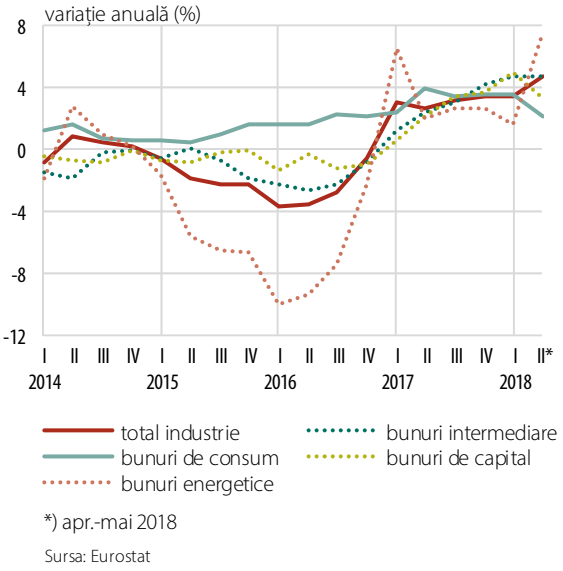
[25] Ar fi, totuși, prematură anticiparea unor majorări ample de preț, în condițiile în care stocurile se plasează la niveluri ridicate.

[26] Exprimat în euro.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul aprilie-mai 2018, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a accelerat până la 4,7 la sută (+1,2 puncte procentuale față de trimestrul I 2018). Evoluția a fost determinată exclusiv de traiectoria prețurilor bunurilor energetice, ca urmare a avansului cotației petrolului Brent și a majorării prețurilor energiei electrice pe piața *en gros* internă (ca urmare a unei producții mai reduse; Grafic 2.12).

Grafic 2.12. Prețurile producției industriale pentru piața internă

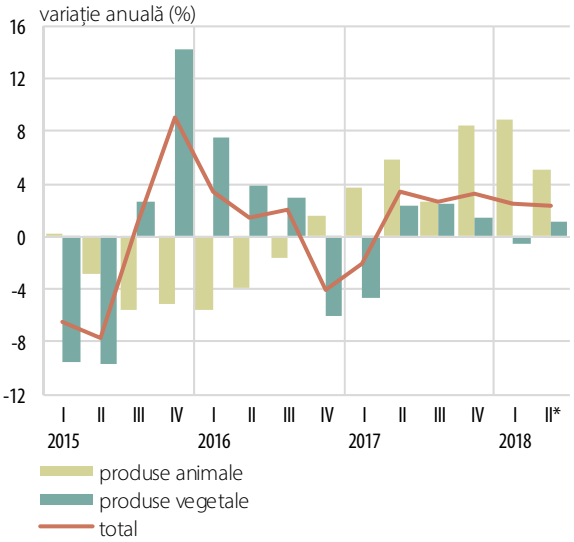


*) apr.-mai 2018

Sursa: Eurostat

Variația anuală a prețurilor bunurilor intermediare s-a menținut ridicată, similară celei înregistrate în trimestrul I 2018 (4,7 la sută), sub efectul majorării cotațiilor materiilor prime pe parcursul anului 2017, dar și al costurilor în creștere cu energia (producția de profil fiind caracterizată de o intensitate energetică mai ridicată). În schimb, rata anuală de creștere a prețurilor bunurilor de capital s-a atenuat, în corelație cu temperarea ritmului de depreciere a monedei naționale în raport cu euro, prețurile din această categorie fiind mai senzitive la mișcările cursului de schimb. În ceea ce privește bunurile de consum, s-a conturat o tendință de încetinire a ritmului de creștere a prețurilor, mai pronunțată pe segmentul de uz curent. Contribuția dominantă a revenit sectorului alimentar, unde variația anuală a prețurilor de producție a coborât la 1,5 la sută (de la circa 3,8 la sută în ultimele trei trimestre), evoluția fiind determinată de temperarea dinamicii cotațiilor materiilor prime agroalimentare, observată pe piețele internaționale începând cu a doua jumătate a anului 2017.

Grafic 2.13. Prețurile producției agricole



*) apr.-mai 2018

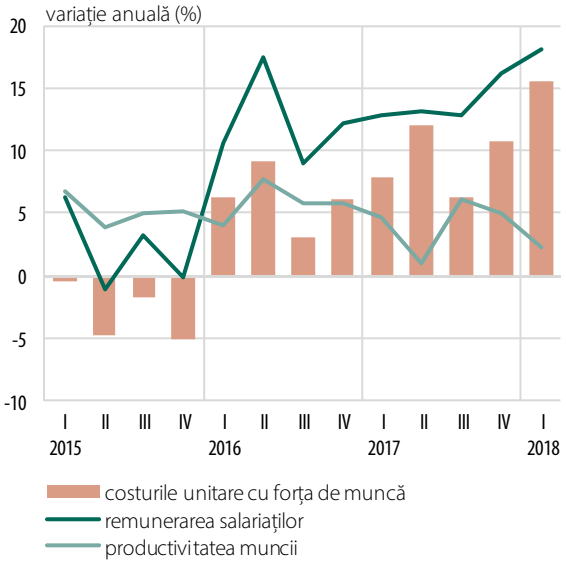
Sursa: INS

În intervalul aprilie-mai 2018, prețurile producției agricole pe piața internă au înregistrat o rată anuală de creștere relativ similară celei din trimestrul I (2,4 la sută; Grafic 2.13). Pe segmentul vegetal, dinamica anuală a revenit ușor în plaja valorilor pozitive, însă la nivelul principalelor sortimente traiectoriile au fost divergente: prețul grâului a continuat să consemneze variații anuale pozitive, cel al porumbului s-a majorat doar marginal (+0,5 la sută), după șapte trimestre consecutive de scădere, iar prețul semințelor de floarea-soarelui și-a menținut tendința descendentă în termeni anuali. În ceea ce privește produsele de origine animală, rata anuală de creștere a prețurilor s-a temperat cu 3,7 puncte procentuale, până la 5,1 la sută, pe fondul unor evoluții mixte în structură: intrare în teritoriul negativ a dinamicii anuale în cazul cărnii de porc și intensificare de ritm în cazul laptelui și al cărnii de bovine și de pasăre.

Costurile unitare cu forța de muncă

În trimestrul I 2018, rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a accelerat până la 15,6 la sută (+4,9 puncte procentuale față de intervalul precedent), în condițiile în care pierderea de ritm înregistrată în planul productivității muncii s-a suprapus accelerării remunerării salariale (Grafic 2.14). Astfel, dinamica înaltă a ULC – trăsătură constantă a mediului economic încă de la începutul anului 2017 – a continuat să reprezinte și în prima parte a anului 2018 o sursă de presiune inflaționistă. Deși evoluțiile de pe parcursul ultimelor trimestre au exercitat un efect advers asupra competitivității externe, în intervalul 2008-2017 România a înregistrat o dinamică a costurilor unitare cu forța de muncă (calculate la standardul puterii de cumpărare) mai favorabilă în comparație cu media țărilor membre ale Uniunii Europene.

Grafic 2.14. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: Eurostat, INS

Totodată, variația anuală a costurilor salariale unitare în industrie a urcat în perioada ianuarie-mai 2018 până la 6,6 la sută (+2,4 puncte procentuale față de trimestrul IV 2017), exclusiv pe fondul încetinirii avansului productivității muncii. La nivel sectorial, accelerarea costurilor salariale unitare a vizat mai ales industria prelucrătoare, în timp ce restructurările și operațiunile de optimizare a costurilor în industria extractivă au favorizat temperarea dinamicii costurilor unitare. În structură, echilibrul între costurile salariale și productivitate se păstrează în industria mașinilor și echipamentelor, activitatea acestei ramuri fiind susținută de o cerere externă robustă, dar și în prelucrarea hidrocarburilor, în bună măsură pe seama efectului de bază asociat unui calendar al lucrărilor de revizie diferit față de anul precedent. În schimb, decalaje considerabile între variația productivității muncii și cea a câștigului salarial persistă în industria ușoară (care se confruntă de mai mulți ani cu pierderi de competitivitate), în prelucrarea lemnului și fabricarea mobilei (ramuri a căror producție a fost afectată și de majorarea substanțială a prețului lemnului), fabricarea materialelor de construcții și în cea a construcțiilor metalice (a căror activitate resimte declinul din sectorul construcțiilor).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

BNR a continuat ajustarea conduitei politicii monetare în trimestrul II 2018, întărind începând cu mijlocul lunii aprilie controlul exercitat asupra lichidității din sistemul bancar și majorând în luna mai rata dobânzii de politică monetară cu încă 0,25 puncte procentuale, pentru ca în iulie să o mențină neschimbată la 2,50 la sută. Totodată, în acest interval, banca centrală a păstrat ratele RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 8 la sută. Măsurile au avut drept scop readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ±1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de timp mai îndepărtat.

În ședința din luna mai, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 2,50 la sută, de la 2,25 la sută, în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să urce în luna martie deasupra limitei de sus a intervalului de variație al țintei staționare, atingând, conform așteptărilor, un nivel 4,95 la sută[27], iar noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat în linii generale coordonatele proiecției precedente[28], traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației fiind doar ușor revizuită în sus pe termen scurt și marginal în jos pe orizontul mai îndepărtat. Astfel, după o nouă previzibilă creștere în luna aprilie, rata anuală a inflației era așteptată să rămână timp de mai multe luni în jurul nivelului înalt astfel atins, pentru ca la finele anului curent să revină în proximitatea limitei de sus a intervalului țintei, la 3,6 la sută (3,5 la sută în proiecția anterioară), iar apoi să coboare, dar să se și cantoneze în jumătatea lui superioară, ajungând la finele orizontului de proiecție la un nivel de 3,0 la sută (față de 3,1 la sută anticipat anterior). Ampla fluctuație ce caracteriza evoluția probabilă a inflației în anul 2018, precum și revizuirea ușoară în sens ascendent a *pattern*-ului acesteia pe termen scurt erau atribuibile acțiunii factorilor pe partea ofertei, respectiv creșterilor mari înregistrate în ultimele luni de toate componentele exogene ale IPC și efectelor de bază asociate anticipate a se manifesta începând cu trimestrul IV 2018[29].

În același timp, inflația de bază era așteptată să-și continue accelerarea de-a lungul întregului orizont de prognoză, chiar dacă într-un ritm mai temperat decât în prognoza

[27] De la 4,72 la sută în februarie.

[28] Publicate *în Raportul asupra inflației* din februarie 2018.

[29] Principalele influențe proveneau din majorările semnificative din ultimele luni ale prețurilor energiei electrice și gazelor naturale, precum și din accelerarea creșterii prețului combustibililor, în condițiile ascensiunii cotațiilor petrolului și ale reintroducerii supraaccizei la carburanți; efecte similare derivau și din creșterea prețului produselor din tutun, în principal ca urmare a majorării accizei specifice și într-o măsură mai mică din mărirea prețurilor LFO.

anterioară, rata anuală a inflației CORE2 ajustat fiind anticipată să urce la 3,4 la sută în decembrie 2019 și apoi la limita de sus a intervalului țintei în martie 2020. Repoziționarea relativ mai joasă a traiectoriei sale prognozate era consecința cvasiintegrală a reevaluării în sens descendent, atât retrospectiv, cât și în perspectivă, a amplitudinii estimate a *gap*-lui pozitiv al PIB, în contextul revizuirii ample a seriei istorice de date privind creșterea economică. Deși relativ diminuate în raport cu prognoza anterioară, presiunile inflaționiste generate de poziția ciclică a economiei erau așteptate să-și continue creșterea în prima parte a acestui an și apoi să se mențină aproape neschimbate până spre mijlocul anului viitor; totodată, descreșterea lor pe orizontul mai îndepărtat de timp se anticipa a fi mai înceată, în condițiile în care reintrarea deviației pozitive a PIB pe o traiectorie descendentă era prognozată a avea loc doar spre jumătatea anului 2019[30], iar ritmul restrângerii ulterioare a acesteia era sensibil mai lent. Pe deasupra, presiuni inflaționiste ușor mai intense, chiar și în raport cu prognoza din februarie, erau anticipate să decurgă, mai cu seamă în prima parte a orizontului prognozei, din trendul mai pronunțat ascendent al anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, iar unele relativ mai temperate inițial, dar în creștere progresivă, din dinamica prețurilor importurilor.

Pattern-ul anticipat al excedentului de cerere agregată decurgea din previziunile privind decelerarea creșterii economice pe orizontul prognozei după ritmul de excepție atins în 2017[31], dinamica ei fiind așteptată să se mențină deasupra celei potențiale în 2018 și să coboare doar ușor sub aceasta în 2019. Perspectiva avea ca ipoteze o relativă atenuare, inclusiv în raport cu prognoza precedentă, a caracterului expansionist al politicii fiscale în 2018, urmată de imprimarea unui caracter cvasineutru acesteia în 2019, precum și temperarea semnificativă a dinamicii venitului disponibil real al populației; ea presupunea totodată atenuarea sensibilă a caracterului acomodativ al condițiilor monetare, anticipate a deveni chiar marginal restrictive spre finele anului 2019, dar și o relativă îmbunătățire a absorbției fondurilor europene, precum și ameliorarea perspectivei creșterii economice în zona euro/UE și pe plan global.

Mai cu seamă pe fondul presiunilor în urcare ale factorilor fundamentali, probabila creștere mai pronunțată și relativ persistentă a ratei anuale a inflației semnificativ deasupra limitei de sus a intervalului țintei risca să dezancoreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze pe această cale efecte secundare importante, implicit să amplifice eforturile și costurile readucerii sub control a inflației. În contextul dat, riscul era sporit de potențiala creștere peste așteptări a unor prețuri administrate, dar mai ales a prețului internațional al petrolului.

Potrivit datelor statistice apărute ulterior, rata anuală a inflației a continuat să urce deasupra limitei de sus a intervalului țintei staționare în primele două luni ale trimestrului II, mărindu-se la 5,22 la sută în aprilie și la 5,41 la sută în mai – ușor peste nivelul prognozat – ca efect al acțiunii factorilor pe partea ofertei[32]. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt practic mișcarea ascendentă în aprilie,

30 Respectiv cu o întârziere de aproape două trimestre față de proiecția anterioară.

31 6,9 la sută.

32 Determinante fiind creșterile semnificative, peste așteptări, înregistrate de prețul combustibililor – pe fondul majorării cotației petrolului și a cursului de schimb leu/dolar – și de prețul produselor din tutun.

ajungând la 3,09 al sută[33], iar în luna mai a scăzut la 2,95 la sută, ușor sub nivelul prognozat[34], inclusiv pe fondul probabilei plafonări, cel puțin temporare, a presiunilor inflaționiste semnificative ale factorilor fundamentali, atribuibilă poziției ciclice a economiei; costurile unitare cu forța de muncă și-au reaccelerat însă creșterea anuală sau și-au prelungit dinamicile de două cifre în primele patru luni ale anului, iar așteptările inflaționiste pe termen scurt au continuat să se ajusteze în sus.

În același timp, expansiunea economică a cunoscut în trimestrul I 2018 o decelerare mai pronunțată în termeni anuali decât cea anticipată – la 4,0 la sută, de la 6,7 la sută în trimestrul IV 2017 –, în condițiile în care în termeni trimestriali ea a stagnat, făcând probabilă o restrângere a excedentului de cerere agregată, contrară așteptărilor de majorare ușoară a acestuia. Consumul privat a continuat să fie principalul determinant al avansului PIB, dar cu o contribuție considerabil diminuată, secondat de formarea brută de capital fix, al cărei aport a rămas pozitiv, dar a scăzut consistent, în timp ce contribuția negativă a exportului net s-a redus; pe acest fond, deficitul de cont curent și-a temperat ritmul de adâncire în raport cu perioada similară a anului trecut, dar a rămas la o valoare ridicată. Gradul de încordare a pieței muncii și-a reluat creșterea[35], iar dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut nominal a consemnat o reaccelerare substanțială în martie, inclusiv pe seama evoluțiilor din sectorul privat, urmată doar de o ușoară temperare a acestuia în aprilie. Totodată, ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă s-a mărit în trimestrul I, atât pe ansamblul economiei, cât și la nivelul industriei, unde a continuat să se majoreze și în aprilie, în contextul decelerării ritmului de creștere a productivității muncii.

Condițiile monetare și-au atenuat mai pregnant caracterul acomodativ în trimestrul II, în principal ca urmare a întăririi începând cu mijlocul lunii aprilie a controlului exercitat de banca centrală asupra lichidității din sistemul bancar și a majorării cu încă 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară în luna mai. Cotațiile relevante ale pieței monetare interbancare au crescut notabil față de trimestrul anterior, urcând și consolidându-se semnificativ deasupra ratei dobânzii de politică monetară, iar cursul de schimb leu/euro a continuat să se caracterizeze printr-o relativă stabilitate, inclusiv în contextul diferențialului considerabil mărit al ratelor dobânzilor pieței locale față de cele prevalente în plan european și regional. De asemenea, ajustarea ascendentă a ratelor dobânzilor la depozitele noi la termen a consemnat o relativă accelerare în lunile aprilie și mai, inclusiv în raport cu cea a ratelor dobânzilor la creditele noi, implicând o restrângere a ecartului dintre acestea.

Creditul acordat sectorului privat și-a accelerat creșterea în termeni anuali pe ansamblul perioadei aprilie-mai față de media trimestrului I. Plusul de ritm a venit în principal din consolidarea dinamicii deosebit de înalte a creditului în lei acordat populației, pe seama componentei pentru consum. Totodată, dinamica anuală a creditului în lei acordat societăților nefinanciare a rămas robustă, dar a decelerat ușor

33 De la 3,05 la sută în martie.

34 Descreșterea pe ansamblul intervalului a fost indusă de segmentul produselor alimentare procesate și de cel al serviciilor, mai receptive la corecția descendentă suferită în acest interval de prețurile internaționale ale unor produse agroalimentare și la relativa întărire a leului în raport cu euro.

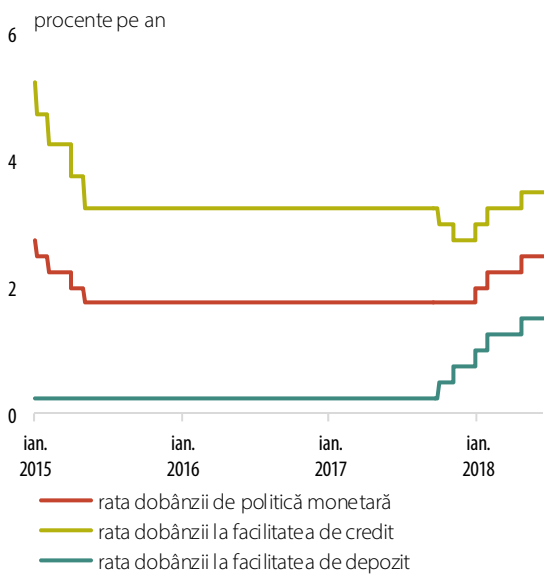
35 În condițiile în care prelungirea scăderii ratei șomajului BIM până la un minim istoric de 4,4 la sută în martie – succedată totuși de o creștere la 4,6 la sută în aprilie – a fost acompaniată în trimestrul I de majorarea ratei locurilor de muncă vacante, survenită după două trimestre consecutive de descreștere.

în raport cu media trimestrului I. Ponderea în total a componentei în lei a continuat să se mărească, ajungând în luna mai la 64,7 la sută. Ritmul de creștere a masei monetare a continuat însă să se reducă ușor, în contextul relativei temperări a creației de monedă pe seama fondurilor europene, respectiv al scăderii dinamicii cheltuielilor bugetare cu subvențiile și cu prestațiile de natură socială.

Proiecția pe termen scurt actualizată în acest context a reconfirmat perspectiva plafonării ratei anuale a inflației pe parcursul următoarelor luni deasupra intervalului țintei, în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, care anticipa revenirea ratei anuale a inflației la finalul anului curent în apropierea limitei de sus a intervalului, urmată de reintrarea și rămânerea acesteia în jumătatea lui superioară în cursul anului 2019. Valorile ușor mai ridicate anticipate a fi atinse de rata anuală a inflației pe orizontul foarte apropiat de timp, comparativ cu cele previzionate anterior, erau atribuibile acțiunii factorilor pe partea ofertei, respectiv unor dinamici relativ mai alerte ale prețurilor anticipate pe segmentele LFO, combustibili și produse din tutun. Noile reevaluări reconfirmau totodată perspectiva continuării decelerării creșterii economice în trimestrele II și III – într-un ritm ușor mai pronunțat decât cel prognozat în luna mai –, în condițiile anticipării unor dinamici trimestriale ale PIB în creștere în raport cu trimestrul I, dar inferioare celor indicate de cea mai recentă prognoză pe termen mediu, implicând valori mai scăzute ale *gap*-ului pozitiv al PIB de-a lungul primelor trei trimestre ale anului curent și o posibilă modificare a *pattern*-ului acestuia față de prognoza din luna mai.

Incertitudinile și riscurile sporite asociate în acest context perspectivei inflației evidențiate de cea mai recentă prognoză pe termen mediu aveau ca surse majore comportamentul încrederii și evoluția probabilă a venitului disponibil real ale populației, inclusiv din perspectiva condițiilor tensionate de pe piața muncii și a majorărilor unor categorii de venituri, dar și a impactului potențial al măririi prețurilor combustibililor și ale unor utilități. Relevante erau de asemenea incertitudinile legate de atragerea de fonduri europene și de perspectiva politicilor publice, cu implicații asupra dinamicii investițiilor, precum și inițiativele legislative vizând sectorul bancar, cu potențial impact advers asupra activității de creditare, inclusiv pe segmentul societăților nefinanciare. Acestora li se adăugau riscurile la adresa expansiunii economice la nivel global provenite din eventuala escaladare a protecționismului comercial și a unor tensiuni geopolitice, precum și cele induse de evoluțiile de pe piața financiară internațională, marcate în perioada recentă de scăderea apetitului global pentru risc, cu efecte majore asupra economiilor emergente.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



În acest context, adecvarea condițiilor monetare din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a menținerii ratei anuale a inflației în linie cu prognoza curentă pe termen mediu, în condițiile protejării stabilității financiare, a justificat

statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară. Prin urmare, în ședința din 4 iulie 2018, Consiliul de administrație al BNR a menținut nemodificate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 2,50 la sută –, precum și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare (la 1,50 la sută, respectiv 3,50 la sută; Grafic 3.1).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul II 2018, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au accentuat trendul crescător, iar cursul de schimb leu/euro a rămas relativ stabil. Creditul acordat sectorului privat și-a reaccelerat ușor avansul în termeni anuali în perioada aprilie-mai 2018, dar dinamica lichidității din economie a continuat să se reducă, în condițiile scăderii de ritm consemnate de plățile efectuate în contul fondurilor europene, respectiv de unele categorii de cheltuieli bugetare.

2.1. Ratele dobânzilor

După ce s-a menținut în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de depozit și în primele săptămâni ale trimestrului II, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a accentuat puternic traiectoria ascendentă începând de la mijlocul lunii aprilie, ca urmare a întăririi controlului exercitat de BNR asupra lichidității din sistemul bancar și a majorării în luna mai cu încă 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară; media lui trimestrială a urcat cu 1,27 puncte procentuale față de cea din precedentele trei luni, la 2,40 la sută.

Astfel, banca centrală a inițiat la mijlocul lunii aprilie[36] și a continuat să deruleze apoi cu frecvență săptămânală operațiuni de atragere de depozite la termen pe scadența de o săptămână, efectuate prin licitații la rată fixă de dobândă, în cadrul cărora BNR a absorbit integral sumele oferite de instituțiile de credit[37]. Volumul acestor operațiuni a tins să se reducă pe parcursul trimestrului[38], în condițiile în care, după ce se amplificase puternic în primele trei luni ale anului, excedentul net de lichiditate din sistemul bancar s-a restrâns sub acțiunea factorilor autonomi, condițiile lichidității dobândind chiar un caracter restrictiv spre finele perioadei[39]. Pe acest fond, randamentele ON au crescut alert începând de la jumătatea lunii aprilie, urcând relativ abrupt în apropierea ratei dobânzii de politică monetară și majorându-se apoi odată cu aceasta, pentru ca în ultima parte a lunii iunie să avanseze și să se cantoneze în apropierea limitei superioare a coridorului ratelor dobânzilor.

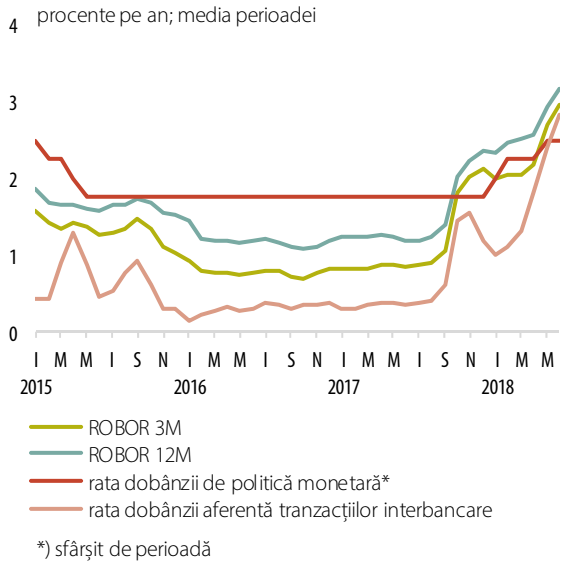
36 Pentru prima oară după 7 ani.

37 În aceste condiții, apelul instituțiilor de credit la facilitatea de depozit a băncii centrale, prin intermediul căreia fusese absorbit anterior excedentul net de lichiditate, a devenit nesemnificativ.

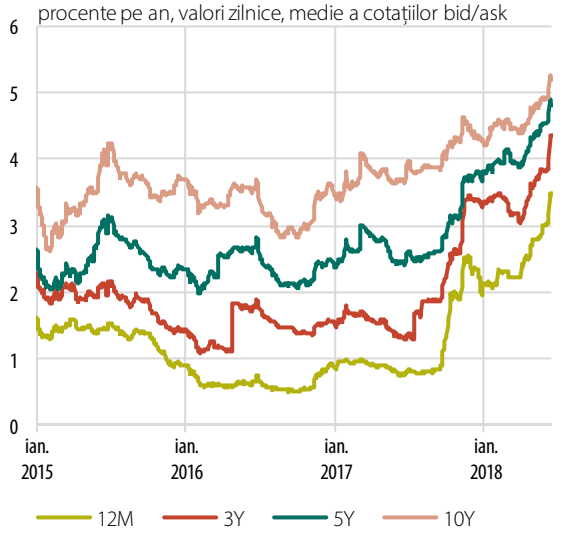
38 Soldul mediu zilnic al depozitelor 1W atrase s-a diminuat de la aproximativ 17,7 miliarde lei în a doua jumătate a lunii aprilie la 6,4 miliarde lei în mai și la 2,1 miliarde lei în iunie.

39 În vederea acoperirii necesarului de rezerve, unele instituții de credit au apelat în acest interval facilitatea de creditare a băncii centrale, în premieră în ultimii aproximativ 4 ani.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



La rândul lor, cotațiile zilnice ROBOR pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară (ROBOR 3M-12M) au urmat o ascensiune rapidă, receptând impulsurile date de întărirea controlului exercitat de banca centrală asupra lichidității din sistemul bancar și de majorarea ratei dobânzii de politică monetară, dar și ca efect al anticipațiilor instituțiilor de credit privind continuarea ajustării conduitei politicii monetare și, spre finele trimestrului, al modificării condițiilor lichidității. În consecință, media din luna iunie a ratei ROBOR 3M și-a reluat creșterea față de cea consemnată la finele precedentelor trei luni (+0,91 puncte procentuale, la 2,97 la sută), iar cele aferente termenelor de 6 luni și 12 luni și-au accelerat-o (+0,68, respectiv +0,65 puncte procentuale, până la 3,07 la sută, respectiv 3,17 la sută), Grafic 3.2.

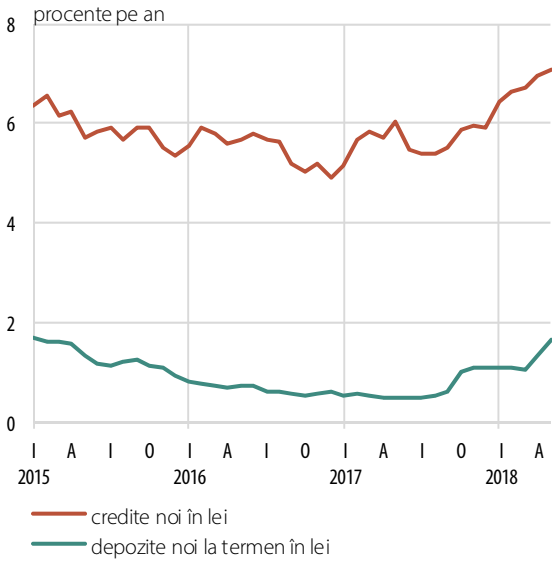
Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au receptat la rândul lor influența exercitată de deciziile și acțiunile BNR și de anticipațiile instituțiilor de credit privind continuarea ajustării conduitei politicii monetare, cărora li s-au adăugat cele provenind din mediul extern, caracterizat în acest interval de comportamente mixte ale randamentelor titlurilor de stat pe termen lung, atât în economiile dezvoltate, cât și în plan regional[40]. Pe acest fond, după mișcarea relativ oscilantă ce le-a caracterizat în primul trimestru, cotațiile de referință de pe piața secundară s-au înscris de la jumătatea lunii aprilie și s-au menținut apoi pe un trend crescător, mai accentuat în cazul maturităților scurte (Grafic 3.3). În consecință, valorile lor medii din iunie[41] s-au majorat față de cele din ultima lună a trimestrului anterior cu până la 1 punct procentual pe termenele de 6 și 12 luni (la 2,96 la sută, respectiv 3,10 la sută) și cu 0,58 puncte procentuale, respectiv 0,48 puncte procentuale pe scadențele de 5 și 10 ani (până la 4,61 la sută, respectiv 4,98 la sută), context în care curba randamentelor și-a prelungit tendința generală de aplatizare consemnată începând din ultimul trimestru al anului precedent.

[40] Randamentele titlurilor de stat pe termen lung din economiile avansate s-au majorat în prima jumătate a trimestrului II; în particular, cel aferent maturității de 10 ani din SUA a depășit în premieră pentru ultimii aproximativ 4 ani și jumătate nivelul de 3 la sută, în condițiile creșterii așteptărilor inflaționiste, inclusiv pe fondul continuării majorării prețului internațional al petrolului. Ulterior, ele au consemnat o ajustare descendentă, mai pregnantă în zona euro. Randamentele din plan regional, suplimentar afectate în a doua parte a trimestrului de deteriorarea sentimentului investitorilor față de aceste piețe, au consemnat variații mixte pe ansamblul trimestrului; ele au crescut în Republica Cehă și, mai ales, în Ungaria și au rămas relativ neschimbate în Polonia.

[41] Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

Pe segmentul primar al pieței[42], randamentele medii acceptate în cadrul ultimelor licitații efectuate în iunie și-au accentuat creșterea în raport cu cele de la finele trimestrului I 2018. Majorările au fost relativ mai ample pe segmentul scurt și cel mediu al maturităților (0,70 puncte procentuale în cazul termenelor de 1 an, respectiv 3 ani, comparativ cu până la aproximativ 0,6 puncte procentuale în cazul scadențelor reziduale de 5, 7 și 13 ani). Interesul investitorilor pentru titlurile de stat a scăzut în luna aprilie și s-a menținut la un nivel redus în mai, dar a tins să se redreseze în iunie. Ilustrative din această perspectivă au fost și evoluția raportului mediu cerere/ofertă (diminuare de la 1,7 în martie la 1,2 în aprilie-mai, urmată de o creștere la 1,4 în iunie), respectiv cea a raportului dintre volumul acceptat și cel anunțat de MFP în cadrul licitațiilor de titluri (scădere în aprilie și mai, până la 0,47, succedată de o revenire la 0,85 în iunie[43] – comparativ cu 0,95 în martie); totodată, scadența medie a titlurilor emise a consemnat o nouă reducere, la 4,2 ani, de la 4,8 ani în trimestrul I 2018.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Pe ansamblul perioadei martie–mai 2018, ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la creditele noi și depozitele noi la termen ale clienților nebancari s-au majorat (+0,45 puncte procentuale, până la 7,08 la sută, respectiv +0,53 puncte procentuale, până la 1,64 la sută), sub influența ascensiunii cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare (Grafic 3.4). Creșterile au devenit generalizate din perspectiva atât a celor două sectoare de clientelă, cât și a categoriilor de credite și depozite la termen. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a urcat cu 0,37 puncte procentuale (până la 8,21 la sută), pe seama majorării ratelor medii ale dobânzilor la împrumuturile noi pentru consum, respectiv locuințe, dar și a creșterii ponderii celor dintâi (purtătoare ale unor rate de dobândă relativ mai ridicate) în fluxul adresat acestui segment. Rata medie a dobânzii la creditele noi acordate societăților nefinanciare a consemnat un avans similar (până la 5,39 la sută), regăsit la nivelul ambelor categorii de împrumuturi – sub, respectiv peste echivalentul a 1 milion de euro. La rândul său, randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare s-a majorat cu 0,69 puncte procentuale, până la 1,86 la sută; cel aferent plasamentelor similare ale populației a urcat mai lent (+0,13 puncte procentuale, până la 1,10 la sută), continuând să recepteze cu o relativă întârziere impactul creșterii cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare.

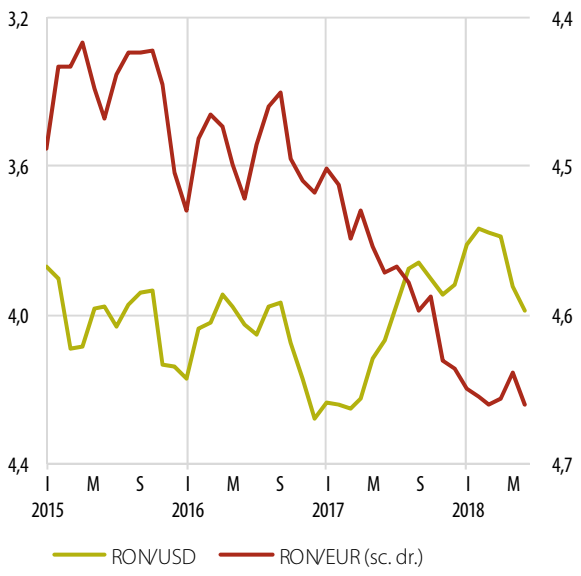
[42] În data de 7 iunie, MFP a emis euroobligațiuni în valoare de 1,2 miliarde dolari SUA, cu maturitatea de 30 de ani, efectuând totodată o operațiune de răscumpărare anticipată și de preschimbare parțială a unor euroobligațiuni în valoare de aproximativ 250 milioane dolari SUA, cu maturitatea reziduală de 4 ani.

[43] În trimestrul II 2018, MFP a continuat să respingă parțial/integral ofertele prezentate în cadrul licitațiilor de titluri de stat, în cazul a câte patru licitații în aprilie și mai, respectiv trei în iunie.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a consemnat fluctuații mai ample în trimestrul II 2018, tinzând totuși să se mențină pe palierul pe care s-a plasat în a doua jumătate a trimestrului anterior, sub impactul predominant exercitat în acest interval de factorii interni de influență (Grafic 3.5).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Raportul leu/euro a rămas în aprilie în jurul valorilor la care s-a stabilizat în a doua parte a trimestrului I – inferioare vârfului atins în debutul anului –, dar a avut o evoluție mai oscilantă, pentru ca în luna următoare să consemneze o scădere semnificativă. Comportamentul său a reflectat în principal influențele deciziilor și acțiunilor BNR, incluzând întărirea controlului asupra lichidității din sistemul bancar și majorarea cu încă 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, de natură să mărească diferențialul ratelor dobânzilor pieței locale față de cele prevalente în plan european și regional, cu impact asupra atractivității relative a plasamentelor în lei. Conjugate cu implicațiile continuării ameliorării în aprilie a dinamicii fluxurilor comerciale și de venituri cu exteriorul, acestea au ecranat influențele provenind din mediul extern, caracterizat în acest interval prin reducerea apetitului global pentru risc – pe fondul creșterii randamentelor titlurilor de stat în SUA[44] și al aprecierii dolarului în raport cu principalele monede – materializată într-un comportament de tip *sell-off* pe unele piețe emergente, căreia i s-a suprapus, în luna mai, deteriorarea sentimentului investitorilor față de piețele financiare din regiune asociată amplificării incertitudinilor politice din Italia. În aceste condiții, ratele de schimb ale principalelor monede din regiune s-au înscris la jumătatea lunii aprilie și s-au menținut până la finele trimestrului pe un trend alert crescător. Influențele externe au devenit predominante și pe piața internă în primele decade ale lunii iunie, pe parcursul cărora cursul de schimb leu/euro a urcat relativ alert, atingând un nou maxim istoric[45]. Ulterior însă, acesta a tins să revină la valori ușor mai joase.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

milioane euro

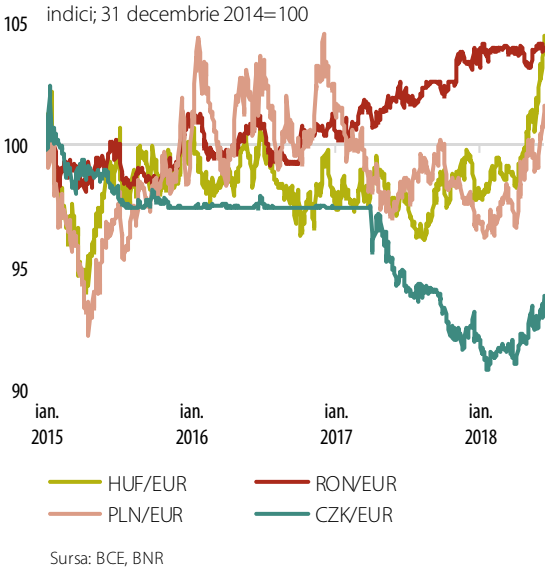
	5 luni 2017			5 luni 2018		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	4 067	4 962	-895	3 525	4 007	-482
Investiții directe	261	1 716	-1 456	1 084	2 765	-1 681
Investiții de portofoliu	328	2 229	-1 901	130	1 535	-1 406
Derivate financiare	x	x	-43	x	x	56
Alte investiții	1 835	1 016	819	2 926	-294	3 220
– numerar și depozite	1 341	-315	1 656	1 957	-450	2 407
– împrumuturi	63	-66	130	56	-1 409	1 465
– altele	431	1 397	-967	913	1 565	-652
Active de rezervă ale BNR (net)	1 686	0	1 686	-671	0	-671

*) „+" creștere/„-"scădere

[44] În condițiile consolidării așteptărilor privind continuarea normalizării ratelor dobânzilor de către Fed, date fiind caracterul robust al indicatorilor economici din SUA, precum și avansul prețului internațional al petrolului.

[45] 4,6695 lei/euro, în data de 21 iunie.

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



Sursa: BCE, BNR

Într-un astfel de context, rulajul pieței valutare interbancare s-a amplificat față de trimestrul precedent, iar creșterea soldului trimestrial negativ al tranzacțiilor a fost ușor frânată de revenirea la o valoare pozitivă a ofertei nete de valută a rezidenților (Tabel 3.1).

Pe ansamblul trimestrului II, leul și-a menținut practic neschimbată valoarea nominală în raport cu euro (apreciindu-se cu 1,0 la sută în termeni reali), în pofida relativei amplificări a fluctuațiilor pe parcursul intervalului[46]; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 5,4 la sută în termeni nominali și cu 4,4 la sută în termeni reali, în condițiile în care cursul de schimb euro/dolar a scăzut abrupt[47] începând cu jumătatea lunii aprilie, pentru ca în partea a doua a trimestrului să oscileze în jurul valorilor joase astfel atinse. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a diminuat deprecierea nominală față de euro, dar și-a redus în mai mare măsură aprecierea față de dolarul SUA (Grafic 3.6).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada aprilie-mai 2018, dinamica masei monetare (M3)[48] a continuat să se reducă (11,2 la sută, față de 12,3 la sută în trimestrul I 2018; Tabel 3.2)[49], în condițiile scăderii de ritm consemnate de plățile efectuate în contul fondurilor europene (inclusiv pentru agricultură)[50], respectiv de cheltuielile bugetare cu subvențiile și prestațiile de natură socială.

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

variație procentuală în termeni nominali

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

La nivelul componentelor M3, încetinirea avansului său a fost imprimată de noua temperare a dinamicii masei monetare în sens restrâns M1 (până la minimul ultimilor trei ani și jumătate, în luna mai), decurgând atât din evoluția depozitelor ON ale ambelor categorii principale de clienți – influențată și de tendința de realocare parțială a acestora către depozite la termen –,

46 În același interval, forintul, zlotul și coroana cehă s-au depreciat în raport cu euro cu 3,3 la sută, 2,2 la sută, respectiv 1,4 la sută.

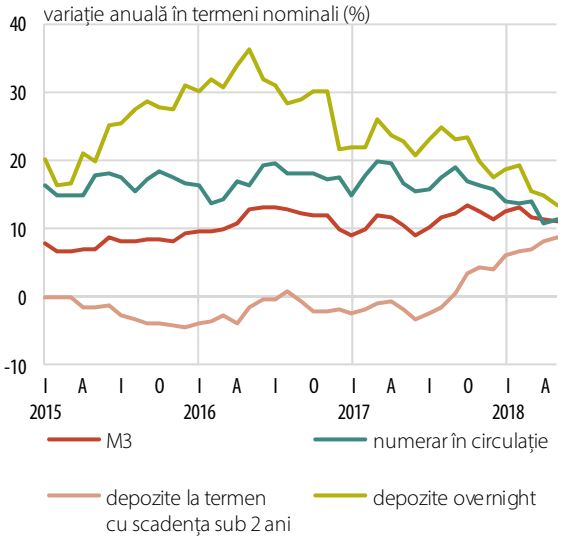
47 La rândul său, prețul în dolari SUA al unciei de aur a scăzut în trimestrul II, revenind la valorile de la începutul lunii decembrie 2017.

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

49 În termeni reali, scăderea dinamicii anuale medii a M3 a continuat să fie mai accentuată (de la 7,3 la sută în trimestrul I 2018 la 5,6 la sută în aprilie-mai).

50 Conform datelor lunare privind execuția bugetului general consolidat, coroborate cu cele referitoare la plățile efectuate din fondurile europene pentru agricultură (Sursa: *website*-ul AFIR).

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



cât și din cea a numerarului în circulație. În schimb, dinamica depozitelor la termen sub 2 ani a continuat să se mărească, atingând un nou record al perioadei post-noiembrie 2012. Mișcarea a fost susținută în special de plasamentele societăților nefinanciare (al căror ritm a atins în aprilie maximul post-octombrie 2008[51]) – mai receptive la modificarea ratelor dobânzilor specifice, care la rândul lor au preluat mai rapid mișcarea cotațiilor de pe piața interbancară. O contribuție au avut și depozitele populației, care și-au consolidat ritmul de creștere – devenit pozitiv la finele trimestrului I în premieră pentru ultimii doi ani și jumătate –, dar prioritar pe seama componentei în valută. În aceste condiții, ponderea M1 în masa monetară și-a prelungit scăderea, însă a rămas la un nivel înalt din perspectivă istorică – 59,3 la sută (Grafic 3.7).

Pe ansamblu, depozitele din M3 aparținând societăților nefinanciare au consemnat totuși o nouă pierdere de ritm (până la minimul ultimilor trei ani, în luna mai) – pe fondul scăderii variației anuale a plăților destinate agriculturii și a celei aferente unor categorii de cheltuieli bugetare – contribuind astfel la temperarea avansului M3. În același sens a acționat și reducerea dinamicii depozitelor totale ale populației, survenită în condițiile în care influențele cumulate exercitate de atenuarea dinamicii plăților bugetare de natura prestațiilor sociale, de realocarea unor deținere de monedă către alte categorii de instrumente financiare (titluri de stat), precum și de intensificarea achizițiilor de autoturisme[52] au surclasat-o pe cea decurgând din reaccelerarea creșterii câștigurilor salariale.

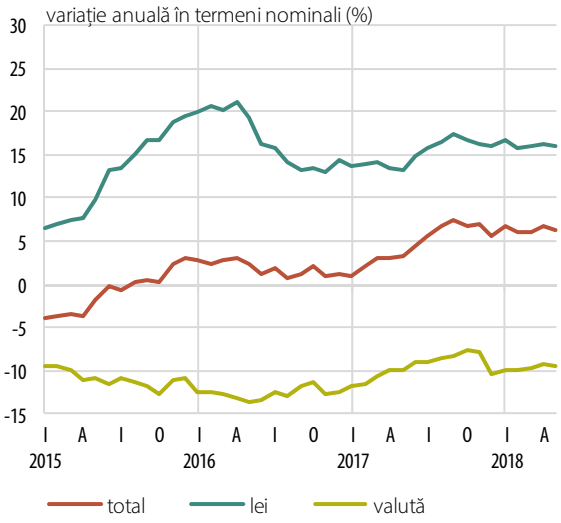
Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, scăderea dinamicii sale a fost imprimată, pe ansamblul perioadei, de temperarea variației creditului acordat sectorului public și de majorarea dinamicii pasivelor financiare pe termen lung ale instituțiilor de credit[53]; în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, au acționat reamplificarea creșterii creditului acordat sectorului privat și accentuarea declinului depozitelor administrației publice centrale.

[51] O valoare similară s-a consemnat și în februarie 2018.

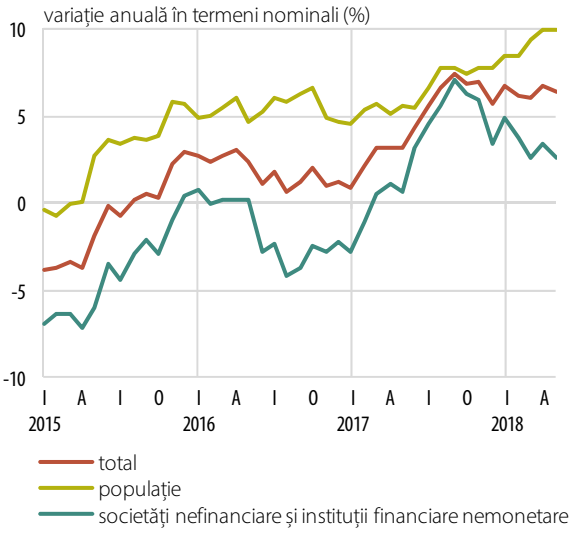
[52] În aprilie 2018, ritmul de creștere anuală a cifrei de afaceri din comerțul auto-moto s-a dinamizat puternic, în principal pe seama vânzărilor de autoturisme, depășind substanțial valorile medii înregistrate în precedentele 4 trimestre. Evoluția s-a asociat demarării în a doua parte a lunii martie – în devans cu două luni față de anul precedent –a unei noi ediții a programului guvernamental de stimulare a înnoirii parcului auto („Rabla").

[53] Poziția include conturile de capital.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Creditul acordat sectorului privat

În perioada aprilie-mai 2018, creditul acordat sectorului privat și-a reaccelerat ușor dinamica (6,6 la sută, față de 6,3 la sută în trimestrul I 2018; Grafic 3.8)[54], în principal ca urmare a majorării mai alerte a creditelor noi, dar și pe fondul restrângerii operațiunilor nete de externalizare a creditelor din bilanțul instituțiilor de credit. Componenta în lei și-a menținut ritmul înalt de creștere, iar cea în valută (exprimată în euro) și-a moderat doar ușor contracția în termeni anuali[55], context în care ponderea în total a împrumuturilor în moneda națională și-a prelungit ascensiunea (64,7 la sută în luna mai – nou record al perioadei post-noiembrie 1996).

Din perspectiva sectoarelor instituționale, evoluțiile au rămas divergente (Grafic 3.9). Astfel, creditul acordat populației și-a accelerat și în acest interval ritmul de creștere, care a atins un nou vârf al ultimilor aproximativ nouă ani. Plusul de ritm a provenit dinspre componenta în lei destinată consumului și altor scopuri, care a receptat efectul majorării creditelor noi (al căror volum a atins în luna mai un maxim istoric), dar și pe cel statistic al includerii unei noi instituții de credit în bilanțul monetar agregat[56]; dinamica împrumuturilor în lei pentru locuințe a continuat să se tempereze, dar s-a menținut robustă, în condițiile reamplificării fluxului de credite acordate în cadrul programului „Prima casă” [57].

În schimb, ritmul anual de creștere a creditului acordat societăților nefinanciare a înregistrat o nouă decelerare pe ansamblul perioadei[58], în condițiile în care ușoara redresare a acestuia în luna aprilie a fost mai mult decât contrabalansată de noul declin consemnat în mai. Fluctuațiile au fost determinate preponderent de componenta în valută, a cărei contracție anuală s-a atenuat în aprilie, pentru a se reaccentua în luna următoare; în schimb, dinamica creditului în lei s-a reaccelerat în mai, în premieră în ultimele patru luni, beneficiind de revigorarea fluxului de împrumuturi.

[54] În termeni reali, dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să scadă (1,2 la sută în medie, față de 1,6 la sută în trimestrul I 2018).

[55] Exprimată în lei, dinamica împrumuturilor în valută și-a majorat ușor valoarea negativă, datorită efectului statistic al modificării anuale a cursului de schimb leu/euro.

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

[57] Pe baza datelor CRC.

[58] Exprimată în termeni reali, dinamica sa anuală și-a amplificat valoarea negativă.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 3,5 la sută la sfârșitul anului 2018 și 2,7 la sută la finele anului 2019, ambele valori fiind situate sub cele din *Raportul asupra inflației* din luna mai, cu 0,1 puncte procentuale și, respectiv, 0,3 puncte procentuale. La orizontul prognozei, mijlocul anului 2020, aceasta este previzionată a se plasa la valoarea de 2,8 la sută. Pornind de la valorile ridicate înregistrate pe parcursul trimestrului II 2018, rata anuală a inflației este de așteptat să cunoască o temperare, cu o atenuare mai semnificativă de ritm pe parcursul trimestrului IV 2018, când va beneficia de disiparea influențelor provenind din partea unor șocuri nefavorabile de natura ofertei din a doua jumătate a anului 2017. Componentele exogene ale coșului de consum își vor reduce în mod semnificativ contribuția inflaționistă pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, determinând repoziționarea ratei anuale a inflației IPC în intervalul țintei la începutul anului 2019 și menținerea în interiorul acestuia până la orizontul prognozei. Rata anuală a inflației de bază este preconizată a cunoaște o creștere treptată pe parcursul anului 2019, în principal ca urmare a dinamizării anticipate a prețurilor bunurilor din import sub impactul convergenței graduale a inflației externe spre nivelul reper de 2 la sută. Ulterior, de la finele anului viitor până la orizontul proiecției, rata anuală a inflației CORE2 ajustat se va stabiliza, fiind proiectată la valori situate în jurul a 3,2 la sută. Presiunile inflaționiste externe vor fi contrabalansate la acest orizont de reducerea treptată a excedentului de cerere sub impactul reconfigurării setului condițiilor monetare reale în sens larg și a conduitei discreționare a politicii fiscale spre valori cvasineutre, cu impact favorabil inclusiv asupra anticipațiilor privind inflația. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază, sursele de risc fiind asociate atât mediului intern, cât și celui extern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză, cererea externă, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), este anticipată a se tempera comparativ cu anul anterior, valorile proiectate fiind similare celor din *Raportul* precedent și plasându-se peste nivelul de 2 la sută (Tabel 4.1). Aceasta va beneficia în continuare

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

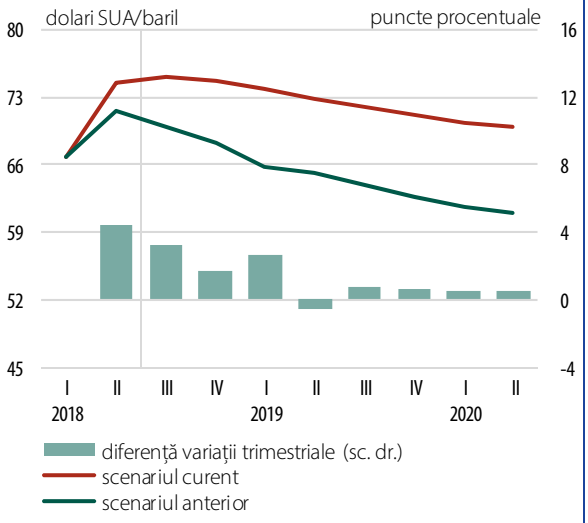
	valori medii anuale	
	2018	2019
Creșterea economică în UE efectiv (%)	2,5	2,2
Inflația anuală din zona euro (%)	1,7	1,6
Inflația anuală exclusiv produse energetice, din zona euro (%)	1,3	1,7
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,5	2,1
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,3	-0,2
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,19	1,20
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	72,7	72,5

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

de configurația acomodativă a politicii monetare a BCE[59] , de îmbunătățirea condițiilor de pe piața forței de muncă, precum și de plasarea la niveluri ridicate a încrederii mediului de afaceri și consumatorilor (reflectate de indicatorul ESI). Dinamizarea creșterii economice globale, susținută în principal de economiile avansate, va sprijini în continuare exporturile, în pofida unei tendințe de apreciere a euro în raport cu monedele principalilor parteneri comerciali ai zonei. *Gap*-ul PIB UE efectiv este anticipat a înregistra valori pozitive și în creștere pe intervalul de proiecție, reflectând continuarea avansului ciclic al partenerilor externi, cu impact stimulativ la adresa economiei românești.

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată a se plasa la nivelul de 1,7 la sută în 2018 (valoare revizuită ascendent cu 0,2 puncte procentuale comparativ cu *Raportul* anterior) și de 1,6 la sută în 2019 (similar proiecției precedente), situându-se în continuare sub nivelul reper de 2 la sută vizat de definiția BCE a stabilității prețurilor. Pe fondul apariției unei tensionări a pieței forței de muncă, din cauza unei intensificări privind constrângerile la nivelul ofertei în unele țări membre, cu impact asupra creșterii preconizate a câștigurilor salariale, rata medie anuală a inflației IAPC exclusiv produse energetice din zona euro este prognozată a-și continua evoluția ascendentă pe intervalul de prognoză, plasându-se în 2018 și 2019 la nivelurile de 1,3 la sută și, respectiv, de 1,7 la sută, valori revizuite marginal în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale în ambii ani. Rata anuală a inflației din SUA este proiectată a se poziționa peste valorile anticipate pentru zona euro și, respectiv, superioare nivelului reper de 2 la sută.

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



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

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

Cursul euro față de dolarul SUA este preconizat a se plasa pe o traiectorie în creștere pe intervalul de prognoză, după deprecierea înregistrată de către moneda europeană în perioadele recente, urmând a se plasa la orizontul proiecției la nivelul de 1,23 USD/EUR, pe fondul unui sentiment mai favorabil din partea investitorilor în legătură cu zona euro și al condițiilor de incertitudine determinate de politicile comerciale și fiscale ale SUA.

[59] În ședința din 14 iunie 2018, Consiliul Guvernatorilor al BCE a decis continuarea achizițiilor de active nete într-un ritm de 30 miliarde euro pe lună până la finele lunii septembrie 2018. Totodată, sub rezerva datelor noi privind perspectivele inflației pe termen mediu, s-a decis ajustarea ratei lunare la 15 miliarde euro în ultimul trimestru al anului curent și încetarea ulterioară a programului. Concomitent, ratele dobânzilor reprezentative ale BCE vor fi menținute constante, cel puțin până în vara anului 2019, și inclusiv atâta timp cât va fi considerat a fi necesar pentru a se asigura o evoluție a inflației în concordanță cu anticipațiile prezente privind o traiectorie sustenabilă a acesteia.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent, fundamentat pe baza cotațiilor *futures*, prevede o traiectorie în scădere pe intervalul de prognoză, după creșterile semnificative înregistrate în ultima perioadă, atingând un nivel de 69,8 USD/baril la finele acestuia (Grafic 4.1). Evoluția anticipată a prețului petrolului este în continuare marcată de incertitudini ample, reflectate și în revizuirea traiectoriilor cotațiilor *futures* din rundele succesive de prognoză[60].

1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC se va situa la 3,5 la sută și 2,7 la sută la finalul anilor 2018 și, respectiv, 2019, ambele valori fiind situate sub cele din *Raportul asupra inflației* din luna mai, cu 0,1 puncte procentuale și, respectiv, 0,3 puncte procentuale. Ulterior, până la orizontul proiecției, mijlocul anului 2020, aceasta este prevăzută a se stabiliza la 2,8 la sută (Tabel 4.2, Grafic 4.2). Pornind de la nivelul de 5,4 la sută consemnat la finele trimestrului II, preconizat a fi și cel mai ridicat pentru acest an, rata anuală a inflației este de așteptat să cunoască o temperare, cu o reducere de ritm mai semnificativă în cursul trimestrului IV 2018. Evoluția este anticipată a se produce în principal pe fondul atenuării dinamicilor alerte consemnate de prețurile unor componente exogene în trimestrele precedente, îndeosebi cele ale combustibililor, ale produselor din tutun și cele administrate și, într-o măsură mult mai redusă, ca urmare a unei dinamici anuale oscilatorii consemnate de inflația de bază. Decelerarea de ritm a ratei anuale a inflației *headline* are la bază proiectarea înregistrării, în a doua parte a anului curent, a unor dinamici lunare ale inflației inferioare celor din anul anterior, afectate de majorarea accizei la combustibili în lunile septembrie și octombrie 2017, creșterea tarifelor la energia electrică în octombrie 2017, evoluția ascendentă a prețului petrolului din ultima parte a anului trecut, precum și de unele creșteri atipice ale prețurilor alimentelor procesate din toamna anului precedent. În absența anticipării unor noi șocuri de natura ofertei, componentele exogene ale coșului de consum își vor reduce în mod semnificativ contribuția inflaționistă, determinând repoziționarea ratei anuale a inflației IPC la limita superioară a intervalului țintei la sfârșitul anului curent și în jumătatea superioară a acestui interval încă de la începutul anului 2019, cu o tendință de decelerare până la valori de 2,8 la sută la orizontul prognozei. Rata anuală a inflației de bază va cunoaște o dinamizare în cursul anului

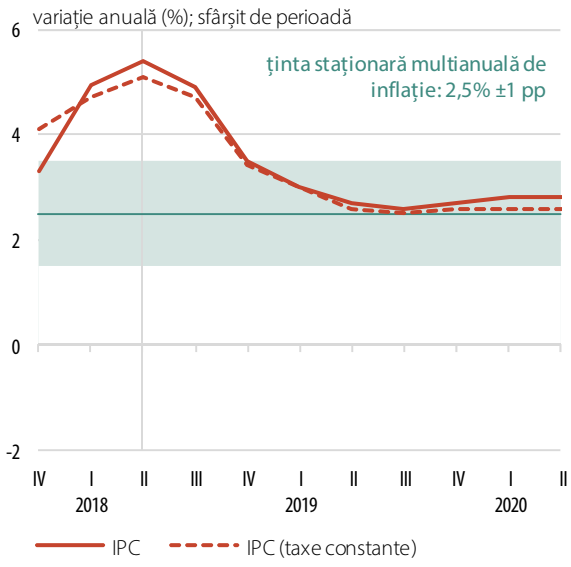
Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

variație anuală (%); sfârșit de perioadă

	2018		2019				2020	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	4,9	3,5	3,0	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8
Proiecție IPC*	4,7	3,4	3,0	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6

*) calculat la taxe constante

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

[60] Pentru mai multe detalii a se consulta Caseta 2 din Secțiunea 1.4. Riscuri asociate proiecției.

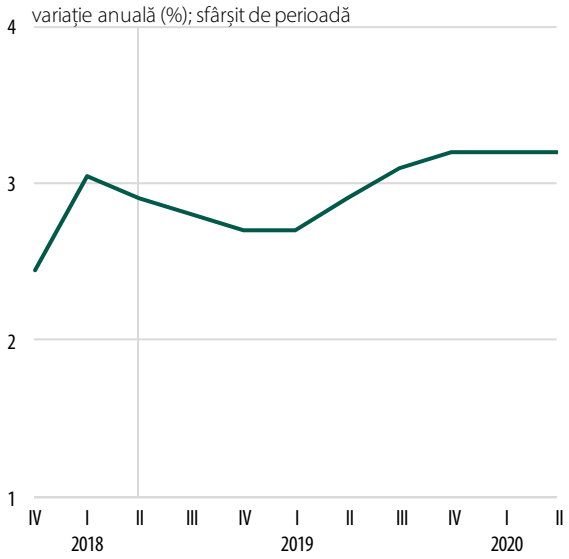
2019, urmând a se stabiliza la valori apropiate de 3,2 la sută începând din a doua jumătate a anului viitor.

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

variație anuală (%); sfârșit de perioadă

	2018		2019				2020	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
CORE2 ajustat	2,8	2,7	2,7	2,9	3,1	3,2	3,2	3,2

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

Comparativ cu *Raportul* precedent, rata anuală prognozată a inflației IPC a fost revizuită în jos pe seama contribuțiilor mai reduse provenind din partea indicelui CORE2 ajustat și a prețurilor administrate. Acestea au fost atenuate de aportul mai ridicat al prețurilor combustibililor și ale celor ale produselor din tutun, însă doar pentru anul curent, în timp ce pentru 2019, contribuțiile celorlalte componente ale coșului de consum au rămas nemodificate.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este preconizată a se reduce ușor în următoarele trimestre, pornind de la nivelul de 2,86 la sută înregistrat în luna iunie 2018 și atingând 2,7 la sută atât la sfârșitul anului curent, cât și la finele primului trimestru al anului viitor (Tabel 4.3, Grafic 4.3). Această evoluție se va produce în special pe fondul disipării presiunilor exercitate de cotațiile unor materii prime agroalimentare asupra prețurilor alimentelor procesate în a doua jumătate a anului precedent, dar și ca urmare a temperării presiunilor inflaționiste exercitate prin intermediul cererii agregate din prima parte a anului curent, cu efecte persistente asupra nivelului indicatorului. Influențele dezinflaționiste ale acestor factori vor fi atenuate de presiunile în creștere de pe parcursul anului curent care provin din partea anticipațiilor agenților economici cu privire la evoluția prețurilor – îndeosebi pe fondul suprapunerii numeroaselor șocuri de natura ofertei din ultimul an –, dar și ca urmare a creșterii graduale pe parcursul anului 2018 a deviației PIB, preconizată a continua și în trimestrul I 2019. Pornind de la sfârșitul primului trimestru al anului 2019 și până la finele acestuia, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată pe un trend ușor ascendent, atingând nivelul de 3,2 la sută, la care se va stabiliza ulterior până la orizontul prognozei, mijlocul anului 2020. Evoluția este imprimată cu precădere de dinamica anticipată a prețurilor bunurilor din import, sub impactul convergenței graduale a inflației externe spre nivelul reper de 2 la sută.
În partea a doua a intervalului de prognoză, pe fondul reconfigurării setului condițiilor monetare reale în sens larg și a conduitei discreționare a politicii fiscale la valori cvasineutre, excedentul de cerere este prevăzut a se atenua treptat, însă într-o manieră mai puțin accentuată comparativ cu runda anterioară de prognoză. În acest context, așteptările inflaționiste vor cunoaște o temperare, dar se vor corecta doar până la valori apropiate de 3 la sută la orizontul proiecției.

Față de *Raportul* din mai 2018, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sens descendent cu 0,5 puncte procentuale la finele anului 2018 și cu 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2019, pe fondul unor presiuni inflaționiste mai reduse exercitate prin intermediul excedentului de cerere[61]. Cu toate acestea, deviația PIB se diminuează mai lent comparativ cu runda precedentă de proiecție, continuând să exercite presiuni inflaționiste la nivelul indicelui CORE2 ajustat. Influențe cu impact inflaționist mai pronunțat sunt preconizate că vor proveni din partea dinamicii proiectate a prețurilor bunurilor din import[62] și a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici.

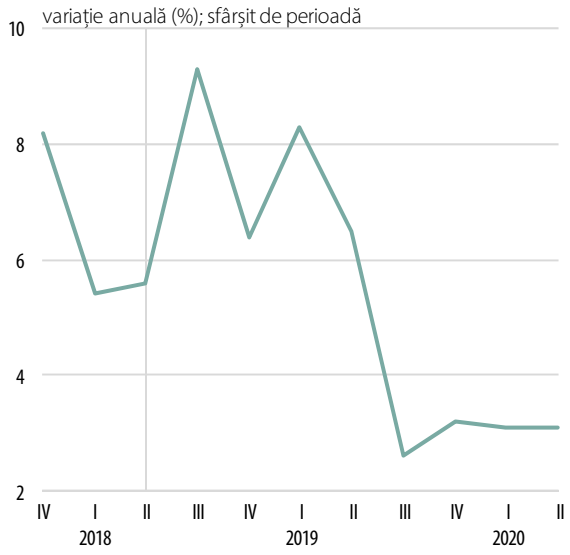
Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2018	2019
Prețuri administrate	0,7	0,2
Combustibili	0,5	0,1
Prețuri LFO	0,4	0,2
CORE2 ajustat	1,6	1,9
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,3	0,2

*) 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 – prețuri administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,9 puncte procentuale la sfârșitul anului 2018 (nivel revizuit în sens ascendent cu 0,3 puncte procentuale comparativ cu cel proiectat în *Raportul* anterior) și de 0,7 puncte procentuale la finele celui viitor (valoare ajustată în jos cu 0,2 puncte procentuale) (Tabel 4.4).

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 6,4 la sută la finele anului curent și de 3,2 la sută la sfârșitul celui viitor, doar valoarea pentru anul 2018 fiind ușor revizuită în sens ascendent cu 0,4 puncte procentuale comparativ cu *Raportul* precedent. Traiectoria acestora în prima parte a intervalului de prognoză este afectată de disiparea treptată a șocului negativ de ofertă asociat producției deficitare de ouă la nivel european de la finele anului trecut. Se menține ipoteza din runda precedentă privind înregistrarea unor producții agricole apropiate de valori normale pentru anii 2018 și 2019 (Grafic 4.4).

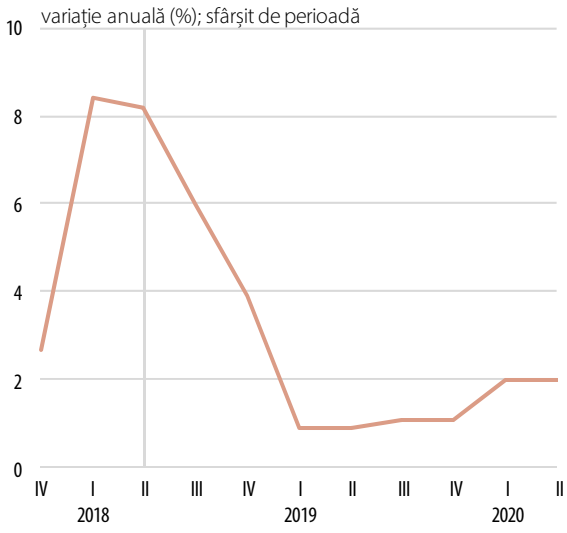
Scenariul exogen privind prețurile administrate prevede creșteri de 3,9 la sută și de 1,1 la sută pentru sfârșitul anului curent, și respectiv, al celui viitor, ambele valori fiind situate sub cele din *Raportul* anterior cu 0,2 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,9 puncte procentuale (Grafic 4.5). Pentru anul curent revizuirea în sens descendent are la bază în principal ajustarea în jos a tarifelor la energia electrică din luna iulie,

61 Pentru detalii a se consulta Secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

62 Revizuirea a survenit în condițiile proiectării la niveluri mai ridicate a ratei anuale a inflației IAPC din zona euro, exclusiv produse energetice, această măsură fiind utilizată pentru construcția seriei ratei inflației bunurilor din import în cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM).

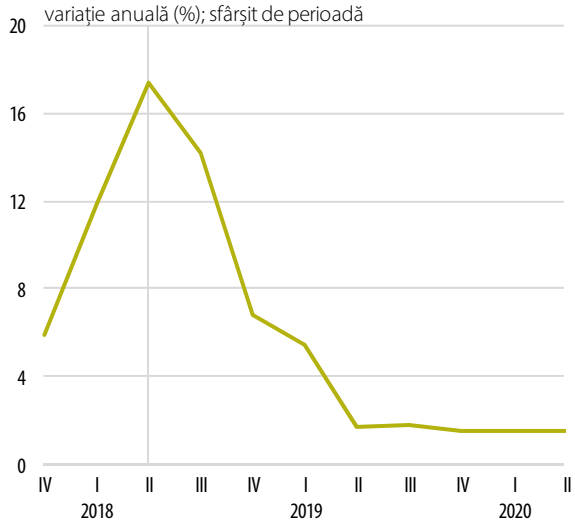
contrabalansată doar parțial de creșterea prețurilor la gaze naturale[63], în timp ce pentru anul viitor reevaluarea indicatorului a survenit pe fondul modificărilor nou legiferate ale cotei standard a TVA pentru componentele canalizare (de la 19 la sută la 9 la sută) și energie termică (de la 19 la sută la 5 la sută).

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este prognozată la 6,8 la sută la sfârșitul anului curent și la 1,5 la sută la finele anului următor (Grafic 4.6). Traiectoria proiectată a acestora este afectată semnificativ de disiparea efectelor statistice asociate măsurii de majorare a accizelor la carburanți în două etape pe parcursul anului trecut, precum și unor creșteri atipice suferite de componenta non-carburanți de la finele aceluiași an[64]. Pentru anul 2018 dinamica anuală este superioară celei proiectate anterior cu 2,7 puncte procentuale, în principal sub efectul amplificării mai accentuate a inflației anuale a petrolului și al deprecierii monedei europene față de dolarul SUA, comparativ cu o apreciere previzionată în runda anterioară, cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra prețurilor în lei ale acestei categorii de produse. În același sens acționează și ajustarea în sens ascendent a anticipațiilor privind inflația. Pentru anul viitor reevaluarea în sus cu 0,3 puncte procentuale este asociată cu precădere previzionării unei dinamici anuale negative a prețului petrolului mai puțin accentuată comparativ cu runda anterioară la acest orizont.

Traiectoria prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse și prevede creșteri de 3,4 la sută la finele anului curent și de 3,0 la sută la sfârșitul celui viitor. Pentru anul curent revizuirea ascendentă cu 0,8 puncte procentuale survine pe fondul majorărilor de preț operate la nivelul lunilor aprilie și mai de către producători,

63 Scăderea tarifelor la energia electrică, ca urmare a reducerii valorii prețurilor maxime pentru serviciul universal care vor fi aplicate de fiecare furnizor de ultimă instanță, a fost parțial contrabalansată de creșterea prețurilor la gazele naturale. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatele ANRE din datele de 29 iunie și 19 iulie a.c. disponibile la adresele: http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-29-06-2018-preturi-furnizare-ee-regim-serviciu-universal și http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/informare-de-presa-19-07-2018-preturi-gaze-naturale-clienti-casnici.

64 Pe fondul reducerii ofertei de masă lemnoasă licitate de către autorități.

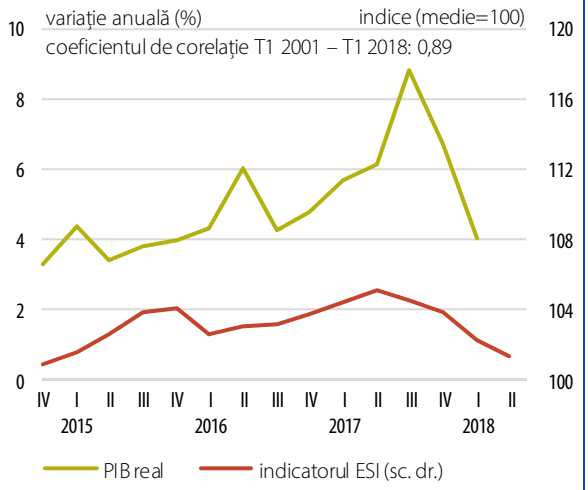
superioare celor evaluate în runda precedentă, în principal pe baza modificărilor fiscale. Pentru anul viitor, dinamica anuală a acestei componente a coșului de consum a fost revizuită doar marginal în jos.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție[65]

Deviația PIB

Pe parcursul trimestrului I 2018, PIB real a consemnat o cvasistagnare, dinamica trimestrială fiind de 0,1 la sută, evoluție reflectată într-o decelerare anuală până la 4 la sută[66], valoare ce implică revenirea activității economice către ritmul potențial de creștere. Această încetinire a avut loc inclusiv pe fondul evoluției indicatorilor de încredere în economie (preponderent pe seama percepției consumatorilor și a operatorilor din industrie). În acest trimestru, atât consumul final total, cât și formarea brută de capital fix (FBCF) au înregistrat scăderi față de trimestrul IV 2017, în timp ce aportul negativ al exporturilor nete a devenit aproape nul. În următoarele trimestre, semnalele provenite din partea variabilelor cu frecvență lunară indică, în general, o redresare graduală a dinamicii PIB. Din setul acestora se remarcă revenirea producției industriale și a comerțului cu amănuntul, cu efecte de antrenare a cererii interne, în paralel însă cu menținerea la cote reduse a indicatorului de încredere în economie – Grafic 4.7. Creșterea trimestrială a PIB este anticipată a fi imprimată de revenirea cererii interne, însă ritmurile sunt de așteptat a fi considerabil mai atenuate comparativ cu cele din anul anterior, în timp ce exporturile nete de bunuri și servicii sunt proiectate a avea un aport ușor negativ.

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pe parcursul intervalului de prognoză, profilul dinamicii PIB potențial și cel al PIB sunt similare, reflectând o încetinire de ritm anticipată pentru anul curent, urmată de o revenire în anul 2019. Decelerarea creșterii PIB potențial de pe parcursul anului 2018 reflectă contribuția mai redusă a TFP, în paralel cu evoluția modestă a FBCF. Aportul forței de muncă este evaluat a se menține ușor pozitiv, în condițiile creșterii populației ocupate, pe seama îmbunătățirii ratei de activitate (odată cu avansul activității economice) și a menținerii la valori încă reduse a ratei șomajului, evoluții doar parțial contrabalansate de tendința descendentă a populației în vârstă de muncă. Pe parcursul intervalului de prognoză, contribuția trendului TFP[67] surprinde anticiparea unor

[65] 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.

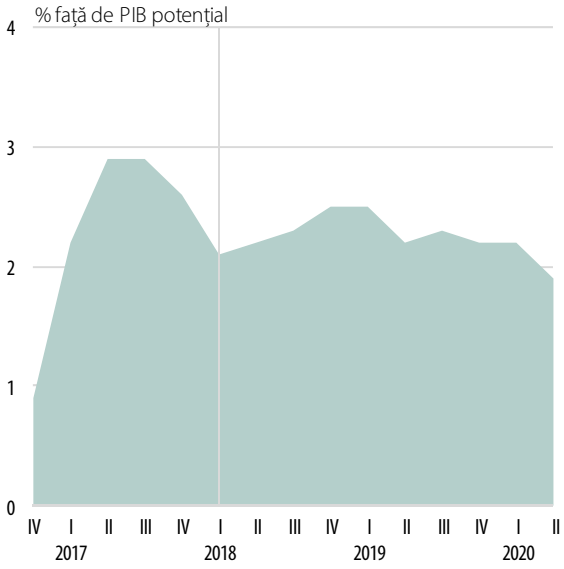
[66] Comunicatul INS nr. 172 din 6 iulie 2018. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

[67] Evidențe adiționale privind evoluția TFP sunt aduse de: (i) *European Innovation Scoreboard* (2018, CE) în care sunt subliniați o serie de factori nefavorabili inovației precum nivelul redus al investițiilor private sau relațiile de colaborare dintre companiile inovative și restul agenților economici sau (ii) *Ease of Doing Business* (2018, BM) care indică deteriorarea poziționării României, în pofida unei îmbunătățiri a scorului general (+0,17, până la valoarea de 72,87).

câștiguri suplimentare de eficiență în utilizarea factorilor de producție – forță de muncă și capital –, reflectând noile investiții în echipamente (caracterizate, în general, de un grad tehnologic avansat, care antrenează adaptarea abilităților personalului), precum și îmbunătățirea așteptată a atragerii de fonduri europene structurale și de investiții. Efecte adverse persistente pot fi atribuite alocării modeste de resurse pentru inovație, unor carențe privind reglementarea mediului de afaceri[68], dar și calității deficitare a infrastructurii care afectează mobilitatea forței de muncă și deciziile privind amplasarea unor noi capacități de producție. Comparativ cu runda anterioară, dinamica PIB potențial a fost reevaluată în jos cu precădere pentru anul curent și într-o mai mică măsură în anul 2019, în contextul decelerării ample a ritmului de creștere a PIB din trimestrul I 2018, dar și al evoluțiilor nefavorabile la nivelul investițiilor, cu implicații în sensul diminuării prognozelor aferente.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, nivelul deviației PIB interne a suferit o nouă reevaluare în jos, pe fondul: (i) evoluției sub așteptări a activității economice din trimestrul I 2018, suprapusă revizuirii în sens descendent a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier din perioadele recente, cu impact persistent asupra profilului viitor al variabilei și, într-o măsură mai redusă, al (ii) actualizării informațiilor surprinse în setul de determinanți.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Deviația PIB de la nivelul potențial (Grafic 4.8) este anticipată a crește gradual pe parcursul anului 2018 și în trimestrul I 2019, tendință imprimată de avansul în teritoriul pozitiv al *gap*-ului cererii externe. Ulterior, pe restul intervalului de prognoză, excesul de cerere se va reduce treptat sub efectul diminuării caracterului acomodativ al setului condițiilor monetare reale în sens larg până la valori apropiate de cele cvasineutre pe parcursul anului 2019, dar și ca urmare a epuizării stimulilor fiscali asociați conduitei discreționare a politicii fiscale[69]. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este proiectată a fi imprimată de cea aferentă *gap*-ului consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și, într-o mai mică măsură, a celui al FBCF. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor de bunuri și servicii sunt evaluate la valori pozitive, însă contribuția netă a acestora la deviația PIB rămâne negativă. Evaluarea magnitudinii *gap*-urilor PIB și a celor ale componentelor acestuia este caracterizată de un grad de incertitudine care reflectă inclusiv frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice, dar și volatilitatea relativ ridicată a acestora.

Scenariul de bază al proiecției prevede decelerarea notabilă a creșterii economice în 2018, marcată de evoluțiile nefavorabile din trimestrul I, inclusiv în contextul diminuării

[68] Conform *Ease of Doing Business* (2018, BM), principale domenii deficitare în cazul României sunt gestionarea permiselor de construcții și a contractelor de electricitate, procedurile de insolvență și protejarea acționarilor minoritari.

[69] Aproximată prin intermediul impulsului fiscal.

încrederii agenților economici. Pentru anul 2019, dinamica PIB este anticipată a accelera ușor și a se stabiliza în proximitatea celei potențiale. Pe parcursul intervalului de prognoză, profilul dinamicii PIB reflectă tracțiunea de mai mică amploare din partea cererii interne, în principal ca urmare a evoluției consumului, afectat de atenuarea marcantă a creșterii venitului disponibil real, inclusiv pe fondul reducerii așteptate a stimulului fiscal. Contribuția exportului net este anticipată a se poziționa la valori aproximativ neutre, indusă de persistența unei dinamici ușor mai alerte a exporturilor de bunuri și servicii comparativ cu cea a importurilor.

Componentele cererii agregate

După ce pe parcursul primelor trei trimestre ale anului 2017 consumul final efectiv a înregistrat ritmuri trimestriale de creștere alerte, în trimestrul IV 2017 și trimestrul I 2018 acesta a scăzut[70] (-2,0 la sută și, respectiv, -0,4 la sută). Pentru următoarele trimestre se anticipează revenirea dinamicii trimestriale a consumului final efectiv la valori pozitive, dar semnificativ mai reduse comparativ cu cele înregistrate în anul anterior. Principalii determinanți ai revigorării consumului în perioada analizată sunt majorarea salariului net real și perspectiva îmbunătățirii încrederii consumatorilor, ambele cu efect de antrenare a activității comerciale.

Consumul final efectiv rămâne principalul determinant al creșterii economice și pe parcursul intervalului de proiecție, deși contribuția acestuia este în scădere. Evoluția componentei este concordantă dinamicii venitului disponibil real, ce va cunoaște o temperare pe parcursul următorilor ani. Traiectoria acestuia este imprimată de componenta salarială, puternic afectată de decelerarea ritmului de creștere a salariului net în termeni nominali, dar și de perspectiva de evoluție a ratei inflației din anul curent. Deși în temperare față de anul 2017, ritmul de creștere a salariului nominal net va rămâne robust, pe fondul unui grad de tensionare a pieței muncii ce se menține relativ ridicat.

După scăderea FBCF din trimestrul I 2018 (-1,2 la sută), pe parcursul următoarelor trimestre dinamica acestei componente este estimată la valori pozitive, dar reduse, în condițiile în care semnalele la nivelul indicatorilor cu frecvență înaltă sunt mixte. Astfel, absorbția fondurilor europene structurale și de investiții, cu perspectivă de îmbunătățire în perioadele viitoare, ar putea finanța achiziția de echipamente și continuarea implementării proiectelor din infrastructură, în timp ce atenuarea incertitudinii la nivelul consumatorilor este de așteptat să exercite efecte de antrenare a cererii de construcții rezidențiale, deși nivelul acesteia se va menține redus comparativ cu anul anterior.

Deși pe parcursul intervalului de prognoză FBCF este anticipată în creștere, dinamica acesteia în 2018 și 2019 va fi însă atenuată față de cea din 2017. Creșterea FBCF va beneficia de majorarea graduală a fluxului de investiții străine directe – susținute de perspectivele de creștere economică din România și din principalele state de proveniență –, dar și de continuarea îmbunătățirii absorbției fondurilor structurale și

[70] Pentru detalii privind factorii care au determinat evoluția componentelor PIB în trimestrul I 2018, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

de investiții[71], la care se adaugă și resursele mobilizate prin Fondul european pentru investiții strategice (FEIS). Asupra FBCF continuă să acționeze o serie de factori care sporesc gradul de incertitudine asociat prognozei acestei componente, precum predictibilitatea limitată a cadrului legislativ, conduita discreționară a autorităților în privința cheltuielilor de investiții, lipsa sau calitatea precară a infrastructurii, dar și deficitul de salariați cu abilități adecvate nevoilor specifice pieței forței de muncă.

Sub impactul cererii externe robuste, exporturile de bunuri și servicii sunt așteptate să își continue avansul, după creșterea de 3,3 la sută din trimestrul I, însă vor cunoaște o atenuare de ritm comparativ cu anii precedenți. Pe de o parte, avansul componentei va fi susținut de evoluțiile anticipat favorabile ale activității economice a principalilor parteneri comerciali, dar și de vânzările aferente sectoarelor integrate în lanțurile internaționale de valoare adăugată (precum producția mijloacelor de transport și ramurile conexe). Pe de altă parte, decelerarea dinamicii anuale are în vedere deteriorarea competitivității prin preț a produselor autohtone, în condițiile majorării alerte, încă din cursul anului trecut, a costurilor unitare cu forța de muncă, a căror evoluție se va reflecta și asupra costurilor de producție și, implicit, a prețurilor finale la consumatori. În sensul atenuării creșterii exporturilor de bunuri și servicii acționează și o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum lipsa sau calitatea deficitară a infrastructurii ori structura valorii adăugate obținute în procesele de producție, în contextul unui nivel încă redus al inovării.

Deși absorbția internă a cunoscut o decelerare importantă de ritm în prima parte a anului curent, importurile de bunuri și servicii au continuat să se majoreze și în trimestrul I 2018 (2,2 la sută față de trimestrul anterior), susținute inclusiv de evoluția robustă a exporturilor. Pe parcursul intervalului de prognoză dinamica importurilor de bunuri și servicii este anticipată a consemna o temperare graduală, în linie cu evoluția absorbției interne. În același timp, creșterea importurilor este prognozată a se poziționa marginal sub cea a exporturilor, determinând o contribuție aproximativ neutră a exportului net la creșterea PIB atât în 2018, cât și în 2019.

Pe parcursul intervalului de prognoză, deficitul contului curent este anticipat a continua să se intensifice, însă va fi marcat – în condițiile decelerării absorbției interne –, de o aplatizare a dinamicii ascendente, poziționându-se, pe termen mediu, la valori sub nivelul de 4 la sută din PIB. Finanțarea deficitului de cont curent proiectat se prefigurează a fi asigurată integral prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă. Proporția acestora ca procent în PIB nominal s-a diminuat semnificativ în 2017, în condițiile unor atrageri modeste de fonduri europene structurale și de investiții (FESI) pe cadrul financiar curent, și este anticipată a se majora gradual în anii 2018 și 2019, inițial pe fondul evoluției favorabile a investițiilor directe, iar ulterior și al îmbunătățirii gradului de absorbție a FESI, ca urmare a accelerării implementării proiectelor de investiții finanțate din aceste surse. Totuși, continuarea intensificării deficitului de cont curent pe seama consumului ar putea acționa în sensul deteriorării echilibrelor macroeconomice, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei

[71] Având în vedere frecventele modificări legislative care permit facilitarea implementării proiectelor pe programe operaționale, cadrul de finanțare cu Banca Europeană de Investiții în valoare de 1 miliard euro pentru cofinanțarea proiectelor prioritare de transport, precum și finalizarea până în luna martie 2019 a proiectelor fazate pe alocarea financiară curentă (nefinalizate în exercițiul anterior, cumulând aproximativ 4 miliarde euro).

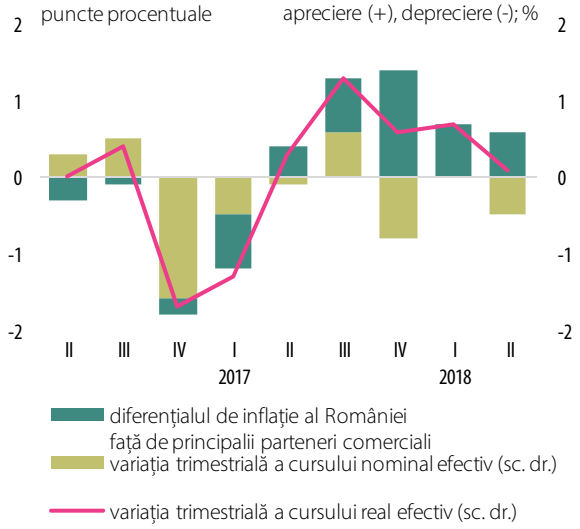
românești, mai ales în condițiile în care atât soldul, cât și evoluția contului curent din România sunt divergente – deficit *versus* surplus, respectiv accentuare față de temperare – raportat la cele înregistrate în celelalte economii emergente din regiune (i.e. Ungaria, Polonia, Republica Cehă, Bulgaria, Croația).

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv[72] al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici[73].

Atât rata nominală medie a dobânzii la creditele noi în lei, cât și cea aferentă depozitelor noi la termen în lei sunt estimate în creștere în trimestrele II și III 2018, receptând majorările recente ale cotațiilor pieței monetare interbancare. Dinamica ratelor nominale ale dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen se reflectă și în cele reale, în condițiile unor majorări de mai mică amploare ale anticipațiilor inflaționiste. Cumulat, în trimestrele II și III 2018, ratele reale ajustate ale dobânzilor continuă să transmită un impuls stimulativ, însă în diminuare, asupra activității economice din perioadele următoare.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În trimestrul II 2018, cursul de schimb real efectiv este evaluat în apreciere marginală, deprecierea în termeni nominali față de dolarul SUA fiind mai mult decât compensată de o inflație internă superioară[74] celei a partenerilor comerciali (Grafic 4.9). Pentru trimestrul III, se anticipează o depreciere ușoară a cursului de schimb real efectiv, în condițiile efectului dominant al evoluției leului față de dolarul SUA. Astfel, în contextul persistenței unor rate interne ale inflației mai ridicate decât cele ale partenerilor comerciali, competitivitatea prin preț a economiei naționale s-a deteriorat, cursul de schimb real efectiv manifestând un impact ușor restrictiv de la începutul anului 2018, prin canalul exporturilor nete, asupra activității economice din perioadele următoare.

Efectul de avuție și de bilanț din trimestrele II și III 2018 este evaluat a exercita influențe stimulative asupra *gap*-ului PIB din perioadele viitoare, în

[72] 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. Pentru deflatarea cursului de schimb nominal efectiv sunt utilizați indicii prețurilor de consum în cazul României și SUA și indicele armonizat al prețurilor de consum pentru zona euro.

[73] 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.

[74] Începând cu runda curentă de prognoză, cursul de schimb real efectiv se calculează pe baza inflației IPC intern ajustată sezonier și din care au fost eliminate efectele modificării cotelor TVA, deoarece ambii factori nu afectează competitivitatea prin preț a economiei românești.

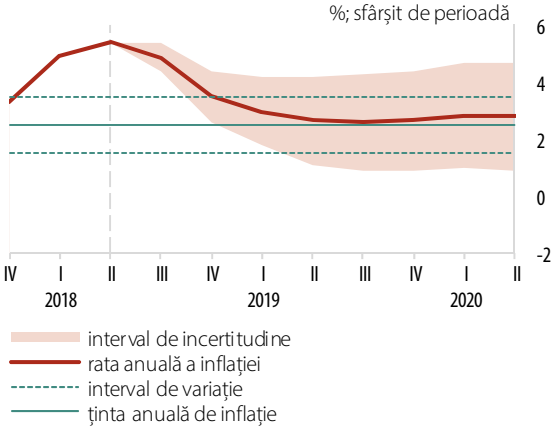
principal pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni) sub nivelul de echilibru (*gap* semnificativ negativ), pe fondul menținerii conduitei puternic acomodative a politicii monetare a BCE. Variația deviației cursului de schimb real efectiv are un aport la efectul de avuție și bilanț aproape neutru în trimestrul II 2018 și ușor stimulativ în trimestrul III 2018. Prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este evaluată a manifesta un efect marginal restrictiv în trimestrul II 2018 și în ușoară creștere în trimestrul următor.

În ansamblu, în trimestrele II și III 2018, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a-și reduce în continuare caracterul stimulativ la adresa cererii agregate din trimestrele următoare, atât pe seama reducerii contribuțiilor stimulative ale ratelor reale ale dobânzilor, cât și pe fondul unui impact restrictiv al cursului de schimb real efectiv prin intermediul canalului exporturilor nete.

Condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a-și reduce caracterul stimulativ pe parcursul intervalului de proiecție, urmând a consemna valori cvasineutre începând din a doua jumătate a anului 2019. Această evoluție va fi imprimată preponderent de cea a cursului de schimb real efectiv, prin canalul exportului net, în condițiile poziționării așteptate a ratei inflației din România la un nivel mai ridicat comparativ cu cea a partenerilor comerciali externi. La rândul lor, ratele reale ale dobânzilor vor continua să își diminueze caracterul stimulativ și pe parcursul trimestrelor următoare, continuând să recepteze, în manieră graduală, impactul ajustărilor recente ale ratelor interbancare ale dobânzilor și, implicit, să reflecte conduita politicii monetare a BNR, configurată în vederea unui dozaj și a unei cadențe adecvate de ajustare, din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste și a menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, în condiții de protejare a stabilității financiare.

1.4. Riscuri asociate proiecției

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 2005-2017. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază, atât pe seama factorilor interni, cât și a celor externi (Grafic 4.10). În actuala conjunctură, continuă să prezinte relevanță condițiile tensionate de pe piața muncii, precum și coordonatele mediului extern, din perspectiva evoluțiilor prețurilor materiilor prime pe pieţele internaționale și a continuării escaladării protecționismului comercial.

Pe plan intern, riscurile sunt asociate cu precădere condițiilor de pe piața muncii, pe fondul anticipării menținerii gradului de încordare la un nivel relativ ridicat, în contextul deficienţelor structurale persistente (necorelare accentuată a pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, mobilitate internă limitată etc.), deși proiectat în ușoară diminuare

având în vedere traiectoria preconizată a ratei șomajului BIM. În acest cadru, majorări salariale de mai mare amploare decât cele presupuse în scenariul de bază, ce ar putea avea drept sursă atât sectorul privat, cât și cel public, în absența unei eficientizări a procesului de producție, ar genera o adâncire a ecartului salarii-productivitate și ar putea diminua marjele comerciale ale companiilor din sectorul privat, având în final drept consecință presiuni inflaționiste suplimentare.

O altă sursă de risc, apreciată ca fiind echilibrată însă, se referă la conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor. Având în vedere evoluțiile recente[75], rămân preocupante potențialele reconfigurări ale coordonatelor bugetului public pe intervalul de prognoză în contextul unor posibile subperformanțe bugetare. Din această perspectivă, adoptarea de măsuri fiscale compensatorii pentru menținerea deficitului bugetar în țintele propuse de autorități – mai ales în situația în care ar viza majorarea cheltuielilor curente, în dauna celor de capital –, este de natură a genera riscuri la adresa prognozei ratei anuale a inflației. În contextul macroeconomic actual, este necesară în continuare implementarea consecventă a unui mix echilibrat de politici macroeconomice, esențială din perspectiva prevenirii unor efecte mai puțin dezirabile în economie.

Pe plan extern, în condițiile intrării în vigoare a taxelor vamale impuse de administrația americană asupra unor importuri din China la începutul lunii iulie, urmate la scurt timp de măsuri similare implementate de autoritățile chineze, un factor de risc care și-a accentuat relevanța în runda curentă este reprezentat de o potențială amplificare în continuare a protecționismului comercial la nivel internațional. Evaluările BCE[76] indică doar un impact marginal asupra economiei globale sub ipoteza menținerii nivelului curent al tarifelor majorate. În consecință, efectele asupra economiei românești ce ar putea fi resimțite prin canalul indirect al cererii externe provenite de la principalii parteneri comerciali sunt apreciate a fi relativ reduse ca amploare. Însă, în ipoteza unei extinderi a măsurilor protecționiste către o gamă largă de bunuri și de către toți partenerii comerciali, efectele negative ar putea deveni considerabile, șocurile urmând a se transmite prin canalul comercial, afectând economia atât în mod direct, cât și indirect (reducerea cererii externe și majorarea prețurilor bunurilor din import), și fiind potențate de o posibilă accentuare a aversiunii globale la risc, cu impact de depreciere a monedei naționale în raport cu cea europeană[77].

Totodată, rămân relevante riscurile la adresa expansiunii economice la nivel global în situația recrudescenței tensiunilor geopolitice, dar și a evoluțiilor de pe piața financiară internațională, marcată în perioada recentă de scăderea apetitului pentru risc cu precădere la nivelul economiilor emergente, în paralel reapariției unor destinații de refugiu financiar, constând în principal în economii dezvoltate. Alți factori care și-au păstrat importanța și în runda actuală se referă la efectul asupra cadrului macroeconomic internațional al conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale și al negocierilor aferente *Brexit*, în contextul în care configurația

[75] Pe parcursul primelor 6 luni ale anului curent, deficitul bugetar a cunoscut o deschidere mai amplă relativ la anii precedenți, ajungând la aproximativ 1,6 la sută din PIB la nivelul lunii iunie.

[76] Pentru detalii, a se consulta Caseta 1 din *Buletinul Economic al BCE*, ediția 3/2018.

[77] Conform celor mai recente evaluări ale Fondului Monetar Internațional (https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/07/02/world-economic-outlook-update-july-2018), escaladarea în continuare a tensiunilor de această natură reprezintă cel mai semnificativ risc la adresa creșterii economice la nivel global în perioada viitoare. Conform calculelor instituției, în cazul în care diversele amenințări cu privire la impunerea de tarife comerciale se materializează, aceasta ar putea diminua creșterea economică la nivel global cu 0,5 puncte procentuale până la orizontul anului 2020.

precisă de evoluție a scenariului de părăsire de către Marea Britanie a spațiului comunitar rămâne în continuare difuză. Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea genera realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu impact asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb al leului și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației, anticipată a fi afectată și prin canalul cererii externe a partenerilor comerciali.

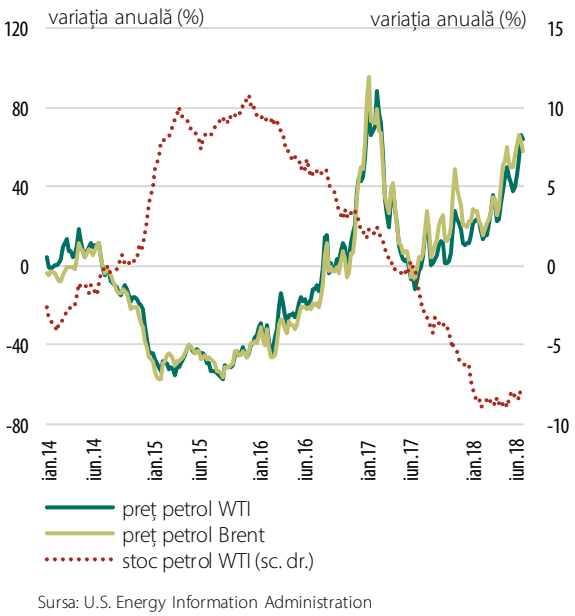
Riscurile asociate prețurilor administrate, condiționate de informațiile disponibile până în prezent, sunt apreciate a fi echilibrate. În lipsa unor repere clare, anticipabile, planează incertitudini în ambele sensuri îndeosebi cu privire la evoluția viitoare a prețurilor gazelor naturale. În ceea ce privește evoluția prețurilor volatile ale alimentelor, surse permanente de incertitudine sunt asociate impactului condițiilor meteorologice asupra ofertei de produse agricole, atât pe plan local, cât și regional sau chiar global.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime (în special cele energetice) este apreciată ca fiind înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Incertitudini ridicate persistă în continuare cu privire la dinamica prețului petrolului, în contextul evoluțiilor recente ale cotațiilor țițeiului și al volatilității sporite observate în ultimul an pe piețele internaționale, cu precădere pe seama factorilor de natura ofertei (Caseta 2).

Caseta 2. Scenariu de senzitivitate privind evoluția prețului petrolului

După nivelurile minime ale ultimilor 15 ani înregistrate la începutul anului 2016, prețul petrolului s-a poziționat pe o traiectorie în general ascendentă, întreruptă temporar pe parcursul trimestrului II 2017. La baza acestei evoluții au stat cu precădere factori de natura ofertei. Între aceștia se remarcă continua reducere a stocurilor de petrol (Grafic A), pe fondul acordului OPEC+ din decembrie 2016 de limitare a producției, al deteriorării capacității de producție a Venezuelei și Angolei, dar și al tensiunilor geopolitice, în prezent în escaladare[78]. Cele mai recente evoluții oferă însă indicii cu privire la o posibilă temperare a ritmului de creștere, în contextul unui nou acord în cadrul OPEC+, vizând, de această dată, majorarea producției de petrol (deși persistă incertitudini cu privire la capacitatea tehnică a membrilor de a realiza acest lucru), și, respectiv, al discuțiilor despre accesarea rezervelor strategice de petrol ale SUA.

Grafic A. Prețul petrolului și stocurile

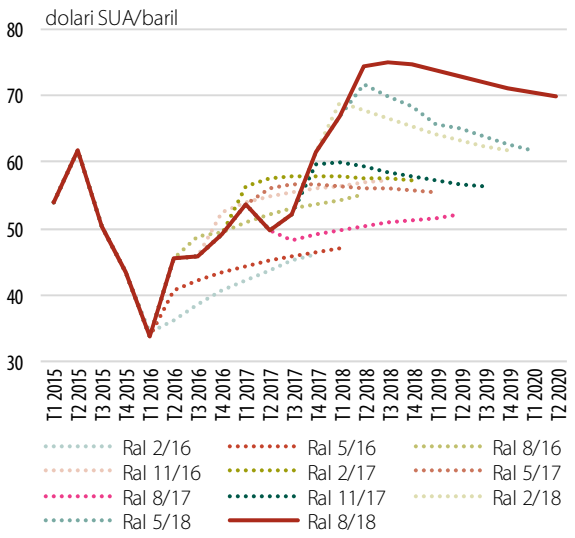


Sursa: U.S. Energy Information Administration

Gradul sporit de incertitudine privind oferta de petrol la nivel internațional, căruia i s-au suprapus variațiile înregistrate la nivelul cererii, a accentuat volatilitatea cotațiilor țițeiului, aspect reflectat în revizuirea, cu precădere în sus, a traiectoriilor

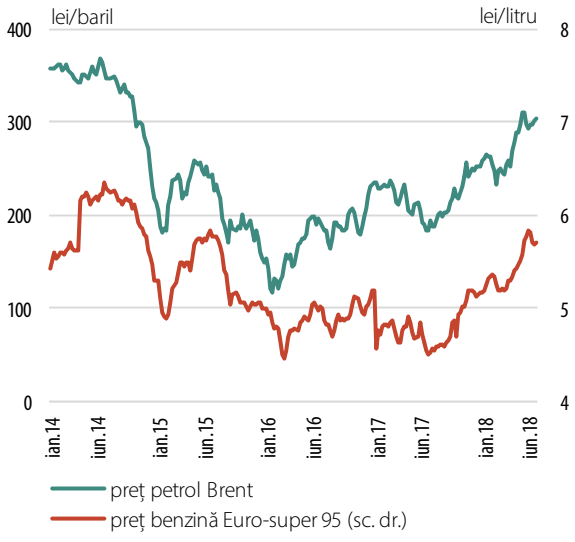
[78] Prezintă interes cu precădere situațiile din Libia, unde un conflict intern a condus la sistarea temporară a exporturilor de petrol și Iran, care, pe fondul sancțiunilor impuse de SUA, s-ar putea confrunta cu o reducere a exporturilor de petrol. De asemenea, există incertitudini cu privire la siguranța principalelor rute de transport al țițeiului, în acest context fiind relevante amenințările Iranului privind închiderea strâmtorii Ormuz – punct tranzitat de peste 30 la sută din exporturile de petrol, la nivel global.

Grafic B. Revizuirea traiectoriei prețului petrolului Brent în runde succesive de prognoză



Sursa: U.S. Energy Information Administration, Bloomberg, calcule BNR

Grafic C. Prețul petrolului și cel al benzinei la pompă



Sursa: U.S. Energy Information Administration, CE

cotațiilor *futures* din rundele succesive de prognoză (Grafic B) și care a constituit o sursă importantă a erorilor de prognoză în perioadele recente[79].

În acest context, în această casetă este analizată senzitivitatea proiecției macroeconomice curente la o posibilă ajustare ascendentă a prețului petrolului de la traiectoria considerată în scenariul de bază, de aproximativ 10 dolari/baril. Această valoare a fost fundamentată pe baza volatilității prețului *futures* pe parcursul ultimului an. Evaluarea cantitativă a impactului unui astfel de șoc este realizată cu ajutorul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM)[80].

Fluctuațiile prețului internațional al petrolului se transmit în rata inflației din România atât prin canalul direct, reprezentat de prețul carburanților (Grafic C), componentă a grupei combustibililor, cât și prin cel indirect, care vizează costurile de producție din industria bunurilor de consum, inclusiv cele de transport ale agenților economici. Odată produs șocul, în măsura în care nu este însoțit de o suită de alte șocuri, efectele descrise anterior, denumite de runda întâi, sunt temporare, perioada de timp în care sunt reflectate în rata anuală a inflației depinzând pe de o parte, de viteza de transmisie a șocului, iar, pe de altă parte, odată ce au afectat rata anuală a inflației, de persistența la nivelul acesteia timp de patru trimestre. În măsura în care așteptările inflaționiste ale agenților economici încorporează modificarea temporară a prețurilor de consum și se repoziționează la niveluri diferite, se poate vorbi și de efecte persistente (de runda a doua)[81].

O traiectorie superioară a prețului petrolului în medie cu aproximativ 10 dolari/baril pornind de la valorile curente (reprezentând o creștere cu circa 13 la sută), în concordanță cu o redresare mai puternică a cererii mondiale de petrol pe termen mediu sau cu o scădere a ofertei de petrol pe seama tensiunilor geopolitice ce escaladează cu regularitate, ar conduce la o majorare a inflației IPC (cu circa 0,2 puncte procentuale la orizont de 1 an). Aproximativ jumătate din acest efect este asociat canalului direct,

79 Pentru mai multe detalii a se consulta Caseta 3 – „Evaluarea erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2017" din *Raportul asupra inflației*, ediția din februarie 2018.

80 O descriere succintă a modelului poate fi consultată la adresa: http://www.bnr.ro/Mecanismul-de-transmisie-a-politicii-monetare--712.aspx.

81 Pentru mai multe detalii privind mecanismul de propagare a fluctuațiilor prețului internațional al petrolului în rata inflației din România a se consulta Caseta – „Prețul petrolului: impact asupra inflației și activității economice" din *Raportul asupra inflației*, ediția din februarie 2015.

coeficientul de transmisie aferent modificărilor cotațiilor țițeiului în variația prețului carburanților fiind, conform estimărilor empirice, de aproximativ 20 la sută la un orizont de patru trimestre. Creșterea costurilor de producție, inclusiv pe fondul majorării prețului produselor energetice din import, este reflectată de traiectoria inflației de bază, mai ridicată cu aproximativ 0,2 puncte procentuale la același orizont, inclusiv în contextul efectelor de runda a doua. Acestea, transmise prin intermediul așteptărilor privind inflația ale agenților economici, sunt evaluate a avea însă un impact relativ redus, de aproximativ 0,04 puncte procentuale, în contextul în care șocurile repetate de ofertă din ultimii ani (asociate atât variațiilor cotațiilor petrolului, cât și ale prețurilor materiilor prime agroalimentare) au condus la revizuirea anticipațiilor inflaționiste cu precădere pe termen scurt, pe termen mediu acestea menținându-se în interiorul intervalului asociat țintei. Acest rezultat este însă dependent de contextul specific al economiei naționale în momentul producerii șocului, o eventuală materializare a acestuia într-un cadru caracterizat de incertitudini ridicate și dezechilibre macroeconomice în accentuare, ori de șocuri frecvente și care acționează în același sens[82], putând conduce la efecte de runda a doua de mai mare amploare și persistență, care ar putea necesita o conduită a politicii monetare mai restrictivă în vederea contracarării acestora și încadrării ratei inflației în obiectivul privind stabilitatea prețurilor.

În ceea ce privește impactul asupra creșterii economice, acesta este evaluat a fi redus (până la -0,1 puncte procentuale la orizont de 1 an), în contextul în care țara noastră se numără printre statele membre ale UE cel mai puțin dependente de energia importată (cu un procent de 22,3 la sută din necesar, față de o medie la nivelul Uniunii de 53,6 la sută în anul 2016, conform statisticii Eurostat, niveluri mai reduse fiind înregistrate doar de Estonia și Danemarca).

[82] De exemplu, în intervalul 2014-2016 traiectoria prețului petrolului a fost una constant descendentă.

Abrevieri

AFIR	Agenția pentru Finanțarea Investițiilor Rurale
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
CRC	Centrala Riscului de Credit
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	*overnight*
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Caseta 1

Tabel A Rezultatele estimărilor 20
Tabel 3.1 Principalele poziții din contul financiar 42
Tabel 3.2 Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale 43
Tabel 4.1 Evoluția așteptată a variabilelor externe 47
Tabel 4.2 Rata anuală a inflației în scenariul de bază 48
Tabel 4.3 Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază 49
Tabel 4.4 Contribuția componentelor la rata anuală a inflației 50

Lista graficelor din text

Prognoza ratei inflației 9
Grafic 1.1 Evoluția inflației 13
Grafic 1.2 Cotațiile bunurilor agroalimentare 14
Grafic 1.3 Indicele de difuziune al inflației de bază 14
Grafic 1.4 Anticipații privind evoluția prețurilor 15

Caseta 1

Grafic A Marjele comerciale la nivel agregat 18
Grafic B Marja comercială în industria bunurilor de consum și în comerț 19
Grafic C Indicele Herfindahl-Hirschman în industrii producătoare de bunuri de consum și în comerț 22
Grafic 2.1 Contribuții la creșterea economică 24
Grafic 2.2 Activitatea comercială și indicatori de încredere 25
Grafic 2.3 Investiții 26
Grafic 2.4 Perspective privind construcțiile de clădiri 27
Grafic 2.5 Exporturi de bunuri și servicii 27
Grafic 2.6 Balanța bunurilor 28
Grafic 2.7 Descompunerea variației anuale a trendului productivității muncii 28
Grafic 2.8 Efectivul salariaților din economie 29
Grafic 2.9 Gradul de tensionare a condițiilor pe piața muncii 30
Grafic 2.10 Câștigul salarial nominal la nivelul economiei 30
Grafic 2.11 Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime 32
Grafic 2.12 Prețurile producției industriale pentru piața internă 33
Grafic 2.13 Prețurile producției agricole 33
Grafic 2.14 Costurile unitare cu forța de muncă 34
Grafic 3.1 Ratele dobânzilor BNR 38
Grafic 3.2 Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR 40
Grafic 3.3 Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat 40

Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	41
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	42
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	43
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	44
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	45
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	45
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	47
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	48
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	49
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	50
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	51
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	51
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	52
Grafic 4.8	Deviația PIB	53
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	56
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	57
Caseta 2		
Grafic A	Prețul petrolului și stocurile	59
Grafic B	Revizuirea traiectoriei prețului petrolului Brent în runde succesive de prognoză	60
Grafic C	Prețul petrolului și cel al benzinei la pompă	60