

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

februarie 2018

Anul XIV, nr. 51

Raport asupra inflației

Februarie 2018

NOTĂ

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 7 februarie 2018, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 1 februarie 2018.

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

Cuprins

| | |
|--|----|
| Sinteză | 7 |
| <hr/> | |
| 1. Evoluția inflației | 13 |
| <hr/> | |
| Caseta 1. Dinamica prețurilor alimentelor în trimestrul IV 2017 | 14 |
| 2. Evoluții ale activității economice | 19 |
| <hr/> | |
| 1. Cererea și oferta | 19 |
| Caseta 2. Surse ale deficitului comercial cu produse alimentare | 24 |
| 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă | 32 |
| 2.1. Prețurile de import | 32 |
| 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă | 34 |
| 3. Politica monetară și evoluții financiare | 36 |
| <hr/> | |
| 1. Politica monetară | 36 |
| 2. Piețe financiare și evoluții monetare | 39 |
| 2.1. Ratele dobânzilor | 40 |
| 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital | 42 |
| 2.3. Moneda și creditul | 44 |
| 4. Perspectivele inflației | 48 |
| <hr/> | |
| 1. Scenariul de bază | 48 |
| 1.1. Ipoteze externe | 48 |
| 1.2. Perspectivele inflației | 50 |
| 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție | 53 |
| Caseta 3. Evaluarea erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2017 | 58 |
| 1.4. Riscuri asociate proiecției | 61 |
| Abrevieri | 63 |
| Lista tabelelor din text | 64 |
| Lista graficelor din text | 64 |

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a accentuat traiectoria ascendentă pe parcursul trimestrului IV 2017, până la 3,32 la sută în luna decembrie, nivel situat în interiorul intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Puseul inflaționist (+1,55 puncte procentuale față de luna septembrie) a fost favorizat preponderent de succesiunea rapidă a unor șocuri de natura ofertei asupra prețului energiei electrice pe piața concurențială, prețurilor carburanților și prețurilor unor produse agroalimentare. Totodată, lărgirea rapidă a excedentului de cerere agregată din economie a creat un mediu propice transmisiei acestor presiuni în prețurile de consum, la acestea adăugându-se și cele asociate continuării majorării costurilor de producție ale firmelor. În condițiile în care o parte a acestor evoluții au fost neanticipate, rata anuală a inflației IPC din luna decembrie a depășit cu 0,6 puncte procentuale valoarea prognozată în ediția din noiembrie a *Raportului asupra inflației*. Rata medie anuală a IAPC s-a majorat sensibil, până la 1,1 la sută în luna decembrie 2017, nivel ce a reflectat eliminarea din calculul acesteia a variațiilor anuale afectate de reducerea cotei TVA din luna ianuarie 2016.

Calculată la taxe constante, rata anuală a inflației IPC¹ a consemnat, la rândul său, o accelerare în cursul trimestrului IV, de la 2,7 la sută în septembrie la 4,1 la sută în decembrie, valoare plasată peste limita superioară a intervalului de variație al țintei. Mișcarea ascendentă a fost cvasigeneralizată în cadrul coșului de consum, majoritatea grupelor de produse cunoscând consolidări ale dinamicilor pozitive în perioada analizată.

În luna decembrie 2017, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a avansat cu 0,6 puncte procentuale față de luna septembrie 2017, atingând 2,5 la sută (2,6 la sută net de efectul reducerii TVA). Comparativ cu valoarea prognozată în ediția din luna noiembrie a *Raportului*, inflația de bază a fost cu 0,5 puncte procentuale mai ridicată. Această evoluție a fost favorizată de accentuarea excesului de cerere din economie, cu efect de facilitare a transmisiei presiunilor acumulate pe partea costurilor de producție ale firmelor, atât la nivelul segmentului de bunuri nealimentare, cât și al celui al produselor alimentare procesate. În paralel, la accelerarea dinamicii componentei alimentare a indicelui CORE2 ajustat au contribuit unele șocuri de natura ofertei manifestate în cursul trimestrului IV 2017 pe plan european, influența acestora fiind însă de așteptat să se diminueze în perioada următoare.

Dinamica pozitivă a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a restrâns în trimestrul III 2017, până la 10,6 la sută (-3,8 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent), însă continuă să rămână consistentă; contribuția majoră a revenit avansului productivității muncii, explicat atât de componenta ciclică (vizibilă

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

mai ales în comerț și construcții), cât și de cea structurală, câștigurile de productivitate antrenate de investițiile realizate în perioada recentă în economie regăsindu-se nu doar la nivelul industriei, ci și în agricultură, unde au fost obținute randamente mai ridicate în cazul marilor culturi de cereale și plante tehnice. Chiar dacă în diminuare, presiunea exercitată prin intermediul acestui canal asupra costurilor de producție ale firmelor se menține, relevanța evoluției pentru dinamica prețurilor de consum fiind întărită de disiparea spațiului de compensare oferit de celelalte componente ale costurilor companiilor (materii prime, energie, transport).

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 7 noiembrie 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an și continuarea îngustării coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la ± 1 puncte procentuale, de la $\pm 1,25$ puncte procentuale. Rata anuală a inflației a crescut în luna septembrie 2017, ușor peste nivelul prognozat, reintrând în interiorul intervalului de variație al țintei staționare, în linie cu evaluările anterioare. În același timp, scenariul de bază al prognozei, grevat de riscuri și incertitudini, evidențiază perspectiva accelerării semnificative a inflației pe orizontul scurt de timp, succedată de o temperare a acesteia începând cu ultimul trimestru al anului 2018. Față de *Raportul precedent*, traiectoria ratei anuale prognozate a inflației a fost revizuită sensibil în sens ascendent pe termen scurt, aproape exclusiv ca urmare a acțiunii recente și anticipate a unor șocuri de natura ofertei, și ușor în sens descendent pe cel de-al doilea segment al intervalului de proiecție.

Incertitudinile și riscurile asociate proiecției proveneau din mediul intern și din cel extern. Pe plan intern, acestea erau sporite de conduita politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul incertitudinilor privind configurația bugetului public pentru anul 2018, precum și de perspectiva evoluției prețurilor administrate (gaze naturale, energie electrică) și a celor volatile ale produselor alimentare. Pe plan extern, rămăneau relevante incertitudinile și riscurile legate de creșterea economică și evoluția inflației în zona euro și pe plan global, de escaladarea unor tensiuni geopolitice, dar și de conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale (BCE, Fed) și efectul acestora asupra piețelor financiare regionale și asupra celei locale.

Ulterior, datele statistice au confirmat continuarea creșterii ratei anuale a inflației în primele două luni ale trimestrului IV 2017, până la 3,23 la sută în luna noiembrie, nivel inferior limitei de sus a intervalului de variație al țintei, dar mai mare decât cel prognozat anterior. În structura coșului IPC aproape toate componentele au contribuit la accelerarea inflației. Dinamica a fost determinată, cu precădere, de factorii de natura ofertei, principala influență aparținând prețurilor administrate, ca urmare a creșterii tarifului energiei electrice, precum și prețului combustibilului, în contextul majorării accizei la carburanți, în paralel cu creșterea cotațiilor internaționale ale petrolului. Aportul inflației de bază a fost de asemenea important, în condițiile în care rata anuală a acesteia a avansat până la 2,3 la sută în luna noiembrie. Această dinamică a reflectat, pe lângă influențele externe manifestate pe segmentul produselor alimentare procesate, presiunile inflaționiste asociate excesului de cerere, dinamica costurilor

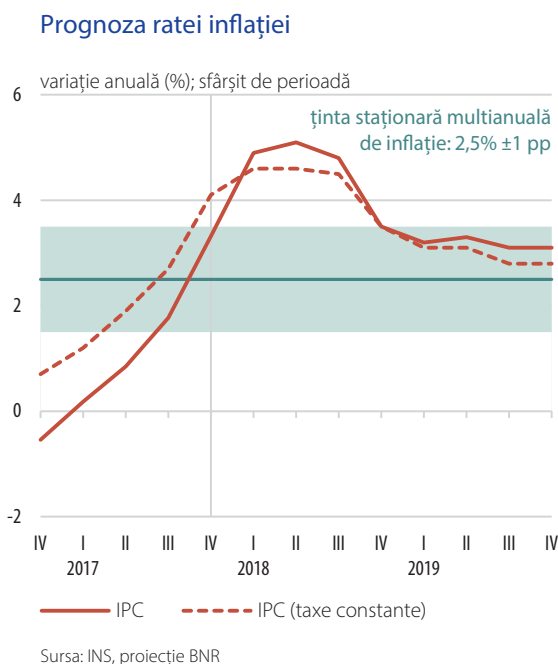
salariale unitare, precum și efectele provenind din partea evoluției monedei naționale. Creșterea economică a fost marcată de o nouă accelerare a dinamicii, peste așteptări, atingând 8,8 la sută în trimestrul III 2017. Principalul determinant a continuat să rămână consumul gospodăriilor populației, un aport pozitiv semnificativ revenind – pentru prima dată în ultimele șase trimestre – formării brute de capital fix.

În ședința din 8 ianuarie 2018, cele mai recente evaluări reconfirmau perspectiva continuării creșterii ratei anuale a inflației în următoarele luni. Această dinamică era determinată în principal de factori de natura ofertei, precum și de presiunile în creștere ale factorilor fundamentali, suprapuse în primele luni din 2018 efectelor de bază inflaționiste asociate reducerilor impozitelor indirecte, eliminării unor taxe nefiscale și, respectiv, scăderilor de prețuri administrate din 2017. Evaluarea era în continuare grevată de riscuri și incertitudini sporite, provenind în principal din conduita politicii fiscale și a celei de venituri, din volatilitatea prețului internațional al petrolului și din ritmul expansiunii economice a zonei euro și a celei de la nivel global, inclusiv în condițiile unei normalizări lente a politicilor monetare ale principalelor bănci centrale.

Pe baza datelor disponibile și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2 la sută pe an de la 1,75 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea la 1 la sută pe an a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit și a ratei dobânzii aferente facilității de creditare (Lombard) la 3 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 3,5 la sută la sfârșitul anului 2018 și 3,1 la sută la finele anului 2019. Față de *Raportul* din noiembrie 2017, valoarea proiectată pentru finele anului 2018 a fost revizuită în sus cu 0,3 puncte procentuale.



Variația anuală a indicelui va fi marcată de poziționarea temporară peste limita superioară a intervalului țintei, atingând valori apropiate celei de 5 la sută pe parcursul primelor trei trimestre ale anului curent și, totodată, mai ridicate comparativ cu cele prognozate în noiembrie. La acest orizont, revizuirea se datorează în cea mai mare parte proiectării unor contribuții mai ridicate ale componentelor exogene ale coșului de consum (prețuri administrate, combustibili și prețuri volatile ale alimentelor), dar și presiunilor mai ample acumulate, încă de la finele anului trecut, la nivelul inflației de bază. Calculată la taxe constante, rata anuală a inflației IPC s-a plasat peste limita superioară a intervalului țintei încă de la finele anului 2017, când a înregistrat 4,1 la sută, urmând să decelereze până la limita superioară a acestuia la finalul anului 2018 (3,5 la sută) și să se poziționeze în interiorul intervalului la sfârșitul anului 2019 (2,8 la sută).

Creșterea economică din anul 2017 este estimată a se accelera semnificativ comparativ cu anul 2016, până în jurul valorii de 7 la sută. Revizuirea ascendentă în raport cu proiecția anterioară reflectă în principal aportul neașteptat din partea agriculturii, care a afectat și evoluția componentei de consum final corelată cu evoluția sectorului agricol. Pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica consumului privat se va tempera, atât în 2018, cât și 2019, reflectând evoluția venitului disponibil real al gospodăriilor populației. În același timp, ritmul anual al formării brute de capital fix se va consolida la valori pozitive, începând încă din 2017, cu unele oscilații de nivel pe parcursul anilor 2018 și 2019, dinamica acestuia fiind condiționată și de ritmul atragerii de fonduri europene structurale și de investiții. Date fiind aportul semnificativ al agriculturii la evoluția PIB din anul 2017, precum și dinamica proiectată a factorilor de producție, deviația PIB internă este prognozată la valori similare celor din runda anterioară pentru anii 2017 și 2018, însă mai reduse pentru anul 2019, în condițiile reconfigurării la valori apropiate de cele neutre a setului condițiilor monetare reale în sens larg la acest orizont.

În linie cu evoluția absorbției interne, dinamica importurilor de bunuri și servicii va cunoaște o atenuare graduală, însă va continua să depășească ritmul de creștere a exporturilor pe întregul interval de proiecție. În aceste condiții, contribuția exportului net la dinamica PIB va fi negativă, având ca efect plasarea deficitului de cont curent, pe termen mediu, la valori ușor superioare nivelului de 3,5 la sută din PIB. Finanțarea deficitului extern este preconizată a continua să fie acoperită prin fluxuri de capital stabile și negenerative de datorii externe, însă prognoza indică diminuarea, raportat la valorile istorice, a ponderii acestor fluxuri în PIB nominal, începând chiar din anul 2017. La aceasta contribuie cu precădere evoluția anticipat mai redusă a fondurilor europene structurale și de investiții atrase, în contextul noului cadru financiar multianual 2014-2020. În aceste condiții, redeschiderea proiectată a deficitului de cont curent în principal pe seama accelerării consumului prezintă potențialul de a periclita echilibrul macroeconomic, mai ales în contextul în care dinamica din România a acestui indicator continuă să rămână divergentă față de cea înregistrată în celelalte economii emergente din regiune.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 3,3 la sută la sfârșitul anului 2018 și 3,6 la sută la finele celui viitor. După accelerarea înregistrată la sfârșitul anului 2017, traiectoria indicatorului va continua să fie una ascendentă și în trimestrele următoare, poziționându-se peste valorile publicate în *Raportul* precedent în primele trei trimestre ale anului curent; ulterior, sub ipoteza temperării șocurilor de ofertă care au afectat la finalul anului 2017 prețurile produselor agroalimentare, rata anuală a indicelui se va plasa, la sfârșitul anului 2018, la o valoare mai redusă. Pe ansamblu, însă, deși pe parcursul anului 2019 rata anuală a inflației de bază se va poziționa la valori similare celor din prognoza anterioară, acestea vor fi peste limita superioară a intervalului țintei în jurul valorii de 3,7 la sută. În dinamică, traiectoria ratei anuale a inflației de bază va reflecta atât creșterea anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, cât și persistența excesului de cerere agregată la un nivel ridicat. În condițiile în care rata inflației principalilor parteneri comerciali externi ai României se menține semnificativ sub nivelul de 2 la sută și pe fondul acomodării expansiunii consumului într-o mai mare măsură pe seama importurilor de bunuri comparativ cu producția internă, mediul extern va continua să exercite presiuni de temperare a dinamicii inflației de bază interne.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 1,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2018, valoare revizuită sensibil în sens ascendent, cu 0,6 puncte procentuale față de *Raportul* precedent. În structură, evoluția prețurilor combustibililor a fost revizuită în sus, mai semnificativ în anul 2018, reflectând în principal dinamica prețului petrolului pe piețele internaționale. În cazul prețurilor administrate, traiectoria utilizată reflectă în principal majorările neanticipate ale prețului gazelor naturale la consumatorii casnici în prima parte a anului 2018, fiind marcată de incertitudini, la momentul actual, cu privire la evoluția pieței energiei electrice după parcurgerea ultimei etape a procesului de liberalizare a acesteia la finalul anului 2017.

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

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază. Riscuri specifice relevante provin din partea conduitei politicii fiscale și a celei a veniturilor, a evoluției ecartului salarii-productivitate din sectorul privat pe fondul unui grad de tensionare ridicat al pieței muncii, dar și din cea a dinamicii prețurilor administrate. Configurația mediului extern este apreciată a exercita un impact neutru asupra acestei balanțe.

În contextul necesității implementării unui mix adecvat de politici macroeconomice, rămâne preocupantă conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor, date fiind incertitudinile privind posibile reconfigurări ale coordonatelor bugetului public pe intervalul de prognoză. În aceste condiții, atât o conduită a politicii fiscale și a celei a veniturilor cu un grad de prociclicitate mai amplu decât cel presupus în scenariul de bază, cât și posibila suplimentare a măsurilor fiscale corective în cursul anului curent în vederea încadrării deficitului bugetar în țintele propuse sunt de natură a genera abateri de la coordonatele de fundamentare a scenariului de bază. În perspectivă, setul de măsuri cu impactul cel mai amplu asupra perspectivelor inflației ar fi asociat adoptării unor stimuli fiscali ce ar însemna continuarea comprimării cheltuielilor destinate investițiilor publice în favoarea celor curente.

Totodată, persistența la valori ridicate, pe perioade mai îndelungate de timp, a gradului de tensionare a pieței muncii ar putea implica dinamici ale venitului disponibil superioare celor presupuse în scenariul de bază și, implicit, presiuni inflaționiste mai ample. În aceste condiții, în absența unor câștiguri comparabile de productivitate la nivelul firmelor care activează pe piața românească, orientarea acestor resurse suplimentare de consum către importul de bunuri și servicii ar avea ca efect accentuarea dezechilibrului extern.

Pe plan extern, continuă să fie relevante incertitudinile cu privire la impactul politicilor economice ale SUA, al viitoarei configurări a politicii monetare a Fed și BCE și al negocierilor pentru *Brexit* asupra cadrului macroeconomic global, într-un context caracterizat prin recrudescența tensiunilor geopolitice și manifestarea de volatilități pe piețele financiare internaționale. Efectele asupra cadrului macroeconomic internațional ar putea fi diferite pe termen scurt și, respectiv, pe termen mediu, la

acest orizont fiind relevantă o posibilă înăsprire a condițiilor financiare globale în contextul procesului de întărire graduală a politicii monetare a Fed, cu implicații asupra realocărilor de portofolii în profil regional/mondial.

Riscuri în sens ascendent la adresa perspectivelor inflației sunt asociate evoluției prețurilor administrate, în contextul numeroaselor ajustări recente și în lipsa unor calendare mai clar conturate ale autorităților de profil cu privire la modificări viitoare ale acestor categorii de prețuri. În privința prețurilor volatile ale alimentelor, persistă incertitudini inerente asociate impactului condițiilor meteorologice și al celor de piață specifice asupra ofertei de produse agricole, atât pe plan intern, cât și internațional.

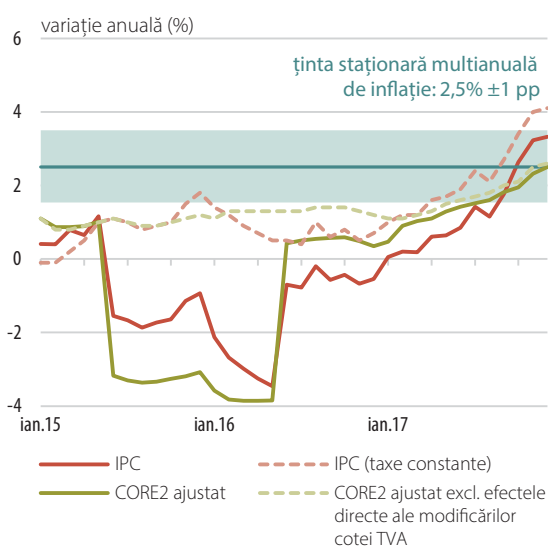
Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva creșterii ratei anuale a inflației mult peste limita de sus a intervalului țintei în următoarele trimestre, în principal ca urmare a relativei intensificări a acțiunii inflaționiste a factorilor pe partea ofertei și a manifestării presiunilor factorilor fundamentali, precum și riscul dezancorării pe acest fond a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 7 februarie 2018 majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 2,25 la sută. În același timp, s-a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit, până la 1,25 la sută, și creșterea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard), până la 3,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a accentuat traiectoria ascendentă pe parcursul ultimului trimestru din 2017, încheind totuși anul în interiorul intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută, la un nivel de 3,32 la sută. Puseul inflaționist (+1,55 puncte procentuale față de luna septembrie) a fost generat de succesiunea rapidă a unor șocuri de natura ofertei: creșterea prețului energiei electrice pe piața concurențială locală, majorarea accizei la carburanți, creșterea cotațiilor țigeliului, scumpirea amplă a unor produse agroalimentare, în contextul unui deficit (temporar) de ofertă pe plan european. Lărgirea rapidă a excedentului de cerere agregată din economie a creat un mediu propice transmisiei acestor presiuni în prețurile de consum, precum și manifestării efectelor indirecte asociate majorărilor de prețuri ale anumitor categorii de bunuri (cele energetice, de exemplu). Evoluția a fost potențată de creșterea progresivă a anticipațiilor inflaționiste ale operatorilor economici din toate sectoarele economiei. În acest context, o accelerare notabilă a avut loc și în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat (+0,6 puncte procentuale, până la 2,5 la sută la finele anului), remarcându-se aportul dominant al subcomponentei alimentare, mai expusă șocurilor de natura ofertei (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

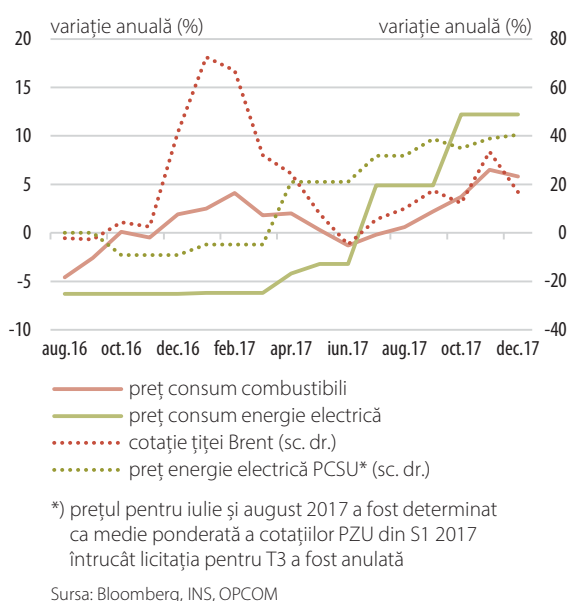


Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Similar trimestrului precedent, ultima parte a anului a fost marcată de mișcările ascendente ale prețurilor bunurilor energetice. Pe segmentul combustibililor, rata anuală de creștere s-a apropiat de 6 la sută în luna decembrie (față de 2,2 la sută în septembrie), concretizarea celui de-al doilea pas al majorării accizei la benzină-motorină la începutul lunii octombrie fiind dublată de consolidarea trendului ascendent al cotației petrolului la peste 60 USD/baril – nivel superior celui anticipat în ediția precedentă a *Raportului asupra inflației* –, în urma extinderii acordului de plafonare a producției și a cererii robuste înregistrate la nivel mondial. În plus, componenta non-carburanți a grupei combustibili (lemne de foc, cărbune), având o importanță similară, a consemnat o creștere sensibilă de preț, posibil în asociere cu reducerea ofertei de masă lemnoasă licitate de către autorități. De asemenea, prețul energiei electrice a fost majorat substanțial

pentru al doilea trimestru consecutiv (dinamica anuală ajungând la 12 la sută în decembrie), ca urmare a încorporării în prețul final plătit de consumatori a fluctuațiilor ample înregistrate pe piața concurențială a electricității pe parcursul acestui an (Grafic 1.2).

Grafic 1.2. Energie



Presiunile exercitate de prețurile mărfurilor alimentare s-au accentuat în trimestrul IV 2017, rata anuală majorându-se față de luna septembrie cu 1,3 puncte procentuale, până la circa 4 la sută în decembrie; acestea au vizat nu doar componenta volatilă (legume, fructe, ouă), ci și segmentul produselor procesate inclus în inflația de bază (+1 punct procentual, până la 3,3 la sută). Ritmurile mai alerte de creștere a prețurilor au reflectat în bună măsură caracterul favorabil al condițiilor de cerere, care a permis transmisia nu doar a unor presiuni acumulate anterior pe partea costurilor de producție (forța de muncă, unele materii prime agricole), ci probabil și a presiunilor în formare la nivelul prețurilor diferitelor categorii de bunuri energetice; într-o anumită măsură, mișcările de prețuri observate pe unele segmente de piață pot fi asociate și investițiilor realizate recent de unii procesatori pentru ridicarea nivelului de calitate

a produselor. Relevanța factorilor interni menționați pentru explicarea dinamicii prețurilor mărfurilor alimentare în ultimele trei luni ale anului 2017 este subliniată și de comportamentul prețurilor agroalimentare externe aflate pe trend constant descendent începând cu trimestrul II 2017, pe fondul recoltei favorabile înregistrate pe plan global; tendința de atenuare a caracterizat inclusiv segmentele lapte și carne, care au constituit în prima parte a anului o importantă sursă de presiune. Excepție au făcut prețul untului și cel al ouălor, deficiențele (temporare) de ofertă manifestate pe plan european, cu precădere în trimestrul IV 2017, conducând la majorarea substanțială a prețului de producție (vizibilă și în prețul autohton de consum; Caseta 1).

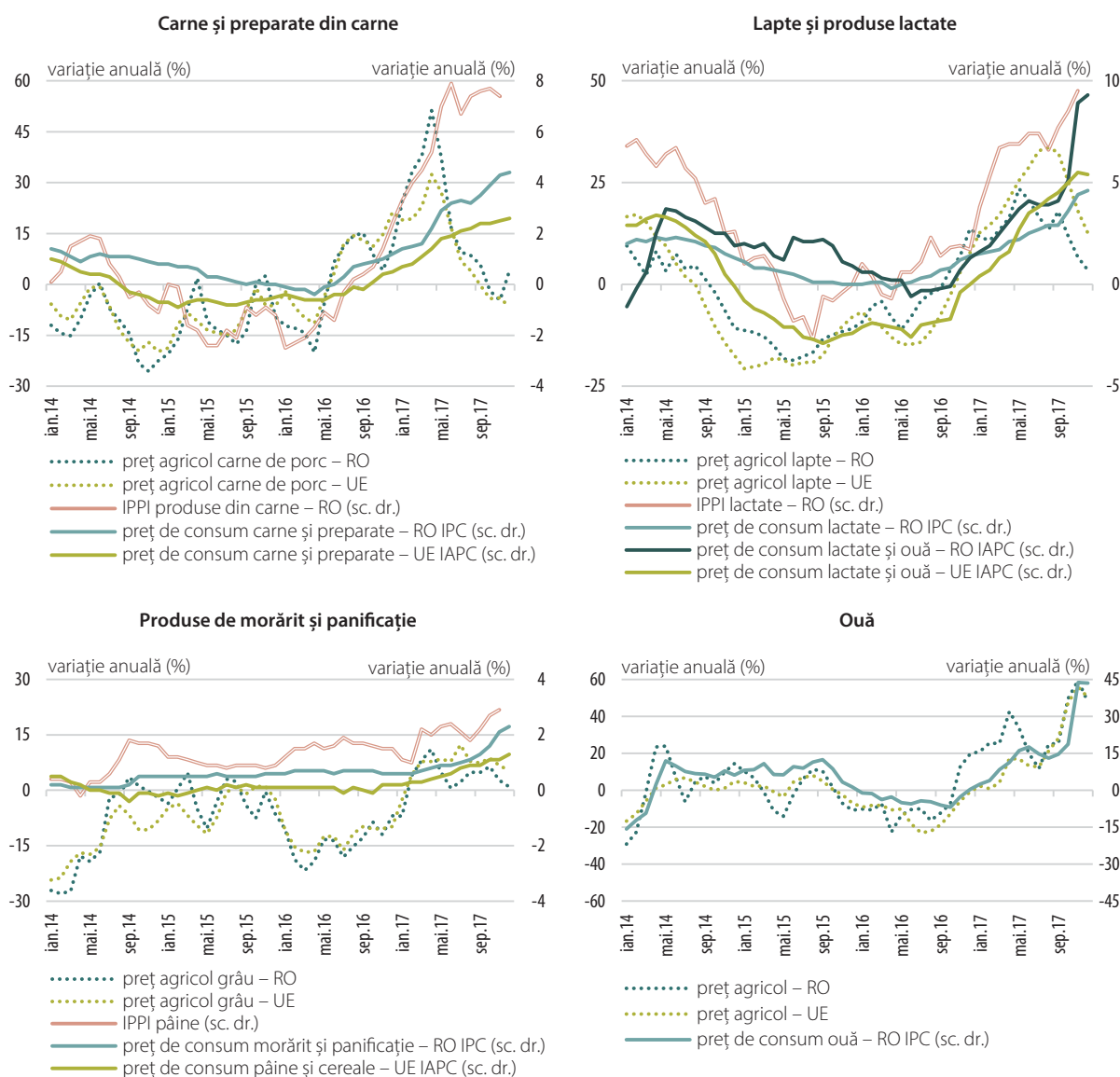
Caseta 1. Dinamica prețurilor alimentelor în trimestrul IV 2017

Intensificarea ratei anuale de creștere a prețurilor de consum ale bunurilor alimentare în trimestrul IV 2017 (+1,3 puncte procentuale față de trimestrul anterior) a fost localizată cu precădere la nivelul a patru categorii de produse: ouă, lapte și produse lactate, carne și preparate din carne, respectiv produse de morărit și panificație. Deși evoluția poate fi asociată în bună măsură condițiilor interne (lărgirea excedentului de cerere agregată, costuri în creștere cu forța de muncă și utilitățile), componenta externă a jucat un rol decisiv în unele cazuri. Determinantă în acest sens este tendința de integrare în lanțurile internaționale de valoare adăugată la nivelul procesatorilor și al operatorilor comerciali, rezultanta acestui proces fiind corelarea tot mai puternică a prețurilor din România cu cele din UE de-a lungul lanțului de producție (de la poarta fermei până la consumatorul final; Grafic A).

Cea mai importantă contribuție la accelerarea inflației bunurilor alimentare în ultimul trimestru al anului 2017 a revenit evoluției prețului ouălor (+0,5 puncte procentuale), rata anuală triplându-se pe parcursul intervalului analizat (de la 14,7 la sută în septembrie la 43,6 la sută în decembrie 2017). Șocul a fost comun statelor membre

ale UE, fiind determinat de restrângerea severă a ofertei la nivel comunitar, ulterior identificării unui pesticid interzis în anumite loturi comercializate într-o mare parte a statelor membre. Ca urmare, prețul ouălor la poarta fermei, la nivel european, a atins un vârf în luna noiembrie (dinamică anuală de aproape 60 la sută), fiind însă probabilă o corecție în viitorul apropiat, pe măsură ce oferta se reechilibrează.

Grafic A. Prețuri agricole, de producție și de consum



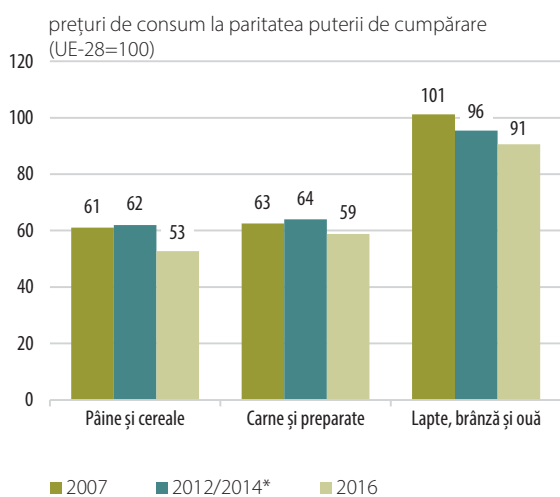
Notă: Prețurile de consum, atât cele din România, cât și cele europene, sunt exprimate la taxe constante.

Sursa: CE, Eurostat, INS, calcule BNR

Un salt amplu a înregistrat și prețul untului (+14 puncte procentuale la nivelul ratei anuale, până la 22,8 la sută în luna decembrie), factorii externi – creșterea cererii globale și restrângerea ofertei din partea principalilor producători europeni (Germania, Franța) – fiind decisivi și în acest caz. De altfel, prețurile aferente grupei lapte și produse lactate au crescut continuu începând cu a doua parte a anului 2016, ajungând în decembrie 2017 la o rată anuală de 4,6 la sută.

Determinantă pentru această evoluție este tendința de diminuare a efectivului de vaci de lapte pe ansamblul UE, închiderea accesului la piața rusească în anul 2014 și eliminarea cotelor de lapte în 2015 conducând la scăderi masive ale prețurilor și, prin urmare, reducând atractivitatea sectorului. Fenomenul s-a reflectat în prețuri agricole semnificativ mai mari în termeni anuali la nivelul UE (+23 la sută în 2017), dinamica fiind mai moderată în România (+14 la sută). Spre finalul anului 2017, ritmurile de creștere s-au temperat pentru toate categoriile de produse (inclusiv unt), în următorii ani fiind anticipată o creștere a gradului de colectare a laptelui, pe fondul câștigurilor de productivitate înregistrate la nivel comunitar, antrenate de gradul ridicat de înlocuire a efectivelor cu animale de rasă superioară; investițiile au fost facilitate de îmbunătățirea situației financiare a fermierilor, care au beneficiat în ultimii ani atât de prețuri de vânzare mai avantajoase, cât și de costul mai redus al furajelor.

Grafic B. Convergența prețurilor de consum



*) anul anterior reducerii cotei TVA (2012 pentru pâine și cereale, 2014 pentru carne, lapte, brânză și ouă)

Sursa: Eurostat

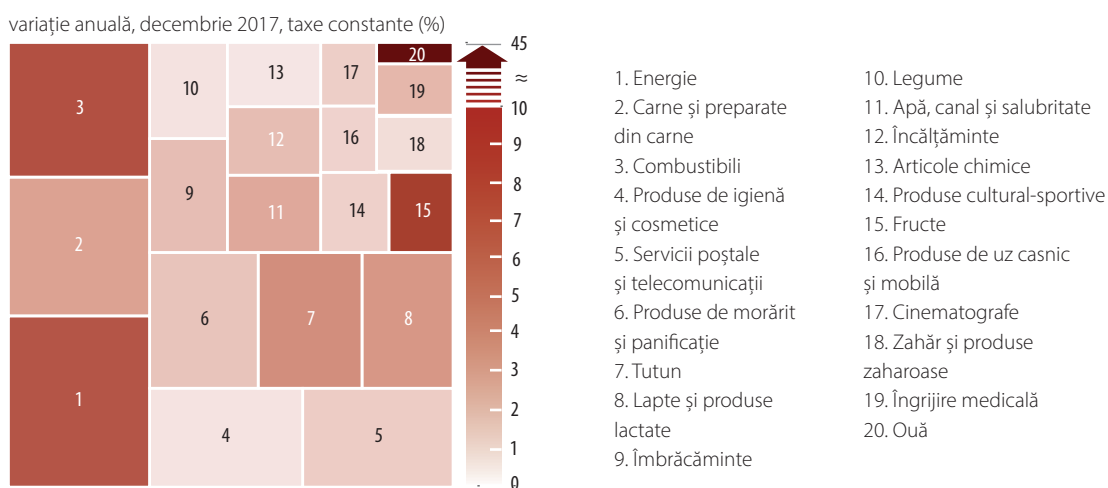
Deși pe piața locală de procesare a laptelui predomină materia primă obținută autohton, dinamica prețurilor de consum interne este mai corelată cu evoluțiile externe – coeficienții de corelație cu prețurile agricole și cu cele de consum din UE pentru ultimii trei ani s-au situat la 80 la sută și respectiv 84 la sută, valori superioare celei de 70 la sută înregistrate față de prețurile agricole interne. Explicația este oferită de integrarea în lanțurile de valoare adăugată, care vizează nu doar segmentul de *retail*, prin prezența marilor operatori comerciali europeni, ci și segmentul de procesare, de asemenea dominat de companii de talie internațională, care optimizează activitatea de producție la nivel european, astfel încât anumite sortimente ale brandurilor locale achiziționate sunt fabricate în exterior și apoi importate pentru desfacere pe piața autohtonă. Relocarea unei părți a producției

în alte state membre a fost probabil realizată din rațiuni de eficientizare a costurilor, unele deficiențe de natură structurală, precum fragmentarea excesivă a exploatațiilor agricole, dar și nivelul (mai) scăzut de înzestrare tehnologică a capacităților de producție existente, antrenând costuri mai ridicate ale producției pe plan intern. Din perspectiva fragmentării, cazul producătorilor de lapte este poate cel mai concludent, 90 la sută din efectivele de vaci pentru lapte aflându-se în exploatații individuale (majoritatea, de mici dimensiuni, cu o medie de 2 capete/exploatație). Prin urmare, în absența unor investiții care să permită respectarea cerințelor de calitate/igienă și cantitate cerute de procesatori, dificil de realizat pe cont propriu, doar un sfert din producția totală ajunge în procesare, restul fiind destinat autoconsumului, vânzării pe piața țărănească și comercializării neorganizate. În aceste condiții, pe lângă costurile suplimentare impuse de procesarea laptelui astfel colectat, puterea de negociere a fermierilor este foarte scăzută, astfel încât prețul de consum este apropiat de media europeană, în timp ce prețul la poarta fermei este, de multe ori, cel mai mic din UE (Grafic B).

Creșteri consistente ale prețurilor s-au înregistrat pe parcursul trimestrului IV 2017 și pe segmentul produselor de morărit și panificație, respectiv carne și preparate din carne, dar în aceste cazuri dominant a fost factorul intern, asociat condițiilor de cerere și creșterii anumitor categorii de costuri (forță de muncă, utilități). În ceea ce privește costul cu materia primă agricolă, nu pot fi invocate presiuni în intervalul analizat, mai ales în primul caz, producția agricolă fiind favorabilă pe plan global și chiar de excepție pe plan autohton. În cel de-al doilea caz, merită menționată persistența unei dinamici anuale ridicate a prețului cărnii de porc (5,5 la sută la decembrie), deși în atenuare față de prima jumătate a anului (maximul a fost atins în luna iunie, 6,1 la sută). Prețurile agricole internaționale ale produselor din carne de porc au cunoscut o ascensiune rapidă în prima jumătate a anului, ca urmare a creșterii accelerate a cererii globale, îndeosebi din partea Chinei, care generează aproape jumătate din consumul la nivel mondial; temperarea cererii din partea Chinei reprezintă, de altfel, și factorul care a antrenat o inversare de tendință în a doua parte a anului.

Dincolo de creșterile mai ample ale prețurilor pe segmentele bunurilor energetice și alimentare, majorările de dinamică anuală au fost cvasigeneralizate în cadrul coșului de consum (Grafic 1.3), în contextul menținerii tendinței de lărgire a excedentului de cerere agregată din economie și a ritmului încă ridicat de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă. De altfel, în cazul inflației de bază CORE2 ajustat, pasul mediu de creștere a prețurilor a depășit media intervalului septembrie-decembrie din ultimii opt ani, componenta nealimentară, care reflectă cel mai bine presiunile de natura cererii, revenind chiar la valori comparabile cu cele din perioada precriză.

Grafic 1.3. Evoluția prețurilor principalelor componente ale coșului de consum



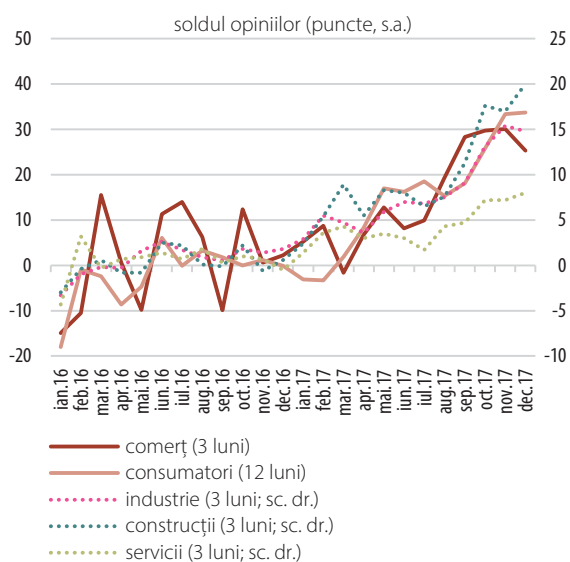
Notă: În grafic sunt reprezentate produse care acoperă aproximativ 86 la sută din coșul de consum al populației în 2017. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în coșul de consum.

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Trimestrul IV 2017 a marcat o amplificare a anticipațiilor inflaționiste, indiferent de orizontul de timp sau de tipul de agent (Grafic 1.4). Astfel, operatorii economici din economie (comerț, servicii, industrie, construcții) și-au ajustat puternic în sens ascendent anticipațiile privind evoluția prețurilor în următoarele trei luni,

soldurile conjuncturale ale acestui indicator depășind media pe termen lung în cazul majorității sectoarelor. Aceeași imagine conturează și percepția consumatorilor, soldul conjunktural aferent așteptărilor formulate de aceștia pe orizontul de 12 luni

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: Sondaj IINS/CE-DG ECFIN

dublându-se practic în trimestrul IV față de intervalul precedent. O ajustare ascendentă au suferit și anticipațiile privind inflația ale analiștilor bancari, aceștia plasând totuși rata anuală a inflației în continuare în intervalul de variație asociat țintei staționare, atât pentru finalul anului în curs, cât și pentru cel al anului 2019.

Rata medie anuală a inflației IAPC s-a majorat sensibil la finele anului 2017, până la 1,1 la sută în luna decembrie, reflectând, dincolo de evoluțiile curente, ieșirea din calcul a variațiilor anuale afectate de reducerea cotei TVA din luna ianuarie 2016. Astfel, ecartul față de media UE s-a restrâns până la -0,6 puncte procentuale, avansul consemnat de inflația europeană fiind modic.

Rata anuală a inflației IPC a surprins în sens ascendent și în trimestrul IV 2017, diferența față de valoarea prognozată în ediția precedentă a *Raportului asupra*

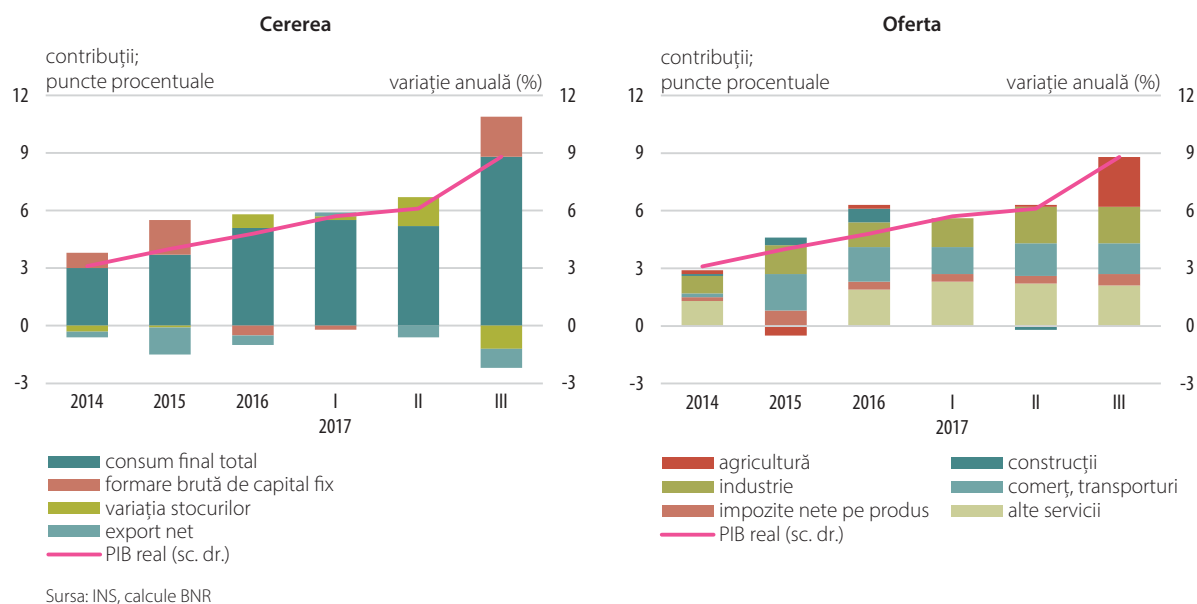
inflației ridicându-se la 0,6 puncte procentuale. Cele mai importante surse de eroare au fost reprezentate de inflația bunurilor alimentare (în special pe segmentul ouălor), precum și de creșterea peste așteptări a prețurilor combustibililor. O contribuție mai scăzută, dar în același sens, a revenit și scumpirii consistente (doar parțial anticipate) a țigaretelor.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Economia românească a înregistrat și în trimestrul III 2017 unul dintre cele mai alerte ritmuri anuale de creștere la nivelul UE-28 (8,8 la sută), influența factorilor ciclici fiind dublată de performanța remarcabilă a sectorului agricol. Similar trimestrelor anterioare, aportul dominant la avansul PIB real a revenit cererii de consum, dar merită menționată și revigorarea investițiilor, intensificarea achizițiilor de echipamente adăugându-se parcursului ciclic ascendent al cererii pentru locuințe. Cu toate acestea, evoluția nesatisfăcătoare a investițiilor în infrastructură continuă să erodeze procesul de consolidare a intensității capitalului, îngreunând acumulările de ordin structural. O parte importantă a absorbției interne este în continuare acoperită prin importuri, fapt care neutralizează influența favorabilă a traiectoriei ascendente a exporturilor, datorată creșterii investițiilor străine directe și consolidării cererii din partea economiilor europene (Grafic 2.1).

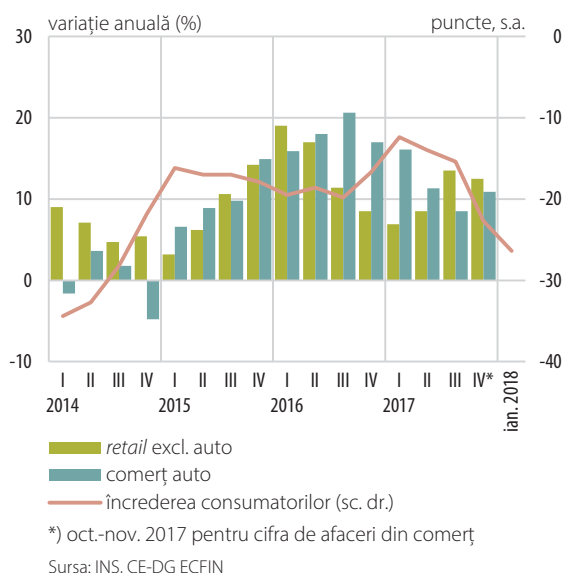
Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Cererea de consum a populației și-a accelerat rata anuală de creștere (până la 12,5 la sută), în condițiile în care puterea de cumpărare s-a menținut ridicată, pe fondul unui nou set de măsuri prociclice în domeniul politicii veniturilor, operate începând cu 1 iulie 2017, dar și al menținerii contextului stimulat de pe piața muncii, din perspectiva salariilor și a gradului de ocupare. Pe lângă avansul surselor financiare proprii, pentru achizițiile de bunuri de consum au fost mai intens utilizate și creditele bancare, volumul acestora majorându-se cu circa 18 la sută. Creșterea

apetitul pentru consum s-a reflectat și la nivelul volumului cifrei de afaceri a sectorului comercial, a cărui dinamică anuală (circa 13 la sută) a fost semnificativ superioară mediei intervalului precedent.

Grafic 2.2. Activitatea comercială și încrederea populației



Ritmul anual de creștere a consumului populației se va menține probabil înalt și în ultimul trimestru din 2017, însă o nouă intensificare este discutabilă. Această perspectivă este sugerată de evoluțiile recente ale volumului cifrei de afaceri din comerț și servicii (avans ușor mai lent în octombrie-noiembrie comparativ cu media trimestrului III), dar și de indicatorul de încredere a consumatorilor, care s-a deteriorat gradual în ultimele luni ale anului, pe fondul anumitor preocupări referitoare la efectele induse asupra veniturilor populației de modificările Codului fiscal, precum și la traiectoria dobânzilor și a cursului de schimb (Grafic 2.2).

Dincolo de cumpărările din rețeaua comercială, dinamizarea consumului populației în trimestrul III a fost susținută și de componentele a căror traiectorie este corelată cu evoluția producției agricole, respectiv autoconsumul, achizițiile de pe

pieța țărănească și industria casnică, în contextul în care recolta favorabilă din 2017 a ridicat la 2,6 puncte procentuale contribuția acestui sector economic la creșterea PIB.

În trimestrul III 2017, execuția bugetară s-a încheiat cu un deficit de doar 0,5 miliarde lei (0,1 la sută din PIB²), după ce pe ansamblul precedentelor trei luni se consemnase un deficit de 7,8 miliarde lei (0,9 la sută din PIB)³. Evoluția s-a datorat cu precădere creșterii veniturilor bugetare⁴, pe seama majorării încasărilor din venituri nefiscale⁵, precum și din TVA, accize și contribuții de asigurări. La rândul lor, cheltuielile bugetare totale au scăzut ușor⁶, predominant sub impactul reducerii componentelor referitoare la dobânzi, la subvenții și a celor cu proiecte finanțate din fonduri externe nerambursabile; în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, a acționat creșterea cheltuielilor de asistență socială⁷.

Pentru prima oară în 2017, la creșterea anuală a PIB real și-a făcut simțită contribuția și formarea brută de capital fix. Trebuie precizat, totuși, că avansul de 8 la sută al acestei componente a cererii agregate a fost puternic marcat de un efect statistic,

² Pentru 2017 s-a utilizat nivelul PIB publicat în contextul rectificării bugetare aprobate în decembrie 2017.

³ Evoluția a fost în linia mari apropiată de cea din perioada similară a anului anterior, în condițiile în care în trimestrul III 2016 execuția bugetului general consolidat a consemnat un ușor surplus (0,2 miliarde lei), iar în precedentul trimestru se înregistrase un deficit de 6,9 miliarde lei.

⁴ În termeni anuali, veniturile bugetare totale au înregistrat un ritm real de creștere de 8,6 la sută, similar celui din trimestrul II.

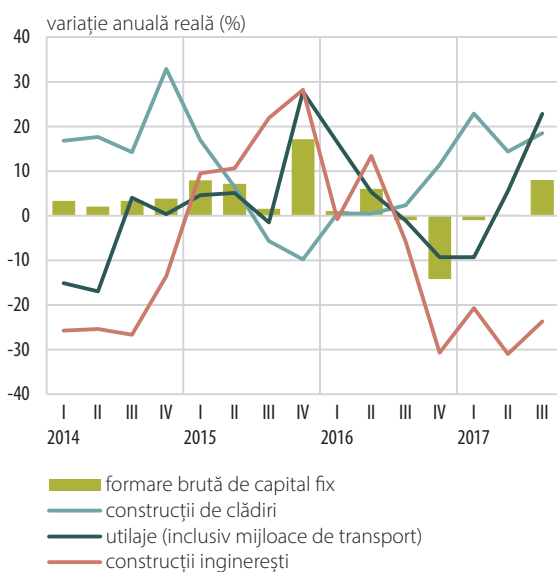
⁵ A căror dinamică anuală a continuat să se accelereze (la 27,4 la sută, de la 23,1 la sută în termeni reali), inclusiv pe seama încasărilor din dividende.

⁶ Ritmul anual de creștere reală a acestora a urcat însă la 9,8 la sută (de la 9,0 la sută în trimestrul II).

⁷ În condițiile unei amplificări a variației anuale reale a acestora (la 13,6 la sută, de la 9,2 la sută), inclusiv pe fondul majorării cu 9 la sută a valorii punctului de pensie începând cu 1 iulie 2017 (la 1 000 de lei).

asociat ieșirii din calculul dinamicii anuale a contracției trimestriale de -7,2 la sută din intervalul iulie-septembrie 2016⁸. În perioada următoare, investițiile vor continua probabil să se extindă, nefiind așteptată însă o intensificare de ritm, având în vedere semnalele divergente decelate pe principalele segmente – pe de o parte, indicii favorabile în ceea ce privește achizițiile de echipamente, iar pe de altă parte, temperare a cererii de locuințe și scădere în continuare a construcțiilor ingineresti (posibil mai lentă, ca urmare a intensificării pe final de an a rambursărilor de fonduri europene în cadrul actualului exercițiu financiar; Grafic 2.3).

Grafic 2.3. Investiții

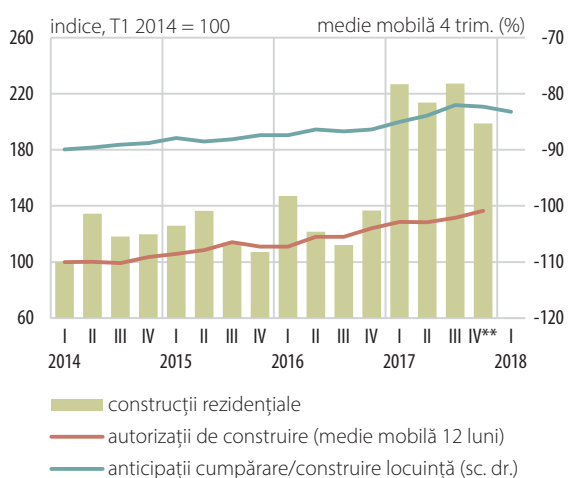


Evoluția ascendentă a economiei în ultima perioadă a permis sectorului companiilor nefinanciare alocarea unor resurse mai consistente pentru acumulări de capital, tendință surprinsă, la nivelul trimestrului III 2017, de accelerarea semnificativă a dinamicii anuale a achizițiilor de echipamente (de 4 ori, până la 22,8 la sută). Perspectiva rămâne pozitivă, în contextul în care indicatorii de încredere ai operatorilor din industrie și servicii și-au îmbunătățit valorile în octombrie-decembrie comparativ cu media trimestrului III, iar volumul comenzilor pentru piața internă adresate în iulie-noiembrie companiilor producătoare de bunuri de capital și-a accelerat cu 5 puncte procentuale rata anuală de creștere comparativ cu media primului semestru (până la 13,4 la sută). În ceea ce privește finanțarea acumulărilor de capital, merită remarcat suportul tot mai vizibil din partea investitorilor străini, profitul reinvestit în economia românească în perioada

decembrie 2016 – noiembrie 2017 triplându-și valoarea comparativ cu anul 2015. În structură, cele mai vizibile preocupări pentru deschiderea sau extinderea de capacități de producție în industrie se regăsesc în ramurile producătoare de componente auto, echipamente electrice (inclusiv produse electrocasnice), în industria metalurgică, dar și în industria de mașini și echipamente. În acest din urmă caz, menționăm investițiile destinate creșterii capacităților de fabricare a utilajelor agricole, antrenate de intensificarea acumulărilor de capital realizate de producătorii agricoli pe parcursul ultimilor ani – este vorba cu precădere de marile exploatații de pe segmentul cerealelor și al plantelor oleaginoase –, inclusiv prin utilizarea de fonduri europene. În această privință, proiectele de dezvoltare a agriculturii au valorificat oportunitatea finanțării nerambursabile într-un grad mai ridicat decât cele destinate implementării politicii de coeziune, performanță înregistrată atât în actualul cadru financiar multianual, cât și în cel precedent (2007-2013).

⁸ Trimestrul III 2016 a fost afectat de finalizarea în semestrul I a unor proiecte cu finanțare europeană aferente exercițiului 2007-2013 și nici nu a mai beneficiat de stimulul oferit investițiilor în infrastructură de alegerile locale din luna iunie.

Grafic 2.4. Construcții de locuințe*



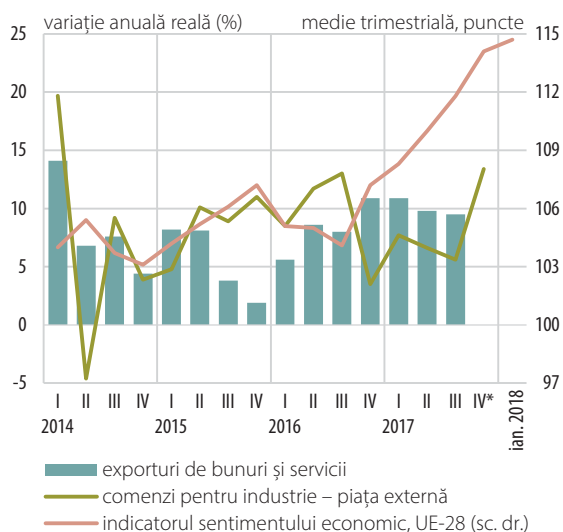
*) date ajustate sezonier

**) oct.-nov. 2017 pentru construcții rezidențiale și autorizații de construire

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Construcțiile rezidențiale și-au continuat expansiunea (volumul lucrărilor dublându-se practic în trimestrul III), pe fondul creșterii susținute a veniturilor disponibile ale populației, concomitent cu un apetit ridicat pentru împrumuturi – stimulat de condițiile încă atractive din piață. În perioada următoare, cererea de locuințe își va încetini probabil ritmul de creștere (perspectivă sugerată și de intenția în scădere a populației de a construi/achiziționa o locuință în următoarele 12 luni⁹), ca urmare a diminuării graduale a suportului guvernamental oferit în cadrul programului „Prima casă”, dar și a unei posibile creșteri a costurilor de finanțare (Grafic 2.4).

Grafic 2.5. Exporturile de bunuri și servicii



*) oct.-nov. 2017 pentru comenzi

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Contribuția investițiilor publice la dinamica anuală a formării brute de capital fix a rămas pronunțat negativă, volumul lucrărilor în domeniul construcțiilor ingineresti plasându-se și în trimestrul III 2017 cu mult sub cel înregistrat în perioada similară a anului anterior (-23,7 la sută), inclusiv ca urmare a absorbției modeste de fonduri europene structurale și de investiții în cadrul programului financiar 2014-2020. Deși ultimele luni ale anului au marcat o intensificare a rambursărilor de fonduri europene destinate investițiilor, lucrările de construcții în infrastructură vor consemna cel mult o atenuare a pantei descrescătoare.

Exporturile de bunuri și servicii și-au continuat parcursul ascendent (9,5 la sută, variație anuală). Perspectiva privind evoluția cererii externe rămâne favorabilă, după cum sugerează cele mai recente prognoze referitoare la creșterea economică a zonei euro, dar și îmbunătățirea progresivă a indicatorului de încredere la nivelul UE-28 pe parcursul anului 2017 (în prezent, acesta se plasează în proximitatea maximelor istorice). Așteptările optimiste ale

principalilor parteneri comerciali se reflectă în extinderea cu 8,8 la sută a portofoliului de comenzi externe primite de companiile industriale autohtone în perioada iulie-noiembrie (ritm anual superior cu 1,7 puncte procentuale mediei din semestrul I; Grafic 2.5).

Exporturile de bunuri s-au majorat cu 6,5 la sută, aportul dominant revenind în continuare livrărilor efectuate de sectoare precum producția mijloacelor de transport și ramurile conexe. Dinamica volumului cifrei de afaceri pe piața externă din sectorul

⁹ Potrivit Sondajului INS/DG ECFIN.

auto a rămas alertă (avans de +15 la sută în termeni anuali), iar deschiderea unor noi capacități de producție în țările din regiune va menține și în următoarea perioadă un nivel ridicat al cererii adresate furnizorilor locali de profil. Dincolo de evoluția pozitivă a segmentului de piese și accesorii, așteptări optimiste se conturează și în cazul autoturismelor, având în vedere demararea în această toamnă a fabricării unui nou model Ford¹⁰ și lansarea oficială a noului Duster.

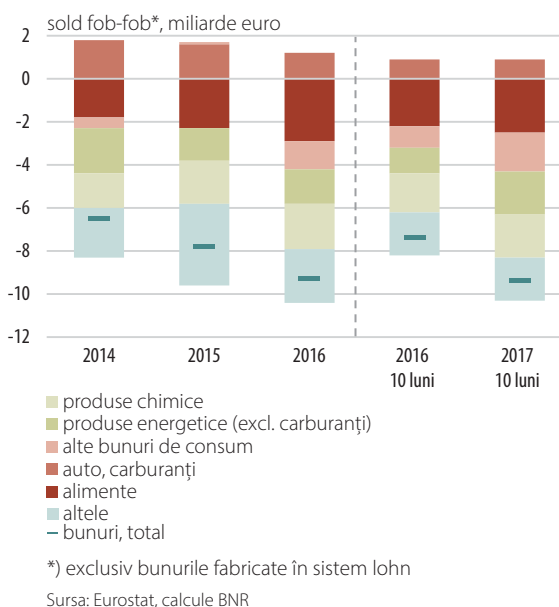
Pe o traiectorie ascendentă au continuat să se situeze și exporturile de produse metalurgice, care beneficiază de îmbunătățirea accesului pe piețele externe, în contextul măsurilor adoptate de Comisia Europeană pentru reducerea competiției neloiale din partea unor state extracomunitare. Totodată, având în vedere investițiile derulate în scopul unei mai bune acoperiri a portofoliului de comenzi externe, este de așteptat ca evoluția sectorului să își păstreze coordonatele pozitive. Contribuții la creșterea exporturilor au înregistrat, de asemenea, produsele petroliere, dar și unele produse agricole vegetale, pentru care recoltele din 2017 au atins niveluri record. La polul opus au continuat să se plaseze exporturile de articole de îmbrăcăminte, afectate de pierderile persistente de competitivitate cu care se confruntă sectorul producător.

Importurile de bunuri și servicii și-au păstrat dinamica alertă în trimestrul III (11,8 la sută în termeni reali), sub impulsul avansului amplu al absorbției interne și al exporturilor. Achiziții în creștere au fost observate în cazul bunurilor intermediare și de capital, atât în corelație cu integrarea anumitor segmente industriale în lanțurile de valoare

adăugată (este cazul importurilor de componente auto), cât și cu redresarea investițiilor în sectorul industrial (mașini, echipamente, aparate de măsură și control).

Cererea de consum a continuat să impulsioneze importurile, al căror volum s-a majorat în termeni anuali cu circa 9 la sută la nivelul acestei categorii de produse. Evoluția, coroborată cu creșterile modeste ale exporturilor de bunuri de consum din ultimii ani, antrenează perpetuarea efectului de eroziune generat asupra balanței comerciale de soldul schimburilor externe la această grupă de produse (Grafic 2.6). Deficitul bunurilor de consum este generat cu precădere de bunurile alimentare, segment cu un parcurs neconvingător, în măsură consistentă decuplat de traiectoria ascendentă a cererii autohtone de profil, ceea ce denotă, din nou, probleme de competitivitate (Caseta 2).

Grafic 2.6. Balanța bunurilor



Deteriorarea soldului comercial continuă să fie parțial compensată de menținerea unor încasări nete semnificative din prestări de servicii internaționale. Totuși, contraponderea oferită de acestea a pierdut din fermitate pe parcursul acestui an (69 la sută pe primele 11 luni, comparativ cu peste 83 la sută în 2015 și 2016),

¹⁰ Lansările oficiale locale pe piețele europene sunt programate pentru începutul anului 2018.

principala cauză constând în apelul mai pronunțat al populației la servicii externe de turism și transport, pe fondul creșterii puterii de cumpărare. Totodată, se mențin semnalele negative pe segmentul transporturilor rutiere de mărfuri, de natură a afecta evoluția pe termen mai lung a acestui sector și, implicit, a încasărilor din străinătate, dată fiind poziția dominantă deținută de activitatea pe rute internaționale. Astfel, în primele 11 luni ale anului 2017, vânzările de autovehicule comerciale de peste 3,5 tone și-au inversat traiectoria¹¹, principalele motive invocate de operatorii de profil pentru frânarea puternică a investițiilor fiind lipsa personalului calificat, nivelul precar al infrastructurii rutiere locale, la care se adaugă modificările legislative din unele state europene.

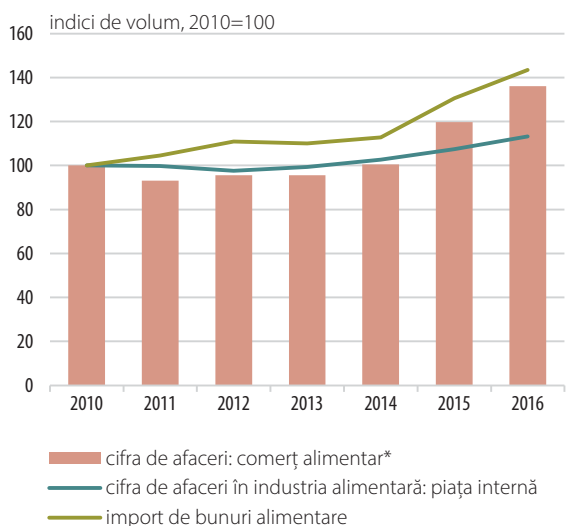
Caseta 2. Surse ale deficitului comercial cu produse alimentare

Deficitul comerțului internațional cu produse alimentare¹² s-a adâncit continuu în ultimii ani, până la 2,8 miliarde euro în anul 2016 și 2,6 miliarde euro în primele

10 luni ale anului 2017, explicând în prezent mai mult de un sfert din deficitul total de bunuri.

Avansul recent al consumului intern de produse alimentare, care a beneficiat atât de stimulente generale (precum creșterile de venituri), cât și de stimuli specifici (extinderea cotei reduse a TVA la nivelul tuturor bunurilor alimentare), s-a oglindit într-o măsură relativ redusă în activitatea industriei alimentare, astfel încât surplusul de cerere a fost acoperit în cea mai mare parte din importuri (Grafic A). Această evoluție a readus în prim-plan situația din sectorul alimentar autohton, domeniu pe care și alți indicatori de competitivitate (cota de piață la export, avantajul comercial, productivitatea) îl relevă a fi unul dintre cele mai puțin performante la nivel european, în pofida potențialului agricol ridicat al României. În acest context, prezenta casetă își propune să deceleze sursele deficiențelor de competitivitate manifeste în acest sector.

Grafic A. Cererea și oferta de bunuri alimentare



*) inclusiv băuturi și tutun

Sursa: INS, Comext, calcule BNR

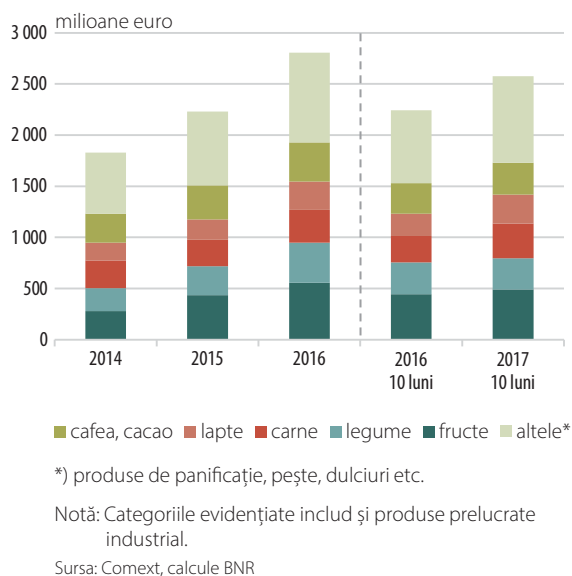
Analiza pe categorii de produse

Principalele dezechilibre identificate vizează patru categorii de produse: legume și fructe, cafea și cacao, lapte și produse lactate, respectiv carne și preparate din carne (Grafic B). Deși există situații (fructe exotice, cafea, cacao) în care contribuțiile la deficitul comercial pot fi privite ca având un caracter firesc, explicabil pe seama condițiilor climaterice ale țării noastre, în majoritatea cazurilor deficitul ascund probleme de competitivitate de natură structurală, care afectează lanțul de producție, în special în amonte.

¹¹ Con tracție cu 23 la sută, după creșteri semnificative în anii precedenți (Sursa: APIA).

¹² Analiza care face obiectul acestei casete vizează bunurile alimentare exclusiv animale vii, cereale și plante oleaginoase.

Grafic B. Structura deficitului comercial asociat bunurilor alimentare



Astfel, în cazul grupei de fructe și legume (care explică o treime din deficitul comercial generat de mărfurile alimentare) este surprinzătoare contribuția dominantă a produselor cu tradiție pe plan local, precum mere, struguri, tomate, cartofi. Făcând abstracție de influența factorului sezonier, la toate aceste culturi, producția din ultimii 10-20 de ani a stagnat sau chiar a scăzut, fenomen asociat, în primul rând, absenței unor câștiguri în planul randamentelor, la care se adaugă restrângerea, în general, a suprafețelor cultivate, inclusiv a suprafeței serelor. De exemplu, oricât de neașteptat ar fi din perspectiva potențialului și a tradiției locale, printre sursele importante ale deficitului comercial asociat fructelor se regăsesc merele, în condițiile în care România deținea în 2016 peste 10 la sută din totalul suprafeței cultivate cu meri la nivel european, dar numai 3,6 la sută din totalul producției. Diferența dintre randamentele obținute

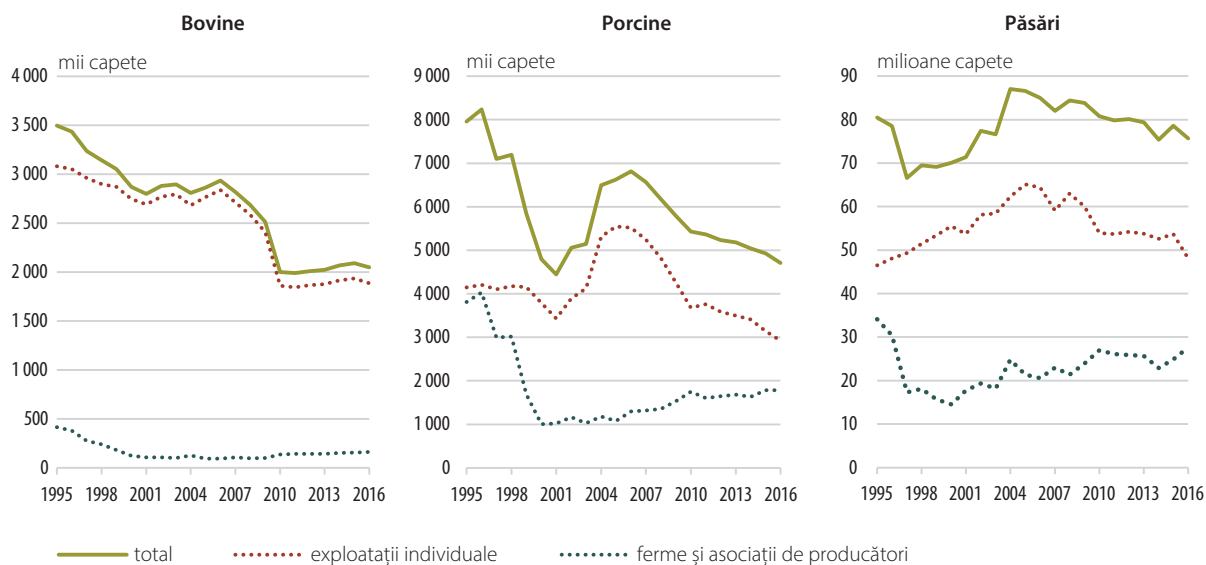
pe plan local și cel mediu la nivel comunitar este chiar mai accentuată în cazul tomatelor, unde România deține 9,1 la sută din suprafața cultivată și doar 2,4 la sută din totalul producției. De altfel, producția de legume și fructe, în general, se plasează mult sub potențial, activitatea investițională precară a fermierilor reflectându-se negativ pe multiple paliere: mecanizarea lucrărilor, realizarea irigațiilor, tratarea terenurilor cu îngrășăminte, construcția de sere, reconversia terenurilor, înlocuirea plantațiilor pomicole și viticole îmbătrânite cu plantații noi cu specii performante, insuficiența spațiilor de depozitare etc. În consecință, de multe ori, este mai avantajos pentru operatorii comerciali să se aprovizioneze de la furnizori externi, capabili să asigure fluxuri stabile în parametri cantitativi și calitativi corespunzători.

În ceea ce privește alimentele de origine animală, în principal reprezentate de categoriile „carne și produse din carne”, respectiv „lapte și produse lactate” (cu contribuții la deficitul total de 13 la sută și respectiv 11 la sută), se remarcă, pe lângă reducerea continuă a efectivelor, gradul excesiv de fragmentare a fermelor zootehnice (Grafic C). Situația se răsfrânge asupra capacității investiționale a fermierilor, deci a randamentelor obținute, producția sectorială fiind, în plus, afectată de spații insuficiente de colectare, depozitare și transport. Astfel, incapacitatea de a livra către verigile superioare ale lanțului de producție marfă în conformitate cu cerințele de ordin cantitativ și calitativ ale acestora caracterizează nu doar segmentul vegetal, ci și domeniul zootehnic.

Creșterea bovinelor este cea mai expusă fenomenului fragmentării, exploatațiile agricole individuale concentrând 90 la sută din efective în cazul vacilor pentru lapte, astfel încât fermierii reușesc să furnizeze procesatorilor doar un sfert din producția locală de lapte (la nivelul anului 2016), procent mult inferior mediei europene (circa 90 la sută). Prin urmare, chiar dacă materia primă utilizată în procesare este preponderent de proveniență locală, companiile industriale de profil au nevoie de importuri de completare (care reprezintă circa jumătate din achizițiile din exterior de lapte și produse lactate), situație care persistă de altfel de ani buni.

În același timp, segmentul procesatorilor de lapte este foarte concentrat (primii cinci jucători dețin aproape jumătate din piață), cele mai importante companii fiind de talie internațională. Acestea desfășoară operațiuni în mai multe state, de-a lungul întregului lanț de producție, iar decizia cu privire la ce, cât și unde să producă are la bază exclusiv criteriul optimizării costurilor.

Grafic C. Efective de animale



Sursa: INS

Extinderea rețelelor internaționale pe teritoriul României vizează astfel nu doar segmentul de desfacere, dominat de marii operatori comerciali, ci, într-o anumită măsură, și categoria procesatorilor, în timp ce la baza lanțului de producție fenomenul este încă într-o fază incipientă. Deși prezența acestor entități reprezintă o oportunitate pentru sectorul agroalimentar autohton, având în vedere beneficiile asociate (cerere stabilă, acces la *know-how*), deficiențele structurale evidențiate, precum și starea actuală generală precară a capitalului productiv (din punct de vedere al gradului de tehnologizare) erodează atractivitatea economiei locale pentru noi investiții. Astfel, competitivitatea scăzută s-a concretizat în opțiunea multor companii (comercianți, dar și procesatori) de a livra către consumul final produse fabricate în exterior, importurile de acest tip explicând practic deteriorarea balanței comerciale pe segmentul alimentar în ultimii ani, în condițiile în care progresele realizate de exporturi, deși există, sunt încă foarte timide.

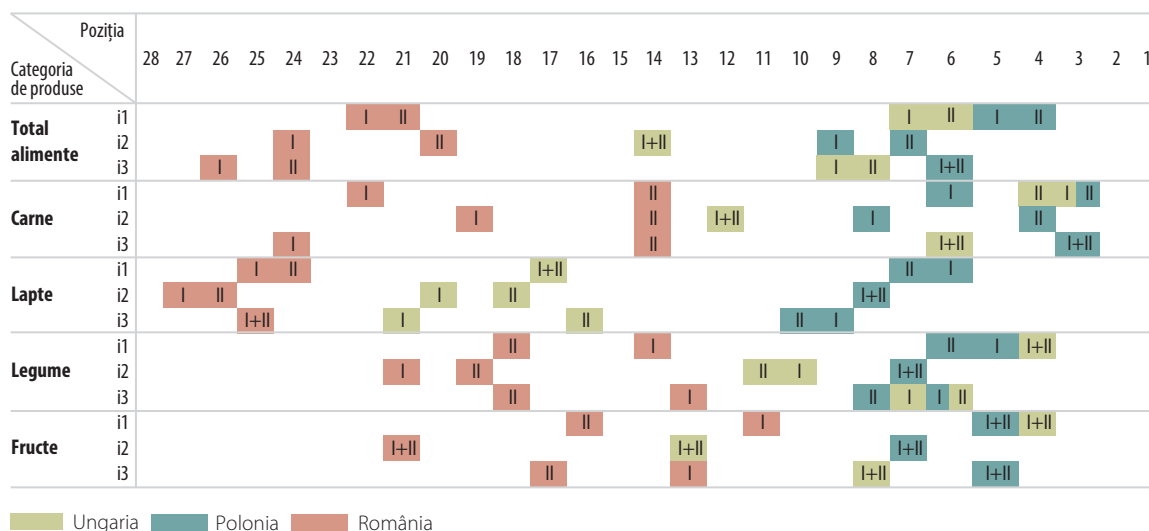
În ceea ce privește producția de carne și produse derivate, cu toate că segmentele zootehnice relevante prin prisma structurii consumului – creșterea porcilor și a păsărilor – sunt afectate de un grad mai scăzut de fragmentare (ponderea efectivelor crescute în exploatații individuale coborând la circa 60 la sută), problemele identificate sunt asemănătoare, în linii mari, celor specifice sectorului de producție a laptelui, astfel încât procesatorii recurg, la rândul lor, la achiziții de materie primă în completarea celei procurate din surse interne (din totalul importurilor de carne, cele efectuate de companiile industriale de profil însumează circa 40 la sută). Deși în magazine produsele de proveniență locală sunt ceva mai bine reprezentate

comparativ cu produsele lactate, îndeosebi în cazul preparatelor, atomizarea sectorului de procesare – mai ales dacă avem în vedere segmentul cărnii de porc – limitează capacitatea celor mai mulți procesatori de a accede în magazinele moderne, ceea ce influențează deficitul comercial asociat.

Competitivitatea sectorului – câteva coordonate

Din perspectiva partenerilor comerciali, o proporție semnificativă a deficitului României pe segmentul alimentar revine relațiilor cu alte state din grupul noilor membri comunitari, respectiv Ungaria și Polonia¹³ (pondere cumulată de 30 la sută în primele 10 luni ale anului 2017), țări care, de altfel, au printre cele mai favorabile poziții externe din Uniunea Europeană pe acest segment de activitate. Semnalul dat de dimensiunea soldului negativ al balanței este întărit și de alți indicatori de competitivitate, precum cota de piață la export și avantajul comercial (*revealed trade advantage*) – indicator al măsurii în care specializarea exporturilor pe o anumită categorie de produse domină importanța importurilor din aceeași categorie. Astfel, România ocupă o poziție competitivă modestă pe plan european (situație prevalentă la nivelul celor patru categorii de produse analizate), mult inferioară celei deținute de economiile emergente cu care este asociat deficitul comercial (Tabel A). Se remarcă totuși o ușoară îmbunătățire în ultimii ani la nivel agregat, generată însă aproape exclusiv de segmentul „carne și preparate din carne”, un aport revenind relaxării treptate, începând cu anul 2012, a restricțiilor sanitar-veterinare aplicate exporturilor de carne de porc începând cu anul 2006, ulterior identificării unor focare de pestă porcină.

Tabel A. Indicatori de competitivitate ai sectorului alimentar, poziționare relativă în raport cu statele comunitare



i1 – balanța comercială asociată fiecărei categorii (% în PIB); i2 – cota de piață a exporturilor¹⁴; i3 – avantajul comercial¹⁵
I: perioada 2007-2011; II: perioada 2012-2016

Sursa: UNCTAD, Eurostat, calcule BNR

¹³ Deficite comerciale s-au înregistrat cu cele două țări încă din anii '90, la lărgirea treptată a acestora contribuind și asimetriile existente în termenii acordurilor comerciale încheiate în perioada respectivă (Acordul de asociere la UE, CEFTA), respectiv decalajul dintre momentele aderării la UE, care au oferit producătorilor vest-europeni oportunitatea de a accesa piața internă, în condiții mai favorabile, înainte ca România să accedă propriu-zis la Uniunea vamală.

¹⁴ Raportul dintre exporturile unei țări și exporturile mondiale, pentru o anumită categorie.

¹⁵ Relevă diferența dintre ponderea unei categorii în structura exporturilor (normalizată pe baza unei ponderi similare, calculate la nivel mondial) și un indicator care corespunde importurilor categoriei respective, calculat în manieră similară.

Tabel B. Eficiența producției în industria alimentară

| Indicator | Perioada | RO | PL | HU | UE-28 |
|---|-------------------------|-------------|-------|------|-------|
| Producția medie a unei firme (% din media UE-28) | 2012-2015 | 30,5 | 101,3 | 57,9 | 100 |
| Numărul mediu de angajați ai unei firme | 2012-2015 | 20,4 | 28,4 | 19,9 | 14,5 |
| Productivitatea muncii (valoarea producției/număr de angajați, % din media UE-28) | 2012-2015 | 21,7 | 51,6 | 42,1 | 100 |
| Variația productivității muncii (volumul producției/număr de ore lucrate, %) | 2008-2011, medie anuală | 2,5 | 3,0 | 3,1 | |
| | 2012-2016, medie anuală | 3,1 | 2,5 | 1,2 | |

Sursa: Eurostat, calcule BNR

Deși România dispune de un potențial agricol ridicat în raport cu majoritatea statelor europene, valorificarea acestuia rămâne printre cele mai scăzute, randamentele obținute de fermierii locali (calculate ca raport între producția obținută și suprafețele cultivate/efectivele de animale sacrificate) fiind printre cele mai reduse din UE, sub cele ale Poloniei și Ungariei. O explicație este dată de nivelul foarte scăzut al investițiilor directe orientate către cultivarea legumelor și a fructelor, respectiv creșterea animalelor, în contrast, de pildă, cu influxurile care au vizat cultura cerealelor și a plantelor oleaginoase, domenii care, de altfel, au o contribuție pozitivă la soldul comercial extern. Mai departe, deși receptoare a unor fluxuri de capital în creștere, industria alimentară este caracterizată în continuare de un nivel de productivitate aflat mult sub media europeană

(Tabel B), rezultat al gradului scăzut de tehnologizare a capacităților de producție existente, astfel încât opțiunea pentru importuri sau relocarea unor segmente de activitate în alte țări europene se profilează ca fiind de multe ori mai rentabilă. Ca atare, expansiunea cererii de consum interne a fost însoțită, în mod neobișnuit, de o subutilizare a capacităților de producție.

În concluzie, deteriorarea balanței comerciale pe segmentul alimentar reflectă în bună măsură deficiențe structurale, având ca numitor comun fragmentarea excesivă a exploatațiilor agricole. În lipsa unor asocieri la nivelul fermierilor este greu de conceput un revirement investițional, condiție *sine qua non* pentru îmbunătățirea randamentelor și a calității produselor obținute. Piedici suplimentare pentru adoptarea pe scară largă a unui model de business competitiv, care ar permite integrarea în rețelele internaționale (nu doar pe plan local, ci chiar prin livrări externe) de-a lungul lanțului de producție, sunt reprezentate de penuria de personal cu o calificare adecvată, precum și de absența unei viziuni de afaceri pe termen mediu și lung, potențată de dimensiunea redusă a procesatorului mediu. Astfel, pierderea constantă a cotei de piață a produselor de proveniență autohtonă pe piața internă sugerează, dincolo de problemele structurale evidențiate, că operatorii economici locali se raportează doar la propria activitate, considerând acceptabile creșteri sub media pieței, fără a fi preocupați de fructificarea întregului potențial existent, care le-ar permite consolidarea poziției relative față de competitori.

Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei a recuperat în trimestrul III o parte din pierderea de ritm din intervalul precedent (+3,3 la sută rată anuală, față de +1 la sută), producția agricolă peste medie compensând creșterea accelerată a persoanelor ocupate în acest sector, remarcată în perioada anterioară. Dincolo de influența cu caracter conjunctural asociată condițiilor meteorologice, randamentele medii pentru anul 2017 sunt preconizate a atinge niveluri record în cazul multor

culturi, pe fondul investițiilor tot mai mari realizate de fermieri în tehnologii, utilaje și produse de îngrijire a plantelor, dar și al creșterii treptate a dimensiunii medii a fermelor (în special pe segmentul culturilor de cereale și plante tehnice). În afara acestui sector, impactul poziționării ciclice favorabile a economiei rămâne vizibil

în segmentul comercial, a cărui productivitate a accelerat sub influența consumului energetic al populației și a extinderii în continuare a lanțurilor moderne de *retail* (mai eficiente), precum și în construcții, sub impulsul cererii consistente din partea segmentului rezidențial.

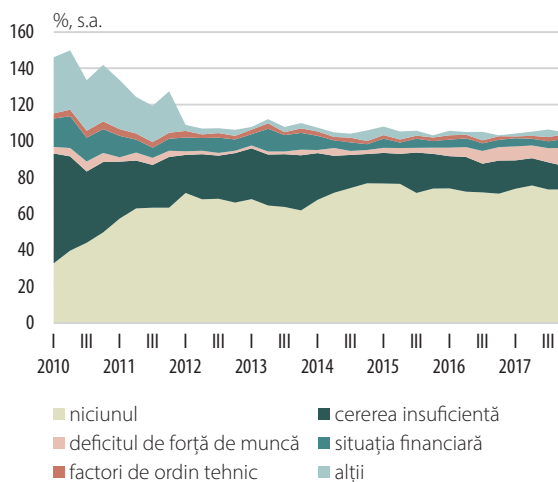
O tendință favorabilă continuă să se contureze în industrie, productivitatea muncii consolidându-și ritmul anual robust observat pe tot parcursul anului 2017 (+6,7 la sută în perioada iulie-noiembrie față de +6,4 la sută în primul semestru), evoluția fiind susținută atât de factori de natură structurală (investiții solide în ramuri-cheie), cât și ciclici. În cel din urmă caz, ușoara încetinire a ritmului comenzilor externe față de trimestrul II a fost compensată de dublarea celui aferent pieței interne, antrenând o creștere a gradului de utilizare a capacităților de producție în toate marile grupe ale industriei prelucrătoare, precum și reducerea până la un

minim istoric a procentului producătorilor care consideră că cererea insuficientă le limitează producția (Grafic 2.7). Totuși, acest factor constituie încă un impediment important pentru avansul producției industriale pentru unele firme din economie, ceea ce – în condițiile actuale de cerere, extrem de favorabile – semnalează lipsa de competitivitate a acestora. În structură, se detașează industria metalurgică,

unde aproape jumătate dintre respondenți acuză lipsa cererii ca factor inhibitor – există însă indicii privind o posibilă revigorare a sectorului, date fiind investițiile tot mai consistente din ultima perioadă, precum și îmbunătățirea treptată a activității la export. Procente ridicate (aproape 20 la sută) se mai întâlnesc în industria construcțiilor metalice, fabricarea de calculatoare și electronice și chiar industria alimentară, care a beneficiat de stimularea puternică a cererii prin reducerea cotei TVA.

Într-o perspectivă mai largă, descompunerea productivității muncii ajustate ciclic evidențiază în ultimii ani o contribuție din ce în ce mai consistentă a productivității totale a factorilor (TFP; Grafic 2.8), pe măsură ce numeroase sectoare ale economiei s-au reorganizat pe o structură mai eficientă, iar serviciile IT&C și-au consolidat contribuția la formarea PIB (pondere de peste 6 la sută în VAB,

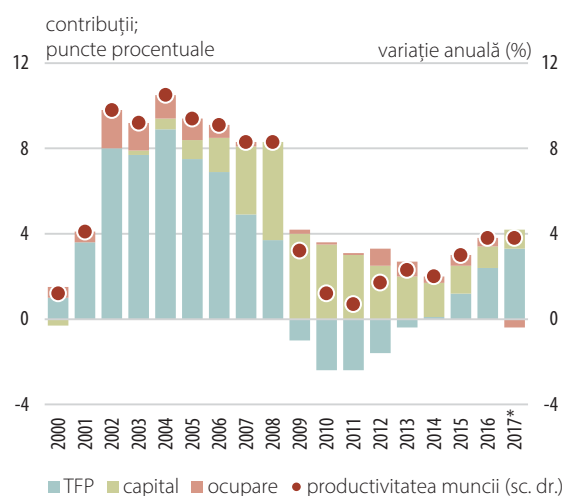
Grafic 2.7. Factori care limitează avansul producției industriale



Notă: Participanții la sondaj au posibilitatea de a alege variante multiple de răspuns.

Sursa: CE-DG ECFIN

Grafic 2.8. Descompunerea productivității muncii ajustate ciclic



*) prognoză

Sursa: AMECO, estimări BNR

superioară celor corespunzătoare agriculturii și construcțiilor). În plus, extinderea investițiilor străine directe a condus la apariția unor companii cu modele de business și tehnologii inovative, care au început treptat să se difuzeze și la nivelul firmelor autohtone. Există totuși sectoare în care aceste șocuri de productivitate întârzie să se transmită. La nivelul industriei, este vorba în primul rând de industria alimentară și a băuturilor, unde dispersia ridicată la nivelul performanței companiilor împiedică avansul productivității agregate a acestei ramuri și erodează competitivitatea producătorilor locali, care nu reușesc să profite de creșterea semnificativă a consumului din ultimii ani.

În același timp, în spatele contribuțiilor descrescătoare ale dinamicii ocupării și capitalului se află obstacole structurale persistente. Acestea provin, pe de o parte, din diminuarea de la an la an a cheltuielilor de investiții publice și slaba absorbție și ineficienta utilizare a fondurilor europene, care au frânat acumulările de capital, iar pe de altă parte, dintr-o piață a muncii tot mai tensionată, în care majoritatea covârșitoare a șomerilor au niveluri medii sau reduse de pregătire, în disonanță cu nevoile celor mai mulți angajatori.

Descompunerea productivității muncii ajustate ciclic

În evaluarea factorilor care au determinat dinamica productivității muncii a fost utilizată o funcție de producție Cobb-Douglas cu randamente constante la scară, încorporând variabilele sub formă de trend pentru a elimina influențele ciclului economic. Sursa datelor folosite o constituie baza de date AMECO, iar trendurile au fost extrase cu ajutorul unui filtru Hodrick-Prescott univariat. Ponderele remunerării muncii, folosită ca *proxy* pentru elasticitatea producției în raport cu munca, a fost calibrată la 0,6 (vezi Caseta 4. Ponderea remunerării factorului muncă: nivel, tendință, determinanți, *Raport anual 2016*). Valoarea convențională în literatură pentru acest parametru este 0,65, utilizată și de CE pentru economiile europene (Havik *et al.*, 2014). Astfel, contribuțiile la dinamica productivității muncii au fost calculate pe baza următoarei forme a funcției de producție rescrise:

$$\ln \frac{Y}{L} = \ln TFP + \alpha \ln K + (-\alpha) \ln L$$

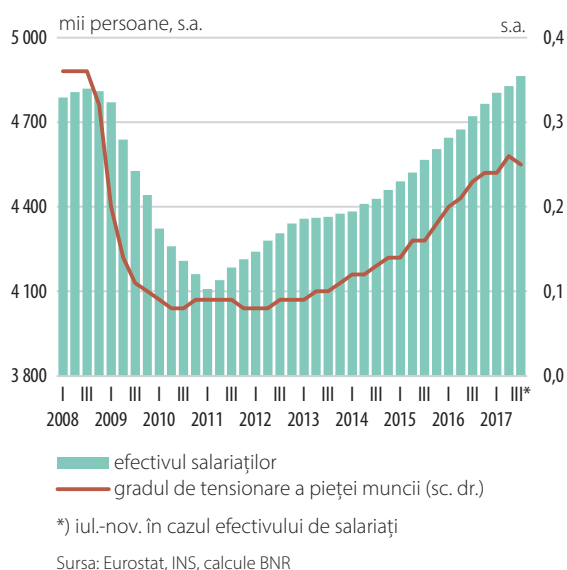
unde Y reprezintă trendul PIB, K trendul stocului net de capital din economie, L trendul populației ocupate, iar α elasticitatea producției la capital.

Evoluții pe piața muncii¹⁶

În perioada iulie-noiembrie 2017, efectivul salariaților din economie a continuat să avanseze până la maximum perioadei de după anul 2000, însă dinamica anuală s-a temperat semnificativ, aceasta restrângându-se până la 2,7 la sută (după circa doi ani în care s-a plasat la 3,4 la sută; Grafic 2.9). Evoluția a fost imprimată de sectorul privat și poate fi asociată dificultăților întâmpinate de companii în recrutarea de personal, indicatorul de necorelare a pregătirii candidaților ajungând în trimestrul III la cel mai ridicat nivel al seriei istorice. În mediul bugetar însă, au continuat angajările, cu precădere în sistemul public de sănătate și în administrația publică; totuși, este de așteptat ca tendința să nu persiste, proiectul de buget pentru anul 2018 încorporând o regulă de a ocupa 1 post la 2 locuri de muncă vacante începând cu 1 ianuarie 2018.

¹⁶ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

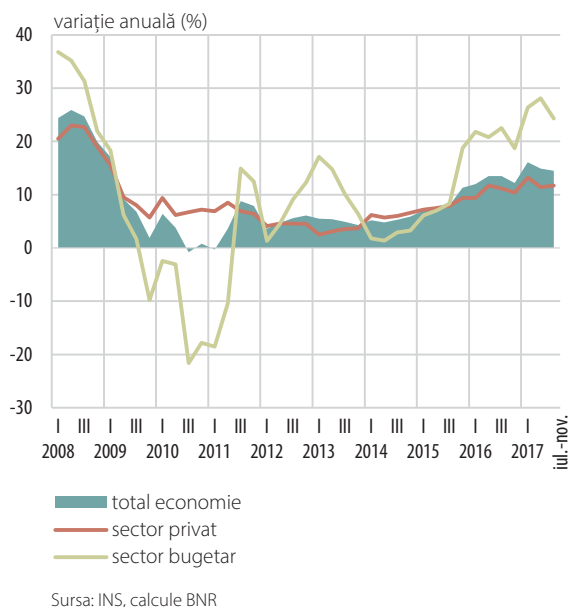
Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie și tensionarea condițiilor pe piața muncii



chirie” a avut rezultate foarte slabe, numai 110 șomeri (sub 0,01 la sută din totalul acestora) solicitând acest sprijin în primele patru luni de la lansare, iar numărul de persoane străine care pot fi admise pe piața muncii din România în anul 2018, deși suplimentat, este destul de redus (7 000 de persoane).

Simultan, o temperare a fost consemnată și la nivelul cererii de forță de muncă, rata locurilor de muncă vacante încetinind ușor în trimestrul III, preponderent ca urmare a diminuării numărului de posturi disponibile în administrația publică. Totodată, oferta excedentară a continuat să se restrângă pe ansamblul perioadei iulie-noiembrie 2017, ambii indicatori ai șomajului comprimându-se cu circa 0,1-0,3 puncte procentuale față de trimestrul II – rata șomajului înregistrat până la 4,1 la sută, iar rata BIM până la 4,9 la sută. În consecință, gradul de tensionare a condițiilor pe piața muncii a rămas accentuat, iar situația este de așteptat să persiste, dat fiind că intensificarea creșterii economice în zona euro are potențialul de a motiva alegerea românilor de a-și găsi un loc de muncă în afara țării, iar pe plan intern, progresele în sensul detensionării sunt mai degrabă restrânse – de exemplu, programul „Prima

Grafic 2.10. Câștigul salarial nominal brut



salariilor provenind din partea condițiilor tensionate pe piața muncii, majorarea salariului minim brut pe economie în luna februarie, dar și influența exercitată dinspre mediul bugetar (cu un ritm anual de 25 la sută) în cel privat, prin efectul de demonstrație.

Pentru finele anului 2017 și primul trimestru al anului 2018 se conturează semnale relativ optimiste privind evoluția numărului de angajați. Astfel, în construcții și industria prelucrătoare se anticipează stabilitatea ritmului recrutărilor conform Sondajului CE-DG ECFIN, în timp ce studiul Manpower indică cele mai ridicate niveluri ale optimismului angajatorilor din perioada postcriză. Pentru comerț și serviciile de piață, managerii participanți la sondaj anticipează o extindere a schemelor de personal, în timp ce rezultatele studiului Manpower sugerează mai curând un optimism moderat.

Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut s-a plasat la un nivel ridicat și în intervalul iulie-noiembrie 2017 (14,5 la sută), în ușoară temperare totuși față de trimestrul II, ca urmare a manifestării unui efect de bază în sectorul bugetar (Grafic 2.10). Evoluția reflectă presiunile asupra

Pentru începutul anului 2018, sentimentul dominant în mediul privat este unul de incertitudine, asociat modificărilor legislative privind transferul contribuțiilor datorate de angajatori în sarcina angajaților. Astfel, întrucât angajatorii nu pot fi obligați, din punct de vedere legal, să mențină nivelul actual al salariului net, sunt dificil de anticipat atât traiectoria acestuia, cât și cea a salariului brut – păstrarea aceluiași quantum al salariului net ar presupune o creștere cu circa 20 la sută a indemnizației brute (calculul încorporează diminuarea impozitului pe venit de la 16 la 10 la sută). Incertitudinea nu vizează însă și angajații încadrați la nivelul salariului minim, acesta fiind majorat începând cu 1 ianuarie 2018 cu 31 la sută, până la 1 900 lei. În sectorul bugetar, majorările salariului brut prevăzute de Legea salarizării unitare¹⁷ acoperă creșterea implicată de transferul contribuțiilor sociale în sarcina angajaților, permițând chiar un salariu net superior.

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

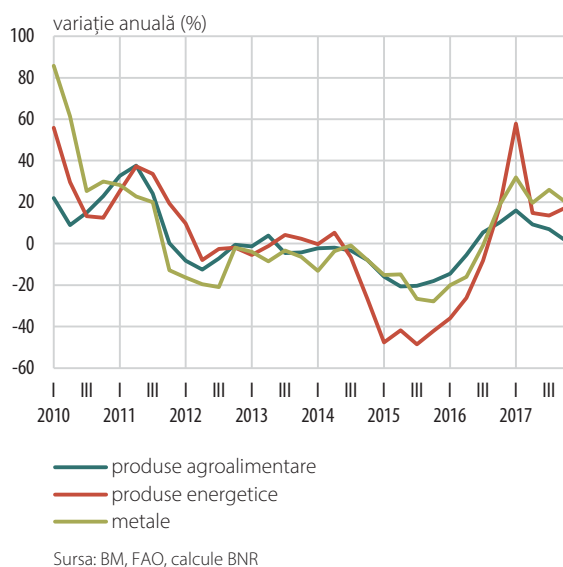
Majorarea peste așteptări a cotațiilor țigăiiului la finele anului 2017, dar și menținerea unui ritm robust de creștere în cazul prețului metalelor au condus la înregistrarea celei mai ridicate rate anuale de creștere a prețurilor producției industriale pe piața internă din ultimii patru ani (3,9 la sută în luna noiembrie). Totodată, dinamica anuală a prețurilor bunurilor de consum s-a menținut înaltă, influența atenuării costurilor cu unele materii prime agroalimentare fiind anulată de presiunile acumulate la nivelul altor categorii de costuri (forță de muncă, energie, transport) și de cele exercitate de accentuarea excesului de cerere agregată din economie.

2.1. Prețurile de import

Cotațiile materiilor prime au urmat traiectorii divergente în ultima parte a anului 2017, ulterior temperării de ritm din trimestrele II și III (Grafic 2.11). Prețurile bunurilor energetice au crescut peste așteptări (17,4 la sută în termeni anuali, comparativ cu 13,6 la sută în trimestrul III), în principal pe seama redresării cererii la nivel mondial. Începând cu a doua jumătate a anului, cotația petrolului Brent s-a plasat pe un trend pronunțat ascendent, urcând până la aproape 67 USD/baril la sfârșitul lunii decembrie, semnificativ peste nivelul de 55 USD/baril în jurul căruia piețele anticipau evoluția cotației pe termen mediu. Dincolo de dinamizarea cererii la nivel mondial, o influență în acest sens a revenit deciziei membrilor OPEC și a altor țări producătoare de a extinde până la finele anului 2018 acordul de plafonare a ofertei. Evoluția cotației petrolului s-a reflectat și la nivelul prețului internațional al gazului (ritm anual de 27 la sută în trimestrul IV), transmisia cu un oarecare decalaj între prețurile celor două produse sugerând menținerea traiectoriei ascendente a cotației gazelor în următoarele luni.

¹⁷ Majorare de 25 la sută în ianuarie pentru toți angajații, la care se adaugă: 20 la sută pentru personalul din învățământ în martie, urmată de o creștere etapizată a salariilor până în anul 2022 pentru fiecare categorie de salariați, cu excepția medicilor și a asistenților medicali, în cazul cărora majorarea se va face într-o singură etapă, în luna martie 2018.

Grafic 2.11. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Prețurile metalelor și-au păstrat ritmurile consistente de creștere în ultimul trimestru al anului 2017 (circa 20,0 la sută, similar mediei aferente întregului an), într-un context general caracterizat de restrângerea ofertei și consolidarea cererii. Pe parcursul anului s-a observat însă o volatilitate ridicată a cotațiilor, cu fluctuații ale dinamicii anuale situate în intervalul 14-35 la sută, reflectând semnale mixte provenite atât pe latura cererii (redresarea activității economice globale, cu toate că la nivelul industriei metalurgice din China sunt anticipate restrângeri de producție), dar mai ales a ofertei (închiderea unor puncte de exploatare în China, în contextul întăririi normelor de mediu, contrabalansată de redeschiderea unor mine anterior nerentabile).

Pe fondul unei recolte favorabile la nivel mondial, tendința descendentă a cotațiilor a continuat

pe segmentul alimentar, indicele agregat FAO atenuându-și ritmul anual până la 1,5 la sută (-5,5 puncte procentuale comparativ cu trimestrul III). Cerealele și semințele oleaginoase au consemnat noi scăderi de preț în termeni anuali, în linie cu producția record înregistrată pe plan global (potrivit datelor USDA, pentru anul 2017 este estimată o creștere cu circa 15 la sută față de media pe termen lung în cazul porumbului și al semințelor oleaginoase, respectiv cu 7 la sută în cazul grâului). Dinamicile anuale ale prețului zahărului au persistat în teritoriul negativ, în timp ce cotațiile pentru produsele lactate și carne au crescut cu 7 la sută în termeni anuali, într-un ritm mai moderat comparativ cu prima parte a anului, ca urmare a unui raport mai echilibrat între cerere și ofertă.

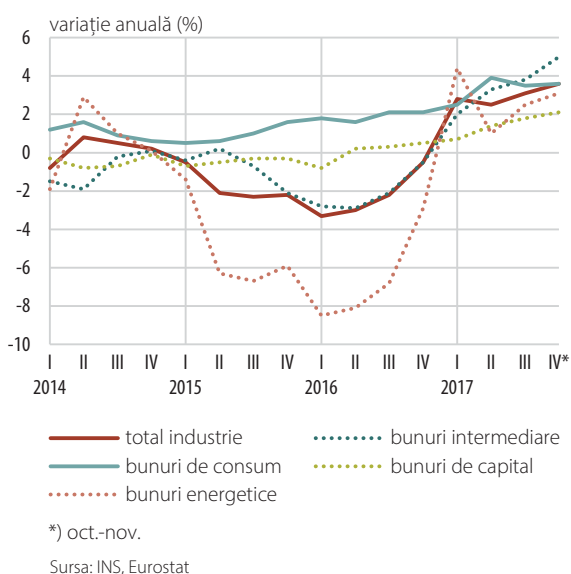
Rata de creștere a valorii unitare a importurilor s-a menținut pozitivă în trimestrul III 2017 (1,7 la sută), în atenuare totuși față de prima jumătate a anului (-1,7 puncte procentuale). Totuși, influența temperării prețurilor externe asupra inflației importate a fost parțial contracarată de tendința de depreciere a monedei naționale în raport cu euro.

Cele mai ample presiuni au continuat să fie exercitate de metalele comune (al căror IVU a urcat la 106,7 la sută) și mai ales de produsele minerale (pentru care IVU s-a situat la 114,4 la sută), în acest ultim caz fiind foarte probabile valori chiar mai ridicate spre finalul anului. În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, s-a observat o tendință generalizată de decelerare a IVU pe segmentul alimentar, în asociere cu rezultatele agricole favorabile, în timp ce la nivelul componentei non-alimentare evoluțiile au fost mixte: în cazul semidurabilelor IVU s-a menținut supraunitar (circa 103,0 la sută), iar în cazul automobilelor a continuat să scadă (99,0 la sută), evoluția reflectând preferința consumatorilor pentru mașini rulate din import, ulterior eliminării timbrului de mediu la începutul acestui an.

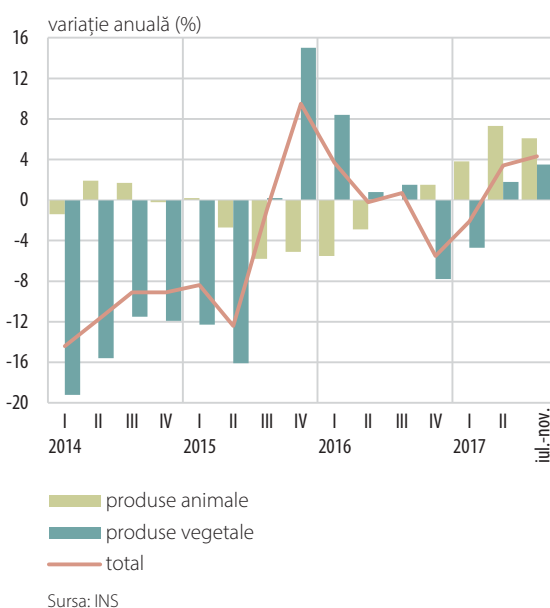
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada octombrie-noiembrie 2017, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a accelerat cu 0,5 puncte procentuale comparativ cu trimestrul III, până la 3,6 la sută, în strânsă corelație cu majorarea cotațiilor internaționale ale produselor energetice și ale metalelor observată pe parcursul anului (Grafic 2.12). Astfel, variația anuală a prețurilor de producție a bunurilor intermediare a atins 5,0 la sută (+1,2 puncte procentuale), iar cea aferentă segmentului energetic 3,1 la sută (+0,6 puncte procentuale).

Grafic 2.12. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Grafic 2.13. Prețurile producției agricole



La nivelul bunurilor de consum, dinamica anuală a prețurilor de producție s-a menținut ridicată, oscilând în ultimele luni în jurul a 3,5 la sută. Traectoria a fost imprimată de evoluțiile din industria alimentară, unde în perioada recentă s-au remarcat influențe mixte: tendința descendentă a cotațiilor internaționale pentru produsele agroalimentare a acționat în sensul încetirii ritmului de creștere a prețurilor, însă, având în vedere presiunile acumulate la nivelul celorlalte costuri de producție (energie, salarii, transport), dar și excesul de cerere din economie, este incert dacă sau în ce măsură producătorii vor transfera aceste temperări în prețuri.

În intervalul iulie-noiembrie 2017, rata anuală de creștere a prețurilor producției agricole pe piața internă s-a majorat până la 4,3 la sută (față de 3,4 la sută în trimestrul II; Grafic 2.13). Evoluția componentei vegetale a fost determinantă în acest sens, majoritatea sortimentelor consemnând accelerări de ritm (în cazul porumbului și al semințelor de floarea-soarelui dinamica anuală a rămas totuși negativă). Tendința este probabil tranzitorie, având în vedere producția agricolă record înregistrată la nivel autohton și corelația accentuată a prețurilor interne cu cele externe. Pe segmentul produselor de origine animală a avut loc o diminuare a ratei de creștere (de la 7,3 la sută la 6,1 la sută), indusă de temperarea

semnificativă consemnată pe segmentul produselor din carne de porc, spre finele intervalului observându-se însă o atenuare și în cazul laptelui.

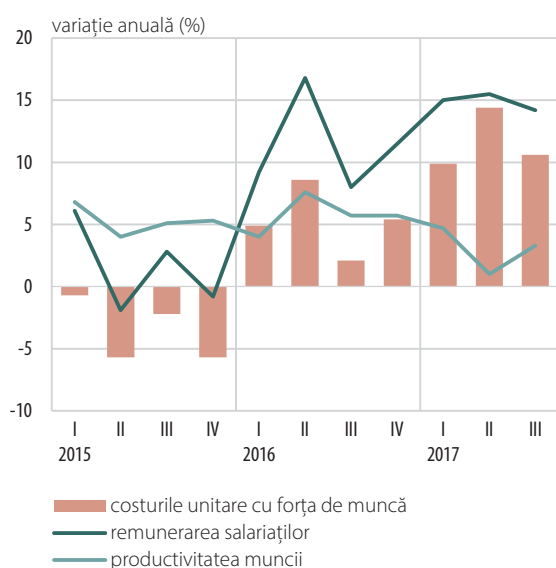
Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a restrâns în trimestrul III 2017, până la 10,6 la sută (-3,8 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent), ca rezultat al unor câștiguri de productivitate (Grafic 2.14). Totuși, valoarea indicatorului este în continuare consistentă, indicând persistența presiunilor exercitate pe acest canal asupra costurilor de producție, iar

manifestarea acestora, concomitent cu estomparea spațiului de compensare oferit de celelalte costuri ale companiilor (materii prime, transport, utilități), își face deja simțită prezența la nivelul prețurilor de consum.

Totodată, ritmul anual al costurilor salariale unitare din industrie a continuat să se diminueze comparativ cu începutul anului, ajungând la 4,3 la sută în intervalul iulie-noiembrie. În structură, creșterea costurilor salariale rămâne acoperită de cea a productivității în industria echipamentelor electrice și cea a mașinilor și utilajelor, reflectând investițiile realizate în aceste domenii în ultimii doi ani. În schimb, în industriile producătoare de bunuri de consum, dar și în fabricarea materialelor de construcții presiunile din partea remunerării sunt dominante, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare rămânând la valori de două cifre (în jurul a 15 la sută).

Grafic 2.14. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: Eurostat, INS

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În luna noiembrie 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis o nouă îngustare cu $\pm 0,25$ puncte procentuale a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente, până la amplitudinea standard de ± 1 punct procentual, precum și gestionarea fermă a lichidității din sistemul bancar, pentru ca în ianuarie 2018 să decidă majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,00 la sută, de la 1,75 la sută. Ratele RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelul de 8,0 la sută. Continuarea ajustării conduitei politicii monetare a urmărit asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de timp mai îndepărtat.

Deciziile din luna noiembrie au fost adoptate în condițiile în care inflația s-a accelerat peste așteptări în trimestrul III¹⁸, inclusiv pe seama comportamentului similar al inflației de bază, iar noua prognoză pe termen mediu a BNR a evidențiat probabila creștere și menținere a ratei anuale a inflației în primele trimestre din 2018 deasupra limitei de sus a intervalului de variație al țintei staționare și peste valorile anticipate anterior, urmate de revenirea și cantonarea ei în jumătatea superioară a intervalului până la finele orizontului proiecției¹⁹. Noua configurație a traiectoriei prognozate a ratei anuale a inflației reflecta relativa creștere temporară a impactului anticipat a fi exercitat de factorii pe partea ofertei²⁰ – ce se suprapunea, la începutul anului 2018, efectelor de bază asociate reducerilor/eliminărilor anterioare de impozite indirecte și taxe²¹ –, precum și perspectiva majorării progresive a presiunilor inflaționiste decurgând din poziția ciclică a economiei, costurile salariale și trendul ascendent al anticipațiilor inflaționiste. Pe termen scurt, excedentul de cerere agregată era așteptat

¹⁸ În luna septembrie, rata anuală a inflației a urcat la 1,77 la sută, de la 1,15 la sută în august, reintrând mai mult decât se anticipase în interiorul intervalului de variație al țintei staționare.

¹⁹ Potrivit noii proiecții, rata anuală a inflației era așteptată să atingă la finele anului 2017 valoarea de 2,7 la sută (1,9 la sută în proiecția anterioară publicată în *Raportul asupra inflației* din august 2017), să salte în trimestrele I-III 2018 peste limita de sus a intervalului țintei staționare și să coboare la 3,2 la sută la finele lui 2018 (nivel identic celui anticipat anterior) și la 3,1 la sută la finalul orizontului proiecției (3,5 la sută în proiecția din august 2017).

²⁰ Cele mai importante influențe decurgeau din creșterea accizei la combustibili, conjugată cu un nivel anticipat mai ridicat al prețului internațional al petrolului, și din probabila majorare mai amplă a unor prețuri administrate și a prețului produselor din tutun. Efectele inflaționiste anticipate a fi exercitate de acestea erau în foarte mică măsură compensate de influențele ușoarei revizuirii în sens descendent a ritmului prognozat de creștere a prețurilor LFO, în contextul unui an agricol bun pe plan intern și la nivel global.

²¹ Reducerea la 19 la sută a cotei standard a TVA și eliminarea supraaccizei la combustibili începând cu 1 ianuarie 2017, precum și continuarea scăderii tarifelor polițelor RCA și eliminarea taxelor nefiscale în februarie 2017.

să se amplifice mai mult decât se prognozase anterior²², date fiind continuarea accelerării creșterii economice în trimestrul II 2017, contrar previziunilor, precum și relativa majorare a dinamicilor PIB anticipate pentru semestrul II 2017 și anul 2018, în condițiile probabilei prelungiri a caracterului expansionist al politicii fiscale și al celei de venituri, ale persistenței condițiilor monetare acomodative și ale unei creșteri economice mai robuste pe termen scurt în zona euro/UE; la jumătatea anului 2019, *gap*-ul pozitiv al PIB era așteptat să revină însă pe o pantă lent descrescătoare și să coboare marginal sub valorile previzionate anterior²³. Alte argumente ale deciziilor le-au constituit riscul creșterii peste așteptări a gradului de prociclicitate a politicii fiscale și a celei de venituri în 2018 sau cel de accentuare a caracterului suboptim al structurii cheltuielilor bugetare, în ipoteza în care deficitul fiscal ar fi fost limitat totuși la 3 la sută din PIB, dar pe seama continuării diminuării cheltuielilor pentru investiții, cu implicații adverse asupra potențialului de creștere a economiei românești pe termen mediu, dar și a echilibrului extern.

Potrivit datelor statistice apărute ulterior, rata anuală a inflației a continuat să crească în salturi și semnificativ peste așteptări în primele două luni ale trimestrului IV 2017, urcând la 3,23 la sută în noiembrie²⁴ – la mică distanță de limita de sus a intervalului de variație al țintei staționare –, atât ca efect al factorilor pe partea ofertei²⁵, cât și ca urmare a acțiunii celor fundamentali²⁶. Datele au evidențiat și continuarea accelerării peste așteptări a expansiunii economice în trimestrul III – a patra consecutivă și cea mai semnificativă (la 8,8 la sută, de la 6,1 la sută în trimestrul II) – implicând o nouă probabilă majorare sensibil mai amplă decât se anticipase a excedentului de cerere agregată, atenuată de creșterea temporară a PIB potențial sub impactul șocului pozitiv pe partea ofertei generat de anul agricol de excepție. Consumul privat și-a consolidat contribuția majoritară la creșterea economică, un aport pozitiv semnificativ având formarea brută de capital fix, pentru prima oară în ultimele șase trimestre; în schimb, exportul net și-a amplificat contribuția negativă la dinamica anuală a PIB, în condițiile unei majorări a ecartului nefavorabil dintre dinamica anuală a exporturilor și cea a importurilor²⁷. Totodată, în contextul prelungirii tendinței de încordare a pieței muncii – doar temporar întreruptă în trimestrul III –, variația anuală a salariului mediu brut nominal și cea a costului orar total cu forța de muncă au continuat să consemneze în perioada iulie-septembrie 2017 valori de două cifre, deosebit de înalte din perspectivă istorică, dar și în comparație cu anul 2016²⁸.

²² Traectoria previzionată a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat era totuși mai coborâtă decât cea evidențiată în proiecția precedentă, dată fiind scăderea gradului de senzitivitate a acesteia față de acțiunea factorilor fundamentali, complementar reevaluării crescătoare a rolului prețurilor importurilor.

²³ Inclusiv ca efect al ajustării ascendente a dinamicii PIB potențial.

²⁴ De la 2,63 la sută în octombrie și 1,77 la sută în septembrie 2017.

²⁵ Cele mai importante contribuții au fost aduse de prețurile administrate, în contextul creșterii tarifului energiei electrice, precum și de prețul combustibililor, afectat de mărirea accizei la carburanți și a cotațiilor petrolului; influențe mai reduse au decurs din evoluția prețurilor LFO și din cea a prețurilor produselor din tutun.

²⁶ Rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat și-a accelerat la rândul ei creșterea, inclusiv față de previziuni, atingând în noiembrie 2017 nivelul de 2,33 la sută (1,82 la sută în septembrie).

²⁷ Pe acest fond, soldul negativ al balanței bunurilor și serviciilor s-a cvasitriplat față de aceeași perioadă a anului anterior, atingând vârful ultimelor 19 trimestre.

²⁸ La rândul ei, variația anuală a costurilor salariale unitare din industrie a crescut în trimestrul III (după trei trimestre de scădere graduală), pe fondul temperării avansului productivității muncii, pentru ca în luna octombrie să înregistreze o nouă ajustare descendentă, relativ amplă.

În același timp, creditul acordat sectorului privat și-a încetinit doar ușor creșterea anuală nominală în primele două luni ale trimestrului IV 2017 față de vârful atins în septembrie (6,7, respectiv 6,8 la sută, față de 7,3 la sută²⁹). În termeni reali, scăderea de ritm a fost, totuși, mai pronunțată, dată fiind creșterea ratei anuale a inflației. Avansul robust al creditului a continuat să se datoreze cvasiintegral componentei în lei (16,3 la sută în perioada analizată, nivel apropiat celui din trimestrul III³⁰), a cărei pondere în total s-a majorat la 61,8 la sută. Din perspectiva principalelor categorii de clienți, evoluțiile s-au corelat parțial cu rezultatele ediției din noiembrie 2017 a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, care anticipau pentru trimestrul IV 2017 continuarea creșterii cererii de credite a societăților nefinanciare și a celei de împrumuturi pentru locuințe, concomitent cu stagnarea cererii de împrumuturi pentru consum (asociată probabil și relativei înăspriri recente și anticipate a standardelor de creditare specifice). Astfel, rata anuală de creștere a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare a rămas neschimbată în perioada analizată (5,0 la sută)³¹, în timp ce variația anuală a împrumuturilor populației s-a majorat ușor, exclusiv pe seama creditelor pentru locuințe.

Masa monetară și-a majorat dinamica anuală nominală (13,1 la sută, față de 11,5 la sută în trimestrul III), în timp ce, în termeni reali, aceasta a rămas constantă (9,9 la sută). Evoluția nu a fost uniformă, accelerarea creșterii în octombrie³², în contextul efectuării plăților în contul fondurilor europene către beneficiarii din sectorul agricol, fiind succedată în luna următoare de o pierdere de ritm, inclusiv pe fondul achitării de către unii agenți economici a obligațiilor în contul dividendului suplimentar³³. Mișcarea ascendentă s-a datorat dinamizării depozitelor la termen sub doi ani ale persoanelor juridice – reflectând inclusiv elasticitatea lor mai ridicată față de ratele dobânzilor specifice, la rândul lor mai senzitive la mișcarea cotațiilor pe piața interbancară –, în timp ce masa monetară în sens restrâns a înregistrat o temperare de ritm.

Evaluările realizate în acest context au relevat perspectiva creșterii ratei anuale a inflației în lunile următoare la valori semnificativ mai înalte decât cele evidențiate în prognoza pe termen mediu din noiembrie 2017, implicit mult peste limita de sus a intervalului țintei staționare, sub impactul presiunilor în creștere ale factorilor pe partea ofertei³⁴, dar și ale celor fundamentali, evoluție de natură să inducă riscul dezancorării anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai lung de timp. Evaluările au indicat totodată o dinamică sensibil mai alertă a creșterii economice decât cea anticipată anterior pentru trimestrele IV 2017 și I 2018 – chiar dacă în încetinire față de perioada anterioară –, implicând o probabilă majorare mai amplă a *gap*-ului pozitiv al PIB și a presiunilor sale inflaționiste și în acest interval. Riscuri în sens ascendent la adresa celei mai recente proiecții pe termen mediu a inflației decurgeau și din

²⁹ Cea mai mare valoare din iunie 2012 până în prezent.

³⁰ În termeni reali, dinamica medie s-a redus de la 14,7 la sută la 13,0 la sută.

³¹ În termeni reali aceasta s-a diminuat însă de la 3,5 la sută la 2,0 la sută.

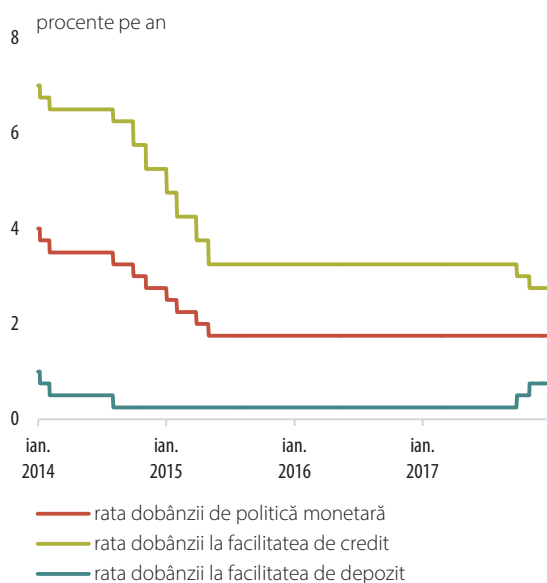
³² La 13,6 la sută, maximul perioadei post-martie 2009.

³³ Conform prevederilor Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 29 din 30.03.2017 pentru modificarea art. 1 alin. (1) lit. g) din Ordonanța Guvernului nr. 64/2001 privind repartizarea profitului la societățile naționale, companiile naționale și societățile comerciale cu capital integral sau majoritar de stat, precum și la regiile autonome și pentru modificarea art. 1 alin. (2) și (3) din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 109/2011 privind guvernarea corporativă a întreprinderilor publice.

³⁴ Evoluția prețului combustibililor, în condițiile relativei măriti a cotațiilor petrolului, recenta scumpire a ouălor și a produselor din tutun, precum și dinamica relativ mai înaltă a prețurilor administrate.

posibila creștere peste așteptări a gradului de prociclicitate a politicii fiscale și a celei de venituri în 2018 sau dintr-o eventuală înrăutățire cronică a structurii cheltuielilor bugetare³⁵, de natură să prejudicieze potențialul de creștere a economiei și să conducă la valori mai ridicate ale *gap*-ului pozitiv al PIB pe termen mediu, dar și ale deficitului de cont curent.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



În aceste condiții, în ședința din 8 ianuarie 2018, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,00 la sută, de la nivelul de 1,75 la sută, majorarea la 1,00 la sută a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit, de la 0,75 la sută, și creșterea ratei dobânzii aferente facilității de creditare la 3,00 la sută, de la 2,75 la sută (Grafic 3.1).

Condițiile monetare și-au atenuat ușor caracterul acomodativ în ultimul trimestru al anului 2017, în condițiile creșterii semnificative a cotațiilor ROBOR pe termen mai lung. Translatarea acestei mișcări asupra ratelor dobânzilor la creditele noi și la depozitele noi la termen în lunile octombrie și noiembrie a fost relativ lentă, mai cu seamă pe segmentul populației, iar moneda națională s-a apreciat în termeni reali față de principalele monede pe ansamblul intervalului, în pofida tendinței de

deprecieri nominală pe care a continuat să o manifeste față de euro de-a lungul celei mai mari părți a acestuia. În contextul persistenței unui deficit net de lichiditate pe piața monetară, ca efect al accentuării volatilității factorilor autonomi, banca centrală a furnizat lichiditate pe parcursul trimestrului prin intermediul operațiunilor *repo 1W* cu alocare integrală. Acestea au fost stopate însă spre finalul anului, dată fiind reapariția unui excedent net substanțial de rezerve în sistemul bancar, ca urmare a injecțiilor de lichiditate antrenate de relaxarea amplă a execuției bugetare; pe acest fond, instituțiile de credit au reînceput să apeleze tot mai consistent la facilitatea de depozit a băncii centrale, iar cotațiile ROBOR pe termen lung au tins să scadă ușor.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul IV 2017, piața financiară autohtonă s-a caracterizat printr-o creștere mai pronunțată a randamentului mediu al pieței monetare interbancare, dar și printr-o continuare a majorării cursului de schimb mediu leu/euro. Creditul acordat sectorului privat și-a încetinit avansul în termeni anuali în perioada septembrie-noiembrie 2017, în timp ce creșterea lichidității din economie s-a accelerat, pe seama plăților în contul fondurilor europene.

³⁵ Printr-o potențială reducere spre valori critice a investițiilor publice în favoarea susținerii consumului.

2.1. Ratele dobânzilor

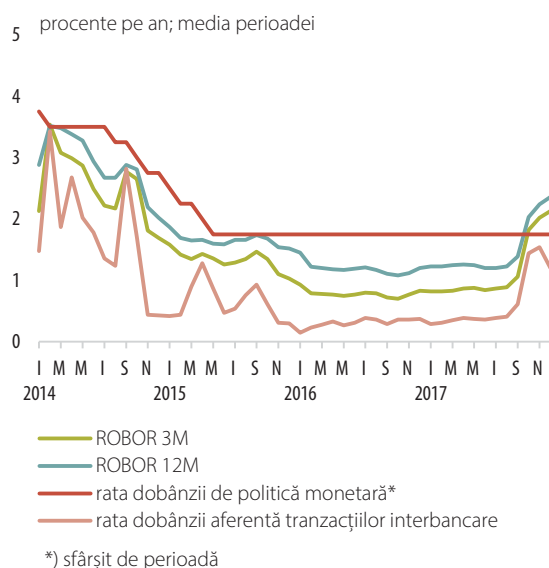
După ajustarea crescătoare de la finele trimestrului III, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a tins să se mențină în primele două luni ale trimestrului IV în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, pentru ca în decembrie să coboare în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de depozit; media sa trimestrială s-a majorat sensibil față de cea din intervalul iulie-septembrie (+0,93 puncte procentuale), ajungând la 1,40 la sută.

Aceste evoluții au reflectat influențele conjugate ce au decurs din schimbările ample suferite de condițiile lichidității în intervalul septembrie-decembrie, precum și din măsurile băncii centrale vizând gestionarea lichidității din sistemul bancar și restrângerea – în doi pași de câte $\pm 0,25$ puncte procentuale – a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente, până la amplitudinea standard de ± 1 punct procentual. Astfel, re poziționarea randamentelor ON în apropierea ratei dobânzii de politică monetară s-a produs în condițiile în care tendința de restrângere accentuată a excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar, amorsată în a doua parte a trimestrului anterior sub acțiunea simultană a principalilor factori autonomi ai lichidității, s-a prelungit de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului IV, determinând formarea și amplificarea ulterioară a unui deficit net de lichiditate pe piața monetară. În acest context, BNR a reluat în octombrie și a continuat în lunile următoare furnizarea de lichiditate prin intermediul operațiunilor *repo 1W* efectuate prin licitație la rată fixă a dobânzii și alocare integrală³⁶. Spre finele trimestrului, aceste operațiuni au fost însă stopate, dată fiind reapariția unui amplu excedent net

de rezerve, sub impactul injecțiilor de lichiditate decurgând din creșterea substanțială a cheltuielilor bugetare în ultima lună a anului, având ca efect coborârea și menținerea ulterioară a ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt în apropierea limitei inferioare a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente.

Cotațiile zilnice pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară (ROBOR 3M-12M) au receptat la rândul lor cu intensitate influența schimbării radicale a condițiilor lichidității din sistemul bancar, ajungând în debutul lunii octombrie în apropierea ratei dobânzii de politică monetară (Grafic 3.2). Ele au continuat să crească ulterior, dar mai lent, cel mai probabil ca efect al: (i) așteptărilor instituțiilor de credit privind prelungirea în perioada imediat următoare a caracterului mai restrictiv al condițiilor lichidității;

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR

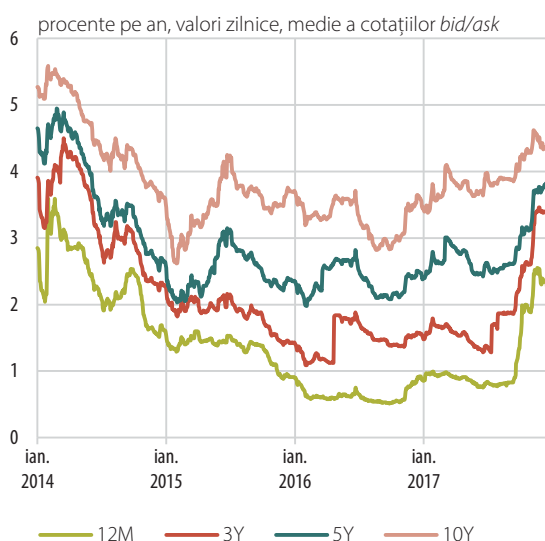


³⁶ Pe ansamblul trimestrului IV, BNR a organizat 10 astfel de licitații, instituțiile de credit depunând oferte la 8 dintre acestea. Stocul mediu lunar al operațiunilor a fost de 3,5 miliarde lei în octombrie, 3 miliarde lei în noiembrie și 3,2 miliarde lei în decembrie.

(ii) deciziilor de politică monetară ale BNR³⁷ și al (iii) anticipațiilor privind continuarea ajustării în perspectivă apropiată a conduitei politicii monetare³⁸. Creșterea cotațiilor s-a accelerat temporar la jumătatea lunii noiembrie, pe fondul amplificării deficitului net de lichiditate din sistemul bancar sub acțiunea factorilor autonomi, dar și al sporirii temporare a incertitudinii privind situația curentă/de perspectivă a lichidității. În ultima lună a trimestrului, cotațiile au consemnat însă o ușoară ajustare descendentă, receptând, mai semnificativ în cazul scadențelor scurte, influența relaxării condițiilor lichidității sub impactul reluării și amplificării injecțiilor de lichiditate ale Trezoreriei. Ca urmare a acestor evoluții, media din luna decembrie a ratei ROBOR 3M s-a majorat cu 1,07 puncte procentuale față de cea consemnată în ultima lună a trimestrului III (la 2,13 la sută), iar mediile aferente termenelor de 6 luni și 12 luni au crescut cu 1,09 și cu 0,97 puncte procentuale, ajungând la 2,31 la sută, respectiv 2,36 la sută.

La rândul lor, randamentele titlurilor de stat și-au prelungit în prima jumătate a lunii octombrie creșterea amorsată spre finele trimestrului III și s-au menținut relativ neschimbate până în a doua decadă a lunii noiembrie, când au consemnat de asemenea un salt, atingând valori maxime ale ultimilor trei ani și jumătate³⁹

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



(Grafic 3.3). Randamentele pe termen lung (10 ani) s-au înscris însă în scurt timp pe o tendință descendentă, care s-a consolidat în ultima lună a trimestrului⁴⁰, pe fondul resuscitării interesului investitorilor pentru aceste plasamente. Începând din debutul lunii decembrie, ajustarea descendentă a devenit manifestă și la nivelul celorlalte maturități, îndeosebi în cazul segmentului scurt al curbei (6-12 luni), care a receptat mai pregnant influența modificării curente/anticipate a condițiilor lichidității⁴¹. Ca urmare a acestor evoluții, mediile lunare din decembrie ale cotațiilor de referință de pe piața secundară⁴² au crescut față de cele din ultima lună a trimestrului anterior cu până la 1,50 puncte procentuale pe scadențele de 6 și 12 luni (la 2,14 la sută, respectiv 2,34 la sută) și cu 1,10 puncte procentuale, respectiv 0,50 puncte procentuale pe maturitățile de 5 și 10 ani (la 3,76 la sută, respectiv 4,37 la sută).

³⁷ Îngustarea amplitudinii coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară.

³⁸ În condițiile în care datele statistice privind atât rata inflației aferentă lunii octombrie, cât și creșterea economică din trimestrul III, publicate în noiembrie, au depășit semnificativ așteptările pieței.

³⁹ Mișcarea cotațiilor pe termen lung s-a corelat doar în octombrie cu cea a randamentelor similare din economiile dezvoltate și din statele din regiune, care au tins să crească lent în acest interval, pentru ca în noiembrie să se mențină în general constante.

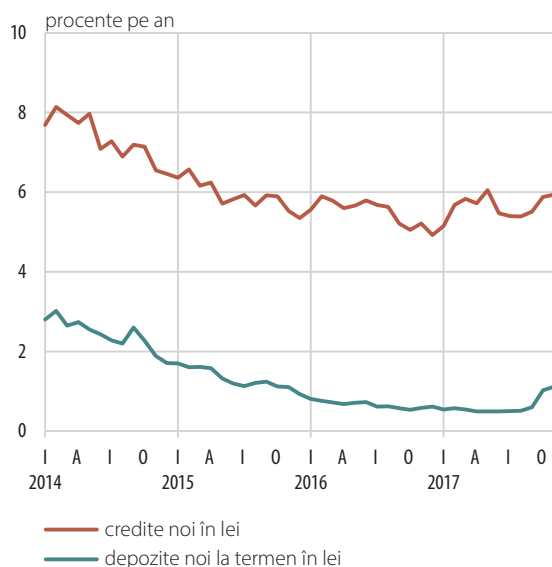
⁴⁰ În corelație și cu mișcarea randamentelor similare din economiile din regiune.

⁴¹ Randamentele pe maturitatea de 5 ani au continuat în schimb să se majoreze ușor în decembrie.

⁴² Medii ale cotațiilor bid-ask.

Pe segmentul primar al pieței⁴³, randamentele solicitate în cadrul licitațiilor efectuate în decembrie au consemnat majorări importante în raport cu cele de la finele trimestrului anterior în cazul scadențelor scurte (până la 1,60 puncte procentuale pe maturitățile de 1 an⁴⁴ și 3 ani) și de mai mică amplitudine în cazul maturităților reziduale de 5 și 10 ani (+1,10 puncte procentuale, respectiv +0,70 puncte procentuale), inclusiv în contextul unei noi scăderi a interesului investitorilor pentru titlurile de stat; ea nu a fost însă uniformă, în condițiile în care declinul din octombrie

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



(când raportul mediu cerere/ofertă a fost subunitar, iar MFP a respins integral ofertele instituțiilor de credit) a fost succedat de o relativă revigorare în lunile următoare⁴⁵, ilustrată de majorarea graduală atât a raportului mediu cerere/ofertă, cât și a ponderii volumului emisiunilor în valoarea anunțată.

Pe ansamblul perioadei septembrie-noiembrie 2017, ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la creditele noi și depozitele noi la termen ale clienților nebankari s-au majorat (+0,55 puncte procentuale, până la 5,94 la sută, respectiv +0,60 puncte procentuale, până la 1,11 la sută), acestea receptând – deocamdată parțial, mai cu seamă pe segmentul populației – creșterea înregistrată de cotațiile relevante ale pieței monetare interbancare (Grafic 3.4). Astfel, în cazul creditelor noi acordate societăților nefinanciare, rata medie a dobânzii a urcat cu 0,91 puncte procentuale (până la 4,69 la sută), pe

seama ambelor categorii de împrumuturi (sub și peste echivalentul a 1 milion de euro). În cazul creditelor populației, majorarea a fost de 0,41 puncte procentuale (până la 7,04 la sută), ea regăsindu-se de asemenea la nivelul ambelor categorii principale de împrumuturi (pentru consum și pentru locuințe). În același timp, randamentul mediu al depozitelor noi la termen a urcat doar marginal pe segmentul populației (+0,03 puncte procentuale, până la 0,77 la sută), în timp ce pe segmentul societăților nefinanciare – mai sensibil la modificările cotațiilor dobânzii interbancare – acesta s-a majorat cu 0,87 puncte procentuale (până la 1,27 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

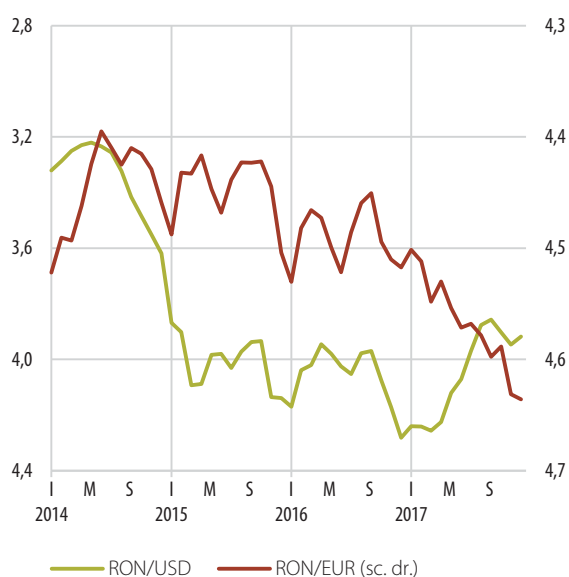
Cursul de schimb leu/euro și-a accentuat în trimestrul IV trendul general ascendent, decoreându-se astfel în bună măsură de traiectoria urmată de ratele de schimb ale principalelor monede din regiune, în principal ca urmare a evoluțiilor unor fundamente economice interne și a impactului exercitat de acestea asupra percepției de risc a investitorilor financiari (Grafic 3.5).

⁴³ În data de 11 octombrie, MFP a emis pe piața externă obligațiuni în valoare de 1 miliard de euro prin redeschiderea unei serii scadente în 2027.

⁴⁴ Ultima licitație pe maturitatea de 1 an din trimestrul III s-a desfășurat în august.

⁴⁵ Localizată cu predilecție la nivelul titlurilor pe termen lung (10 ani).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Astfel, după o nouă corecție descendentă parțială suferită în debutul trimestrului⁴⁶, raportul leu/euro și-a reluat la finele primei decade a lunii octombrie mersul lent crescător, în contextul relativei intensificări a ritmului de deteriorare a balanței comerciale și a contului curent, în conjuncție cu atitudinea pronunțat prociclică a politicii fiscale și a celei de venituri, precum și al înrăutățirii pe acest fond a sentimentului investitorilor față de economia și piața financiară locală⁴⁷. Evoluția a contrastat cu tendința generală de scădere manifestată în această perioadă de ratele de schimb ale principalelor monede din regiune, ca urmare a consolidării și a confirmării mai apoi a așteptărilor pieței privind relativa extindere de către BCE a duratei programului de cumpărări de active financiare, concomitent cu reducerea mai amplă a volumului lor lunar, dar și a îmbunătățirii de către FMI a estimărilor privind creșterea economiei globale în 2017/2018.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

| | milioane euro | | | | | |
|---------------------------------|---------------------------|----------------------------|--------|---------------------------|----------------------------|--------|
| | 11 luni 2016 | | | 11 luni 2017 | | |
| | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net |
| Contul financiar | 5 962 | 3 232 | 2 731 | 3 443 | 6 227 | -2 785 |
| Investiții directe | 988 | 4 622 | -3 630 | -179 | 4 188 | -4 369 |
| Investiții de portofoliu | 313 | 901 | -593 | 585 | 3 081 | -2 494 |
| Derivate financiare | x | x | 45 | x | x | -58 |
| Alte investiții | 2 267 | -2 292 | 4 558 | 3 232 | -1 043 | 4 275 |
| – numerar și depozite | 2 017 | -2 169 | 4 187 | 2 394 | -891 | 3 288 |
| – împrumuturi | 78 | -1 208 | 1 283 | 54 | -1 179 | 1 236 |
| – altele | 172 | 1 085 | -912 | 784 | 1 027 | -249 |
| Active de rezervă ale BNR (net) | 2 350 | 0 | 2 350 | -137 | 0 | -137 |

*) „+” creștere/„-” scădere

Presiunile asupra cursului de schimb al leului s-au intensificat în noiembrie, în condițiile în care noile date statistice și informații apărute în acest interval, relevând: (i) continuarea creșterii deficitului extern⁴⁸; (ii) sporirea incertitudinilor circumscrise conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri și (iii) majorarea peste așteptări a ratei anuale a inflației în octombrie, pentru a doua lună consecutiv⁴⁹, au fost de natură să amplifice îngrijorările investitorilor financiari legate de principalele echilibre macroeconomice.

Rata de schimb leu/euro și-a întrerupt însă ascensiunea spre finalul intervalului și chiar a tins să scadă ușor pe parcursul primelor două decade ale lunii decembrie. Mișcarea a reflectat cel mai probabil efectele inversării, cel puțin parțiale, a ieșirilor

⁴⁶ Survenită în condițiile consolidării la niveluri mai înalte a ratelor dobânzilor pe piața monetară interbancară.

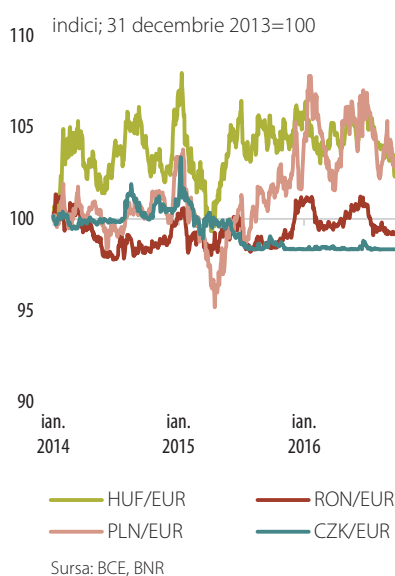
⁴⁷ La aceasta au contribuit și incertitudinile sporite asociate perspectivei conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul noului set de măsuri fiscale anunțate de guvern.

⁴⁸ În primele nouă luni ale anului, deficitul contului curent l-a depășit cu 45,3 la sută pe cel din perioada similară a anului anterior (deficitul balanței comerciale a crescut cu 26 la sută), iar gradul de acoperire a acestuia prin investiții străine directe și transferuri de capital s-a diminuat.

⁴⁹ Efectul exercitat de acești factori asupra percepției/așteptărilor participanților la piață l-a dominat net pe cel indus de accelerarea mult peste așteptări a creșterii economice în trimestrul III relevată de datele statistice publicate în acest interval.

anterioare de capital de pe piața financiară locală, în condițiile reconsiderării de către investitorii financiari a atractivității plasamentelor în monedă națională (Tabel 3.1), dar și potențiale influențe ale unor factori globali, dată fiind temporara sincronizare cu traiectoria urmată de cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune. În ultima decadă a lunii decembrie, rata de schimb leu/euro s-a decorelat însă din nou de evoluțiile din plan regional, consemnând o creștere relativ abruptă.

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



În acest context, rulajul pieței valutare interbancare s-a mărit comparativ cu trimestrele anterioare, iar operațiunile nerezidenților au consemnat ample schimbări de sens. Astfel, soldul acestora și-a redus drastic valoarea negativă în octombrie, dar și-a reamplificat-o în noiembrie, pentru ca în decembrie să devină excedentar. În schimb, rezidenții și-au majorat în mod consecvent cererea netă de devize până aproape de finele intervalului. Pe ansamblul perioadei, deficitul total al pieței s-a redus totuși comparativ cu precedentele două trimestre.

În trimestrul IV, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,8 la sută în termeni nominali⁵⁰ și s-a apreciat cu 1,4 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 1,6 la sută în termeni nominali și s-a apreciat cu 0,7 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut în raport cu euro⁵¹. Din perspectiva variației

anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat ușor deprecierea nominală față de euro și a consemnat cea mai amplă apreciere nominală din ultimii patru ani față de dolarul SUA (Grafic 3.6).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada septembrie-noiembrie 2017, rata de creștere⁵² a masei monetare (M3) s-a majorat față de precedentele trei luni (10,0 la sută, față de 9,1 la sută; Tabel 3.2). Evoluțiile nu au fost însă uniforme, accelerarea din octombrie, produsă după o lună de stagnare și reflectând influența efectuării plăților în contul fondurilor europene pentru agricultură, fiind succedată de o pierdere de ritm, inclusiv sub impactul achitării de către agenții economici a obligațiilor în contul dividendului suplimentar.

⁵⁰ În același interval, forintul s-a depreciat cu 1,5 la sută; în schimb, zlotul și coroana cehă s-au apreciat cu 1,6, respectiv 1,7 la sută.

⁵¹ Prețul în dolari al unciei de aur a scăzut pe ansamblul trimestrului, în condițiile în care acesta s-a menținut până la finele lunii noiembrie în proximitatea valorilor atinse la sfârșitul trimestrului anterior, a scăzut temporar în prima parte a lunii decembrie în anticiparea efectuării unei noi majorări a ratei dobânzii de către Fed, pentru ca apoi să se înscrie pe un trend ascendent.

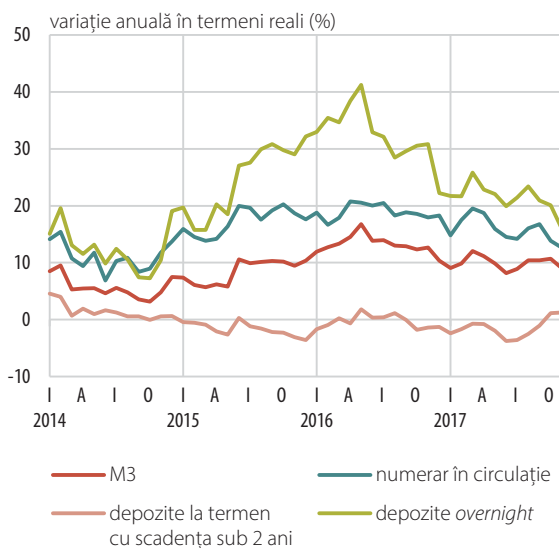
⁵² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2017.

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

| | variație procentuală în termeni reali | | | | | | |
|--|---------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 2016 | 2017 | | | | oct. | nov. |
| | | IV | I | II | III | | |
| | ritm mediu al trimestrului | | | | | | |
| M3 | 11,8 | 10,3 | 9,7 | 9,9 | 10,7 | 9,0 | |
| M1 | 24,7 | 21,2 | 20 | 19,9 | 18,2 | 15,0 | |
| Numerar în circulație | 18,3 | 17,3 | 16,4 | 15,7 | 13,9 | 12,7 | |
| Depozite <i>overnight</i> | 27,9 | 23,1 | 21,6 | 21,9 | 20,1 | 16,0 | |
| Depozite la termen cu scadența sub 2 ani | -1,5 | -1,6 | -2,2 | -2,4 | 1,1 | 1,3 | |

Sursa: INS, BNR

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Din perspectiva componentelor M3, creșterea acestora a fost susținută de prelungirea tendinței de revigorare a dinamicii depozitelor la termen sub doi ani, aceasta redevenind pozitivă în octombrie, după o pauză de 13 luni; evoluția s-a produs ca urmare a puternicei accelerări de ritm a plasamentelor la termen ale societăților nefinanciare (recordul post-2008 înregistrat în octombrie), mai receptive la evoluția ratelor dobânzilor specifice, care, la rândul lor, au preluat mai rapid mișcarea cotațiilor de pe piața interbancară. În schimb, avansul masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să se încetinească, pe seama temperării mai evidente a creșterii anuale a numerarului în circulație, precum și a scăderii dinamicilor depozitelor ON ale populației și, mai ales, ale societăților nefinanciare. În acest context, ponderea M1 în masa monetară și-a stopat tendința crescătoare, coborând în noiembrie, pentru prima oară în ultimele cinci luni, sub nivelul de 60 la sută (Grafic 3.7).

Similar perioadei anterioare, schimbările de direcție consemnate pe parcursul lunilor septembrie-noiembrie 2017 de dinamica anuală a M3 au fost provocate de comportamentul plasamentelor societăților nefinanciare; acestea și-au majorat în octombrie ritmul anual de creștere⁵³, pe fondul relativei amplificări a sumelor acordate în contul beneficiarilor de fonduri europene pentru agricultură⁵⁴ și al intensificării creșterii cheltuielilor bugetare cu bunuri și servicii, pentru ca apoi să îl diminueze, inclusiv în contextul

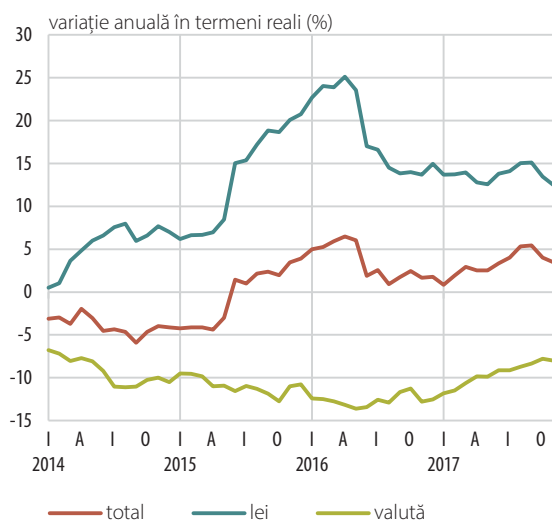
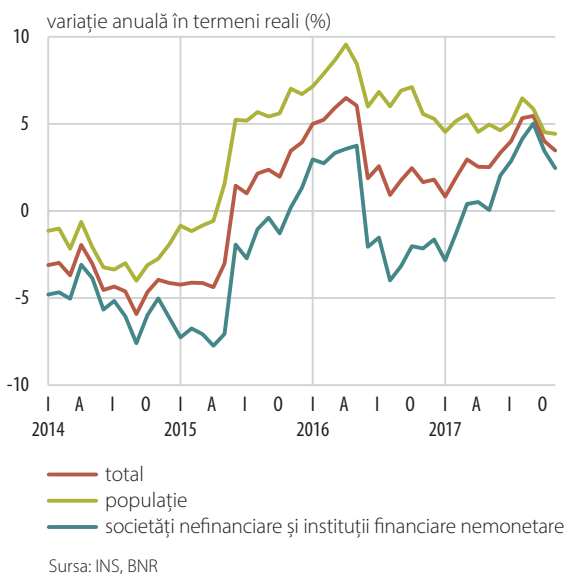
efectuării de către unele companii a plății dividendelor suplimentare către bugetul de stat⁵⁵. În schimb, depozitele incluse în M3 aparținând populației au consemnat pierderi succesive de dinamică anuală – chiar dacă veniturile acestui segment și-au menținut probabil ritmurile ridicate de creștere înregistrate anterior⁵⁶ – și au continuat să-și ajusteze structura în defavoarea depozitelor la termen. Evoluțiile sugerează o relativă intensificare în acest interval a înclinației spre consum, coroborată cu dinamizarea cifrei de afaceri din comerț.

⁵³ În luna septembrie dinamica anuală a depozitelor totale din M3 ale societăților nefinanciare s-a micșorat, exclusiv pe seama efectului statistic al creșterii ratei anuale a inflației.

⁵⁴ Conform comunicatelor de presă ale APIA, s-au efectuat plăți pentru avansul la subvențiile din Campania 2017, ajutorul pentru reducerea accizei la motorina utilizată în agricultură în T2 2017, alocări către apicultori, restructurarea plantațiilor viticole și renta viageră agricolă. Defalcarea acestor sume pe categorii de utilizatori nu este însă posibilă.

⁵⁵ Potrivit hotărârilor AGA, printre cele mai importante companii care au distribuit dividende suplimentare s-au numărat, în septembrie, Hidroelectrică, iar în noiembrie, Transelectrica, Nuclearelectrică, Transgaz, Romgaz și Conpet.

⁵⁶ Relativa atenuare a dinamicii medii a câștigurilor salariale fiind acompaniată de intensificarea creșterii remiterilor din străinătate și a veniturilor de natura prestațiilor sociale.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede**Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**

Din perspectiva contrapartidelor, evoluția ritmului de creștere a M3 a receptat influența expansionistă a scăderii variației anuale a depozitelor administrației publice centrale, a ușorului avans al creditului acordat sectorului privat (septembrie) și a încetirii dinamicii pasivelor financiare pe termen lung⁵⁷ (octombrie și noiembrie); efecte opuse au provenit din temperarea creșterii anuale a activelor externe nete ale sistemului bancar și respectiv a creditului acordat sectorului public.

Creditul acordat sectorului privat

În perioada septembrie-noiembrie 2017, rata de creștere⁵⁸ a creditului acordat sectorului privat s-a majorat marginal (4,3 la sută, față de 4,2 la sută în intervalul iunie-august 2017; Grafic 3.8); din perspectiva evoluțiilor lunare, dinamica anuală a acestuia a continuat să crească în septembrie – când, exprimată în termeni nominali, a atins 7,3 la sută, cea mai mare valoare a ultimilor cinci ani⁵⁹ –, pentru ca în lunile următoare să înregistreze scăderi succesive, inclusiv datorită efectului statistic al majorării ratei anuale a inflației.

Plusul ușor de ritm mediu a provenit cel mai probabil din avansul creditelor acordate pe descoperit de cont, inclusiv de tip *revolving*, efecte opuse exercitând relativa restrângere în termeni anuali a fluxului de credite noi și amplificarea volumului de credite neperformante scoase din bilanțul instituțiilor de credit. Din perspectiva structurii pe monede, rolul determinant a continuat să aparțină componentei în lei, variația celei în valută menținându-se în teritoriul negativ. În acest context, ponderea în total a creditului în lei a continuat să se majoreze, atingând în luna noiembrie 61,8 la sută, un nou record post-1996.

La nivelul structurii pe categorii de beneficiari, aportul major a continuat să revină împrumuturilor acordate societăților nefinanciare (Grafic 3.9). Rata anuală de creștere a acestora s-a majorat în septembrie, pe seama componentei în lei, și, într-o măsură mai mică, a celei în valută pe termen scurt. Ea s-a încetinit însă în următoarele două luni, pe fondul relativei diminuări a creditelor noi și al amplificării volumului de

⁵⁷ Poziția include conturile de capital.

⁵⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2017.

⁵⁹ O valoare mai mare s-a consemnat în luna mai 2012.

credite neperformante externalizate din bilanțul instituțiilor de credit în raport cu anul precedent⁶⁰; în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, a acționat în acest interval intensificarea creșterii finanțării de tip *revolving*, regăsită, probabil, în sectorul industriei și în cel al serviciilor⁶¹.

Creditul acordat populației și-a redus continuu dinamica, preponderent pe seama componentei în lei, cea în valută menținându-și aproape constantă variația negativă. Temperarea creșterii anuale a creditului în lei acordat populației a fost indusă de împrumuturile pentru consum și alte scopuri, afectate de scăderea în termeni relativi a fluxului de credite noi, probabil și ca efect al înăsprii standardelor de creditare aferente⁶². În cazul împrumuturilor pentru locuințe, atenuarea creșterii anuale a soldului a reflectat exclusiv efectul statistic al ratei anuale a inflației, creditele noi cu această destinație accelerându-și sensibil dinamica anuală.

⁶⁰ În noiembrie, acestora li s-a alăturat efectul statistic al creșterii ratei anuale a inflației.

⁶¹ Pe baza datelor CRC.

⁶² Relevată de ediția din luna noiembrie 2017 a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 3,5 la sută la sfârșitul anului 2018 și 3,1 la sută la finele anului 2019. Traectoria acesteia este marcată de un salt temporar către valori apropiate de 5 la sută pe parcursul primelor trei trimestre ale anului curent. Sursele acestei accelerări sunt reprezentate de epuizarea efectelor statistice de runda întâi asociate reducerilor unor impozite indirecte și, respectiv, eliminării unor taxe nefiscale la începutul anului 2017, precum și de influențele tranzitorii ale unor creșteri însemnate ale prețurilor administrate și ale celor ale combustibililor din ultima parte a anului 2017. Acestea li se adaugă continuarea acumulării de presiuni inflaționiste ale mediului intern provenind din partea factorilor fundamentali ai inflației de bază. În absența manifestării altor șocuri, începând de la finele anului curent și până la orizontul prognozei, rata anuală a inflației IPC este de așteptat să revină și să se mențină în jumătatea superioară a intervalului țintei, în condițiile epuizării puseului inflaționist de la nivelul componentelor exogene ale coșului de consum. În schimb, rata anuală a inflației de bază se va plasa peste limita superioară a intervalului țintei pe parcursul anului 2019. La aceasta contribuie atât creșterea treptată a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, deși valorile așteptate pentru acest orizont le plasează în interiorul intervalului țintei, cât și menținerea preconizată a excedentului de cerere agregată, pe fondul caracterului stimulat, deși în diminuare până la valori neutre, al condițiilor monetare reale. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traectoria descrisă în scenariul de bază, sursele de risc fiind asociate îndeosebi mediului intern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

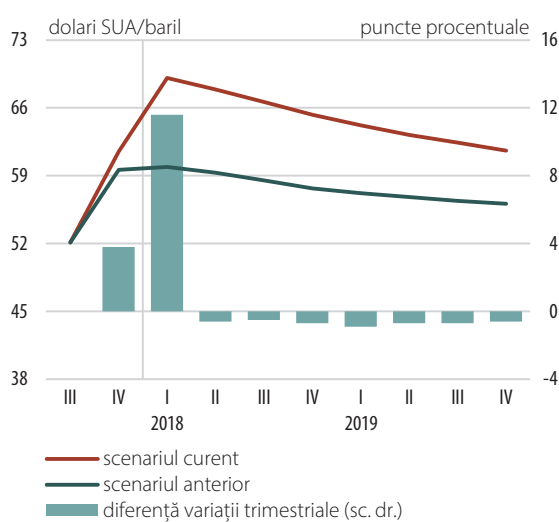
Pe parcursul intervalului de prognoză, cererea externă, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), este anticipată a continua procesul de consolidare, dinamicile anuale ale acesteia plasându-se în apropierea valorii de 2 la sută și fiind superioare celor din *Raportul asupra inflației* anterior (Tabel 4.1). Printre cei mai importanți factori care susțin cererea internă a partenerilor comerciali ai României din zona euro se numără persistența configurației acomodative a politicii monetare a BCE și îmbunătățirea continuă a pieței forței de muncă. Creșterea economică globală este previzionată a susține în continuare exporturile, pe fondul îmbunătățirii perspectivelor macroeconomice ale principalelor economii emergente (i.e. China, Brazilia și Rusia), precum și ale celor dezvoltate, în principal SUA, în contextul revenirii graduale a investițiilor. În condițiile unei creșteri economice robuste, acompaniate de perspective mai favorabile ale investițiilor totale și de

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

| | valori medii anuale | |
|--|---------------------|------|
| | 2018 | 2019 |
| Creșterea economică în UE efectiv (%) | 2,3 | 2,1 |
| Inflația anuală din zona euro (%) | 1,4 | 1,6 |
| Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%) | 1,3 | 1,6 |
| Inflația anuală IPC SUA (%) | 2,0 | 2,2 |
| Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.) | -0,3 | -0,1 |
| Cursul de schimb dolar SUA/euro | 1,18 | 1,19 |
| Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril) | 67,2 | 62,9 |

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

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



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

o rată a șomajului în diminuare, trendul creșterii economice PIB UE efectiv a fost revizuit în sens ascendent. În aceste condiții, *gap*-ul pozitiv al PIB UE efectiv este anticipat a fi mai redus comparativ cu runda anterioară, înregistrând însă valori în creștere pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție, fapt ce reflectă continuarea avansului ciclic al activității economice a partenerilor externi, cu impact stimulativ la adresa activității economice din România.

Rata anuală proiectată a inflației IAPC din zona euro continuă să se plaseze la valori inferioare nivelului reper de 2 la sută, însă mai ridicate comparativ cu *Raportul* anterior. Creșterea preconizată a costurilor salariale, indusă de ameliorarea condițiilor de pe piața forței de muncă, și presiunile inflaționiste manifestate la nivel global conduc la poziționarea ratei medii anuale a inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice pe un trend crescător în perioada 2018-2019. Dinamicile prețurilor petrolului și ale materiilor prime agroalimentare vor continua să marcheze evoluția pe termen scurt a ratei inflației. În SUA, rata anuală a inflației este prognozată a înregistra valori situate peste cele așteptate pentru zona euro și, pe parcursul anului viitor, ușor superioare nivelului reper de 2 la sută.

Tendința de apreciere a monedei europene în raport cu dolarul american este anticipată a se menține pe intervalul de prognoză, însă date fiind evoluțiile recente, această ipoteză este marcată de un grad mai ridicat de incertitudine.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor futures și anticipează o traiectorie în scădere pe intervalul de prognoză, atingând un nivel de 61,6 USD/baril la finele acestuia (Grafic 4.1). Evoluția anticipată a prețului petrolului este în continuare marcată de incertitudini, reflectate și în revizuirea traiectoriilor cotațiilor futures din rundele succesive de prognoză. Pe fondul unor factori de natura ofertei (prelungirea în luna noiembrie a acordului de plafonare privind producția între țările membre OPEC și alte țări exportatoare de petrol non-OPEC, tensiuni geopolitice), cât și a cererii (avansul activității economice la nivel mondial), cotațiile au înregistrat un salt semnificativ în ultimul trimestru al anului precedent. Evoluția este previzionată a continua și pe parcursul primului trimestru al anului curent, astfel că nivelurile prognozate sunt peste cele din runda anterioară de prognoză.

1.2. Perspectivele inflației

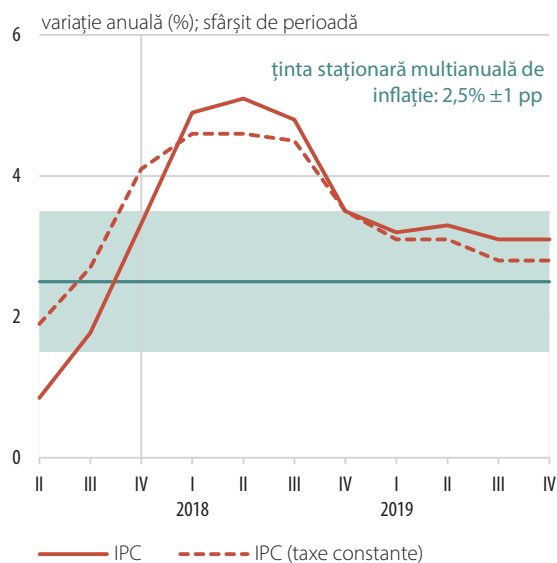
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va atinge 3,5 la sută și 3,1 la sută la finele anilor 2018 și, respectiv, 2019 (Tabel 4.2). Aceste valori sunt plasate la limita superioară și, respectiv, în interiorul intervalului de variație de ± 1 punct procentual al țintei staționare de 2,5 la sută (Grafic 4.2). Traectoria ratei anuale a inflației este marcată de un salt la începutul anului 2018, când va atinge

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

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

*) calculat la taxe constante

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

valori în jurul nivelului de 5 la sută, care vor persista în primele trei trimestre ale anului. Această evoluție este determinată de epuizarea efectelor statistice de runda întâi asociate reducerilor unor impozite indirecte în ianuarie 2017 și, respectiv, eliminării unor taxe nefiscale în februarie 2017, de anticiparea unor majorări însemnate ale prețurilor administrate, de creșterea prețurilor combustibililor, precum și de acumularea unor presiuni inflaționiste la nivelul inflației de bază, provenind din mediul intern. Începând cu ultima parte a anului curent dinamica ratei anuale a inflației IPC este proiectată în atenuare substanțială, pe fondul epuizării impactului șocurilor care au afectat componentele exogene ale coșului de consum⁶³ în perioada septembrie-noiembrie 2017. Acestea sunt asociate majorărilor accizei la combustibili, cotațiilor petrolului și tarifelor energiei electrice și termice⁶⁴.

Față de *Raportul* precedent, rata anuală prognozată a inflației IPC este revizuită ascendent cu 0,3 puncte procentuale pentru finele anului 2018, pe fondul proiectării unor contribuții mai ridicate din partea tuturor componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare, atenuate de aportul mai redus provenind din partea indicelui CORE2 ajustat.

După accelerarea înregistrată în ultima parte a anului 2017, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va continua să se plaseze pe o traiectorie ascendentă și pe parcursul anului curent, pe seama creșterii

anticipațiilor privind inflația ale agenților economici și a menținerii preconizate a excedentului de cerere agregată format în economie la un nivel ridicat. La acesta vor contribui conduita prociclică a politicii fiscale și a celei a veniturilor, condițiile monetare reale stimulative, mai ales în prima parte a intervalului analizat, și perspectivele salariale favorabile din sectorul privat, pe fondul creșterii gradului de tensionare a pieței muncii, dar și a productivității muncii. În cursul anului 2019, rata anuală a inflației de bază se

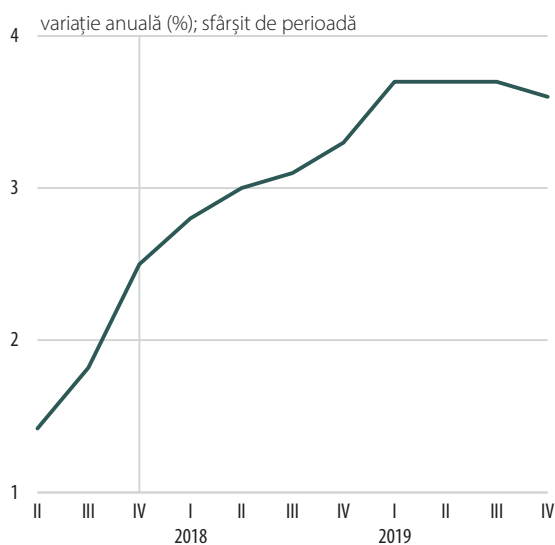
⁶³ Traectoria acestora pe intervalul de proiecție este însă marcată de un grad de incertitudine ridicat. Pentru mai multe detalii a se consulta Secțiunea 1.4. Riscuri asociate proiecției.

⁶⁴ Aceste creșteri au avut un caracter atipic și afectează temporar rata anuală a inflației IPC pe o perioadă de un an.

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

| | variație anuală (%); sfârșit de perioadă | | | | | | | |
|---------------|--|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| | 2018 | | | | 2019 | | | |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| CORE2 ajustat | 2,8 | 3,0 | 3,1 | 3,3 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,6 |

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

| | puncte procentuale | |
|--|--------------------|------|
| | 2018 | 2019 |
| Prețuri administrate | 0,8 | 0,4 |
| Combustibili | 0,3 | 0,1 |
| Prețuri LFO | 0,3 | 0,2 |
| CORE2 ajustat | 2,0 | 2,1 |
| Produse din tutun și băuturi alcoolice | 0,1 | 0,2 |

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

va menține la valori relativ constante, situate însă peste limita superioară a intervalului țintei (Tabel 4.3 și Grafic 4.3). La acest orizont, anticipațiile privind inflația ale agenților economici se vor menține la valori situate ușor peste 3 la sută, iar excesul de cerere va cunoaște, pe fondul caracterului aproximativ neutru al condițiilor monetare reale în sens larg, o temperare. În condițiile în care rata inflației principalilor parteneri comerciali externi ai României se menține semnificativ sub nivelul de 2 la sută și pe fondul acomodării expansiunii consumului într-o mai mare măsură pe seama importurilor de bunuri comparativ cu producția internă, mediul extern va continua să exercite presiuni de temperare a dinamicii inflației de bază interne.

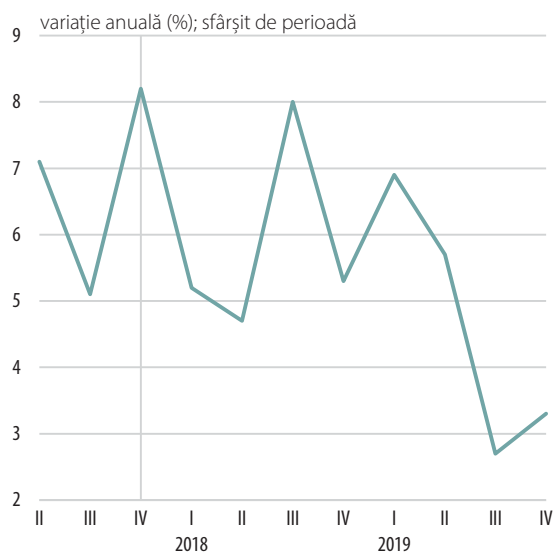
Față de *Raportul* din noiembrie 2017, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus pe parcursul primelor trei trimestre ale anului curent; ulterior, sub ipoteza temperării șocurilor de ofertă care au afectat la finalul anului 2017 prețurile produselor agroalimentare, rata anuală a indicelui se va plasa, la sfârșitul anului 2018, la o valoare mai redusă cu 0,4 puncte procentuale. Începând din primul trimestru al anului 2019, rata anuală a inflației de bază se va poziționa la valori similare celor prevăzute în prognoza anterioară, dar peste limita superioară a intervalului țintei (3,7 la sută).

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2018 (valoare revizuită în sens ascendent cu 0,6 puncte procentuale comparativ cu *Raportul precedent*) și de 0,9 puncte procentuale la finele celui viitor (Tabel 4.4).

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) vor înregistra o dinamică anuală de 5,3 la sută la finele anului curent și de 3,3 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.4), sub ipoteza înregistrării unor producții agricole normale⁶⁵ în anii 2018 și 2019. Pentru 2018, valoarea prognozată a fost revizuită în sens ascendent cu 1,5 puncte procentuale față de *Raportul precedent*, pe fondul unei producții deficitare de ouă la nivel european la finele anului anterior.

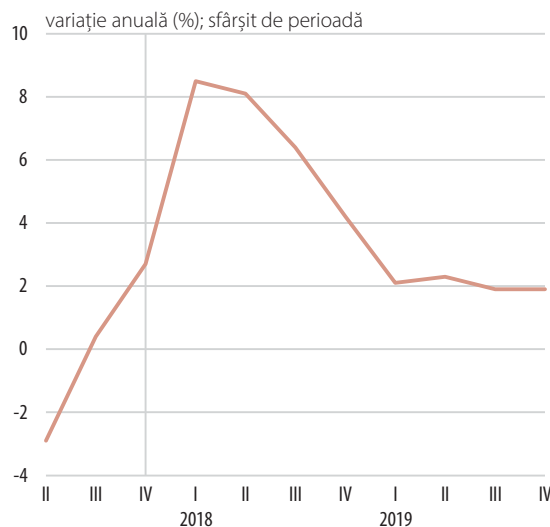
⁶⁵ Ipoteza standard în lipsa altor informații relevante este cea a înregistrării unor recolte normale, în apropierea mediei multianuale a producției agricole.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



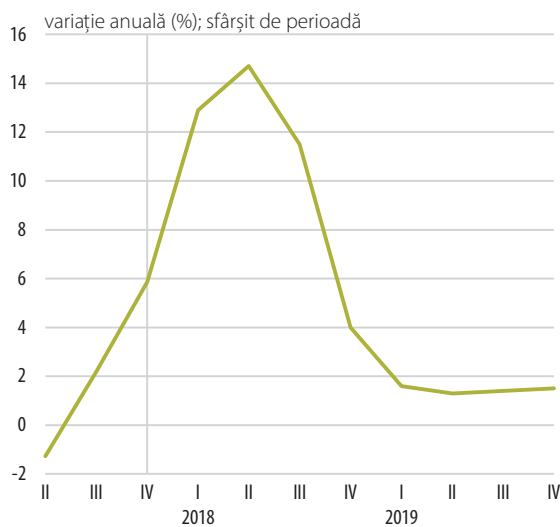
Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de bază al proiecției vizează o dinamică anuală a prețurilor administrate de 4,2 la sută la finele anului curent și de 1,9 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.5). Pentru anul curent, revizuirea în sens ascendent cu 1,2 puncte procentuale are la bază în principal majorarea prețului plătit de consumatorii casnici pentru gazele naturale, în contextul creșterii prețurilor de achiziție⁶⁶. Traectoria prognozată este marcată de incertitudinea asociată efectelor induse de finalizarea procesului de liberalizare a prețului energiei electrice, ultima etapă având loc în data de 31 decembrie 2017.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este prognozată la 4 la sută la sfârșitul anului 2018 și la 1,5 la sută la finele anului următor (Grafic 4.6). Traectoria componente este afectată de creșterea accizelor în două etape la 15 septembrie

și 1 octombrie 2017 (având un impact cumulat estimat de 0,3 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației IPC pe o perioadă de un an). În 2018, dinamica anuală a prețurilor combustibililor este superioară cu 2,8 puncte procentuale celei proiectate în *Raportul* anterior, pe seama unei creșteri anuale anticipate mai ridicate a prețului petrolului (exprimat în dolari SUA) și a plasării pe o traiectorie superioară a așteptărilor

⁶⁶ În urma ședinței din data de 8 ianuarie a.c., Comitetul de reglementare al ANRE a decis majorarea componente CUG (cost unitar al gazului) de la 81,48 lei/MWh la 88,28 lei/MWh datorită creșterii prețurilor cu achiziția gazelor naturale din producția internă. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatul ANRE din data de 8 ianuarie 2018, disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-08-01-2018-preturi-furnizare-gaze-naturale-clienti-casnici>.

privind inflația. În a doua parte a intervalului de referință, în condițiile preconizării unei evoluții mai puțin alerte a prețului internațional al petrolului, dinamica anuală a grupei se va plasa sub cea din runda precedentă.

Traectoria prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice prevede creșteri de 1,3 la sută la finele anului curent și de 3,1 la sută la sfârșitul celui viitor, reflectând majorările anticipate ale nivelului accizelor în lunile aprilie din cei doi ani ai proiecției, conform legislației în vigoare privind stabilirea cuantumului acestora. Comparativ cu runda anterioară de prognoză, dinamica anuală este mai ridicată cu 0,4 puncte procentuale pentru anul curent, pe fondul majorărilor operate de către producătorii produselor din tutun la sfârșitul anului anterior.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁶⁷

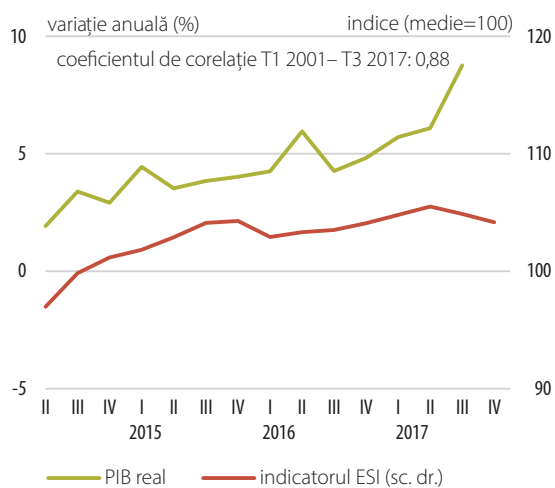
Deviația PIB

În trimestrul III 2017, PIB real a crescut cu 2,6 la sută față de cel anterior și cu 8,8 la sută față de cel corespunzător din anul precedent⁶⁸. Dinamica trimestrială a reflectat contribuția notabilă, pe partea de formare, a sectorului agricol și, respectiv, pe partea de cheltuieli, a consumului privat (inclusiv pe seama creșterii componente de autoconsum, puternic corelată cu evoluția agriculturii). Proiecțiile pentru următoarele două trimestre

indică dinamici în decelerare comparativ cu trimestrul III 2017, la valori apropiate de media istorică. Prognoza este susținută de semnale provenind din partea indicatorilor cu frecvență lunară. Din setul acestora se remarcă redresarea dinamicii trimestriale a producției industriale, în paralel însă cu decelerarea volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul și, respectiv, cu diminuarea gradului de încredere în economie, în special la nivelul consumatorilor; Grafic 4.7⁶⁹. Creșterea trimestrială a PIB va continua să fie determinată de cererea internă, în timp ce aportul exporturilor nete de bunuri și servicii rămâne negativ, pe seama evoluției importurilor, stimulată de cea a absorbției interne și, respectiv, de cea a exporturilor.

Pe intervalul de prognoză, dinamica PIB potențial reflectă contribuții pozitive din partea tuturor factorilor de producție. Stocul de capital beneficiază de pe urma evoluțiilor favorabile

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

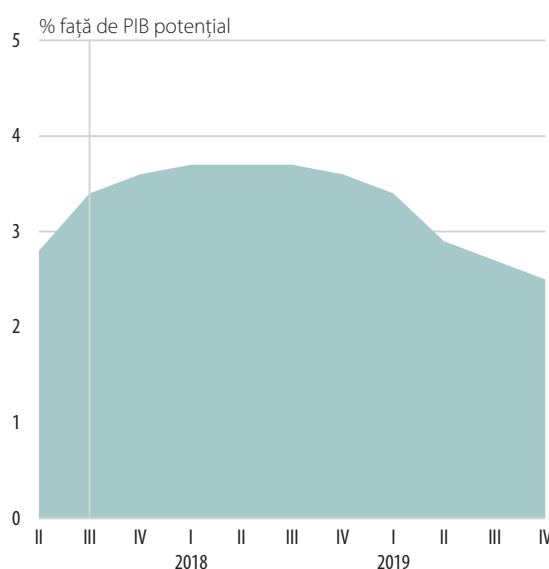
⁶⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁶⁸ Comunicatul INS nr. 16 din 12 ianuarie 2018. Valorile înregistrate reprezintă maxime din perioada postcriză atât în termeni trimestriali, cât și anuali. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

⁶⁹ Comparativ cu media trimestrului III 2017, în perioada octombrie-noiembrie 2017, producția industrială a crescut cu 1,8 la sută, iar volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul exclusiv auto-moto și-a încetinit dinamica la 1,7 la sută. Indicatorul de încredere în economie s-a redus în trimestrul IV 2017 față de cel anterior cu 0,7 puncte, însă acesta se menține la valori superioare mediei istorice.

recente, precum și de proiectarea creșterii formării brute de capital fix. Contribuția forței de muncă are la bază trendul ascendent al populației ocupate⁷⁰, în contextul evoluțiilor favorabile ale activității economice. Dinamica trendului productivității totale a factorilor (TFP) este asociată efectelor persistente ale accelerării recente a PIB, însoțite de avansuri ale productivității muncii în sectoare precum industria sau comerțul cu amănuntul, dar și cel agricol, a cărui contribuție pe parcursul anului 2017 este evaluată ca fiind excepțională. O creștere a ratei de absorbție a fondurilor structurale și de coeziune ar putea genera efecte favorabile adiționale. Pe termen lung, asupra trendului TFP grevează însă factori precum trenarea investițiilor în infrastructură, cu impact inclusiv asupra mobilității capitalului și a forței de muncă, o serie de rigidități structurale (de exemplu, cadrul de reglementare⁷¹) sau alocarea modestă de resurse pentru inovație.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: calcule BNR pe baza datelor INS

Deviația PIB (Grafic 4.8), în majorare pe parcursul anului 2017⁷², este așteptată a se situa în 2018 în apropierea valorilor înregistrate la finalul anului anterior, urmând a se diminua în cursul anului 2019. Magnitudinea și dinamica excesului de cerere reflectă: (i) impactul, în reducere mai accentuată în cursul anului 2019, al componentei discreționare a măsurilor de politică fiscală și de venituri; (ii) diminuarea treptată a caracterului stimulative al condițiilor monetare reale în sens larg, până la valori neutre pe parcursul anului 2019; (iii) atenuarea dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației începând cu 2018 și (iv) avansul în teritoriul pozitiv al *gap*-ului cererii externe. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, deviația PIB internă este proiectată la un nivel similar pentru anii 2017 și 2018, însă mai redus pentru anul 2019, în condițiile reconfigurării la valori apropiate de cele neutre a setului condițiilor monetare

reale în sens larg la acest orizont. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este 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.

⁷⁰ În structură, creșterea ratei de activitate a populației în vârstă de muncă și tendința descendentă a șomajului BIM sunt superioare declinului demografic multianual.

⁷¹ The *Worldwide Governance Indicators* (2017), Secțiunea „Regulatory Quality”, în care sunt reflectate percepții privind abilitatea autorităților de a formula și implementa politici și regulamente adecvate și de a promova dezvoltarea sectorului privat (moderate în cazul României, în condițiile plasării indicatorului la valoarea 0,6 pe o scală de la -2,5 la 2,5).

⁷² Evidențe coroborative privind poziția ciclică a economiei sunt aduse de intensificarea (în trimestrul III 2017 comparativ cu cel anterior) sau menținerea, la un nivel cel puțin moderat, a semnalelor de supraîncălzire conferite de un portofoliu amplu de indicatori. Pentru detalii privind setul de variabile analizat, a se consulta Casetă 5 din *Raportul asupra inflației*, ediția noiembrie 2017.

Scenariul de bază al proiecției prevede accelerarea creșterii economice în 2017, urmată de temperări succesive ale dinamicii acesteia pe parcursul anilor 2018 și 2019, inclusiv pe fondul diminuării treptate a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, până la valori neutre pe parcursul anului 2019, și al reducerii efectului componentei discreționare a politicii fiscale și a celei de venituri (i.e. impulsul fiscal). Creșterea prognozată a PIB este determinată de evoluția consumului privat, la care se adaugă redresarea FBCF (ce continuă a fi însă marcată de incertitudini). Avansul absorbției interne este proiectat a alimenta creșterea importurilor de bunuri și servicii la valori superioare celor ale exporturilor. Astfel, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este prognozată să înregistreze valori negative, în diminuare începând cu anul 2019.

Componentele cererii agregate

În trimestrul III 2017, consumul final efectiv și-a continuat expansiunea în termeni trimestriali (3,7 la sută, în ușoară accelerare de ritm)⁷³. Pentru următoarele două trimestre, prognoza indică o temperare a dinamicii componentei. Semnale în acest sens sunt transmise de evoluția salariului mediu net din economie⁷⁴, la care se adaugă cea a indicatorului de încredere a consumatorilor, ale cărui subcomponente (situație economică de ansamblu, situație financiară, șomaj și evoluția economisirii) au înregistrat, pe parcursul trimestrului IV 2017, o deteriorare comparativ cu perioada anterioară.

Consumul final efectiv este proiectat să rămână principalul determinant al creșterii economice pe întregul interval analizat, în pofida temperării ritmului anual de creștere comparativ cu cel evaluat pentru 2017. Dinamica reflectă evoluția prognozată în încetinire marcantă începând cu anul 2018 a venitului disponibil real al gospodăriilor populației, în condițiile unor creșteri semnificativ atenuate ale veniturilor din sectorul public, dar și ale salariilor (în pofida persistenței tensionării pieței muncii), la care se adaugă traiectoria anticipată a ratei anuale a inflației IPC.

Dinamica trimestrială a FBCF s-a menținut pozitivă și în trimestrul III 2017, valoarea înregistrată cunoscând însă o atenuare semnificativă față de trimestrul anterior (0,9 la sută, față de 3,2 la sută). Perspectivele pe termen scurt indică dinamici favorabile ale FBCF pe parcursul următoarelor două trimestre, însă fără o intensificare notabilă de ritm. Prognoza are la bază, pe de o parte, semnalele privind extinderea capacităților de producție în industrie⁷⁵, pe fondul creșterii încrederii operatorilor din acest sector, iar pe de altă parte, continuarea declinului construcțiilor⁷⁶.

FBCF este prognozată a înregistra și în 2018 dinamici anuale pozitive, însă evoluția componentei rămâne grevată de o serie de factori care sporesc gradul de incertitudine asociat prognozei. La baza proiecției stau semnalele favorabile

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

⁷⁴ În perioada octombrie-noiembrie, comparativ cu media trimestrului III, salariul mediu net în economie a înregistrat o creștere în termeni reali de doar 0,1 la sută.

⁷⁵ În trimestrul IV 2017, gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie este evaluat la 76,7 la sută, în creștere cu 1,6 puncte procentuale față de trimestrul III.

⁷⁶ În perioada octombrie-noiembrie, comparativ cu media trimestrului III, lucrările de construcții au înregistrat o reducere de -3,7 la sută, pe seama tuturor subcomponentelor (rezidențiale, nerezidențiale, ingineresti).

recente privind producția industrială a bunurilor de capital (în ramuri precum cele producătoare de componente auto, echipamente electrice, dar și utilaje agricole), perspectivele de majorare a fluxului de investiții directe, dar și îmbunătățirea anticipată a atragerilor de fonduri structurale și de investiții. Incertitudini relevante sunt asociate atât unor factori conjuncturali, precum volumul redus al cheltuielilor de capital ale administrației publice (în contextul constrângerii privind menținerea deficitului bugetar în limita a 3 la sută din PIB), cât și unora de natură structurală, cum ar fi calitatea precară a infrastructurii sau insuficiența personalului calificat.

Pe parcursul trimestrului III 2017, exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 1,2 la sută față de cel anterior. În contextul continuării revigorării cererii externe, sunt preconizate noi creșteri ale componentei pe parcursul următoarelor două trimestre.

Pentru restul intervalului de prognoză, exporturile de bunuri și servicii vor înregistra dinamici favorabile, însă în atenuare comparativ cu anii precedenți. Pe de o parte, creșterea exporturilor de bunuri și servicii va fi susținută de evoluțiile favorabile ale economiilor principalilor parteneri comerciali și de vânzările aferente sectoarelor integrate în lanțurile internaționale de valoare adăugată (precum producția mijloacelor de transport și ramurile conexe). Pe de altă parte, cursul de schimb real efectiv este anticipat a-și reduce, și chiar inversa, caracterul stimulat pe parcursul anului curent, suplimentând presiunile pe competitivitatea prin preț a produselor autohtone generate de evoluția costurilor unitare cu forța de muncă. În sensul atenuării creșterii exporturilor de bunuri și servicii acționează și o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum calitatea infrastructurii sau gradul de inovare și sofisticare în procesele de producție⁷⁷.

Pe fondul avansului absorbției interne și al dinamicii favorabile a exporturilor, trimestrul III 2017 a consemnat o nouă majorare a importurilor de bunuri și servicii (+1,3 la sută față de trimestrul anterior). În concordanță cu evoluția absorbției interne, dinamica importurilor de bunuri și servicii va cunoaște o atenuare graduală, însă ritmul de creștere a acestora se va plasa în continuare la valori superioare celui aferent exporturilor pe întregul interval de proiecție. În aceste condiții, exportul net este anticipat a avea o contribuție negativă la creșterea PIB pe întregul interval de prognoză, în diminuare începând cu anul următor.

În trimestrul III 2017, deficitul contului curent al balanței de plăți și-a continuat tendința de adâncire⁷⁸, în principal pe seama accentuării celui al balanței comerciale (valori cumulate pe patru trimestre). Pe parcursul intervalului de prognoză, acesta este anticipat a continua să se majoreze, poziționându-se, pe termen mediu, la valori ușor superioare nivelului de 3,5 la sută din PIB. În același timp, în pofida diminuării în perioadele recente a fluxurilor de capital stabile și negeneratoare de datorie externă⁷⁹,

⁷⁷ Cu toate acestea, în sectoare precum cel auto, există așteptări optimiste privind evoluția cererii externe în contextul lansării de noi modele sau al deschiderii de noi capacități de producție în țările din regiune, ceea ce va impulsiona comenzile adresate furnizorilor locali de profil.

⁷⁸ Exprimat ca pondere în PIB, valoarea (cumulată pe patru trimestre) a fost de 2,9 la sută, comparativ cu 2,5 la sută în trimestrul II și, respectiv, 2,1 la sută în anul 2016.

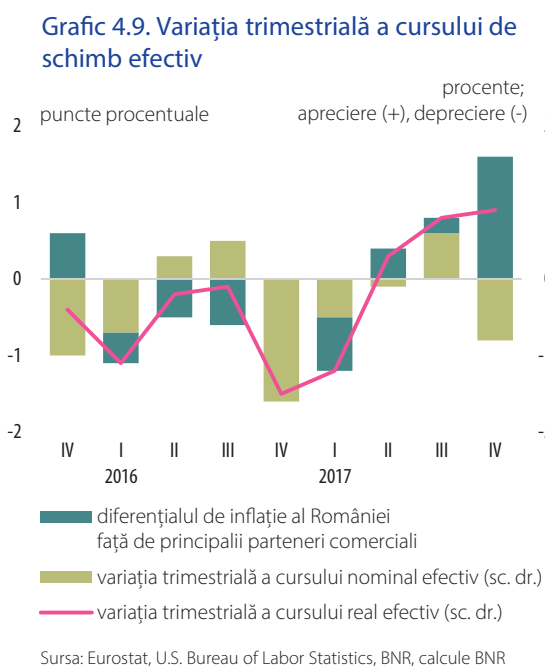
⁷⁹ Componenta participația la capital a investițiilor străine directe și transferurile de capital asociate atragerilor de fonduri structurale și de investiții de la UE.

deficitul de cont curent va fi în continuare acoperit integral de aceste fluxuri, deși ponderea în PIB a acestora este proiectată a fi mai redusă comparativ cu valorile istorice. Această evoluție are la bază ipoteza unor atrageri de fonduri europene structurale și de investiții mai reduse comparativ cu anul 2016. Totuși, accentuarea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului prezintă potențialul de a periclita echilibrul macroeconomic, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești, mai ales în condițiile în care evoluția contului curent din România este divergentă față de cea înregistrată în celelalte economii emergente din regiune.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancași și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁸⁰ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁸¹.

În termeni nominali, ratele dobânzilor la creditele noi și, respectiv, la depozitele noi la termen în lei sunt evaluate a se majora atât în trimestrul IV 2017 (în contextul



influențelor care au decurs din schimbările ample suferite de condițiile lichidității din sistemul bancar și îngustării, de către BNR, a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente), cât și în trimestrul I 2018. În termeni reali însă, ratele dobânzilor sunt evaluate a se reduce în trimestrul IV 2017 (în condițiile unei evoluții ascendente mai alerte a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici) și, ulterior, a crește marginal în trimestrul I 2018. Cumulat, în trimestrele menționate, ratele reale ale dobânzilor continuă să transmită un impuls stimulativ asupra activității economice din perioadele următoare.

În trimestrul IV 2017, moneda națională a înregistrat o depreciere în termeni nominali efectivi, preponderent pe seama evoluției față de euro. În același interval, în termeni reali efectivi, moneda națională este evaluată însă în apreciere (Grafic 4.9), evoluție determinată preponderent

în acest trimestru de diferențialul pozitiv al ratei inflației din România relativ la cea a partenerilor comerciali. Astfel, prin intermediul canalului exporturilor nete, cursul de schimb real efectiv este estimat a transmite în continuare un impuls stimulativ, dar în reducere, asupra activității economice din perioadele viitoare.

⁸⁰ Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică pe termen mediu 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.

⁸¹ 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.

Efectul de avuție și de bilanț din trimestrele IV 2017 și I 2018 continuă să exercite influențe stimulative asupra *gap*-ului PIB din perioadele viitoare, în condițiile în care politica monetară persistent acomodativă a BCE se reflectă în menținerea *gap*-ului semnificativ negativ al ratei reale a dobânzii externe. În același timp, dinamica anticipată a deviației de la trend a cursului de schimb real efectiv are un efect stimulat, în timp ce prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este evaluată a exercita, prin intermediul *gap*-ului acestei variabile, un impact aproximativ neutru.

În ansamblu, în trimestrele IV 2017 și I 2018, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a continua să exercite un efect stimulat la adresa cererii agregate din trimestrele următoare. Impactul este însă în diminuare, datorită în principal reducerii contribuției stimulative a cursului de schimb în termeni reali efectivi prin intermediul canalului exporturilor nete.

Pe parcursul intervalului de prognoză, condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a-și diminua treptat caracterul stimulat, până la valori neutre în anul 2019. Contribuții favorabile, deși în reducere, provin din partea ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele noi la termen, dar și a efectului de avuție și de bilanț, pe fondul persistenței politicii monetare acomodative a BCE. Un diferențial în creștere al ratei inflației relativ la partenerii comerciali va determina apariția unui impact restrictiv asupra activității economice din partea cursului de schimb real efectiv (prin canalul exportului net). Conduita politicii monetare a BNR este configurată în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și păstrarea unui cadru macroeconomic stabil.

Caseta 3. Evaluarea erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2017

Prognozele macroeconomice joacă un rol esențial în cadrul strategiei de țintire directă a inflației, în condițiile în care deciziile adoptate de banca centrală se propagă în economie cu decalaje temporale specifice. În vederea îmbunătățirii cadrului de previziune, evaluarea erorilor de prognoză reprezintă o practică obișnuită în rândul băncilor centrale care au un astfel de regim de politică monetară⁸². În acest context, Caseta de față continuă demersul din anii precedenți privind evaluarea acurateții prognozelor realizate de BNR în runde succesive de proiecție, fiind vizată rata anuală a inflației IPC înregistrată la finalul anului 2017. Raportat la acest reper, au fost identificate opt runde de proiecție, corespunzătoare *Rapoartelor asupra inflației* publicate în intervalul februarie 2016 – noiembrie 2017.

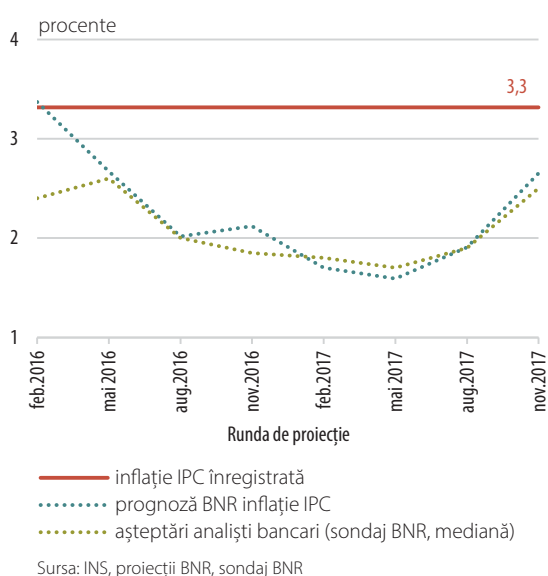
După ce în ultimii ani s-a conturat o tendință de supraestimare a ratei anuale a inflației IPC⁸³, valoarea aferentă lunii decembrie 2017⁸⁴ a fost subestimată în

⁸² A se vedea, de exemplu, edițiile din martie ale *Raportului asupra inflației* publicate de Banca Națională a Ungariei sau studiul din mai 2017 al Băncii Naționale a Suediei – „Evaluation of the Riksbank's Forecasts”.

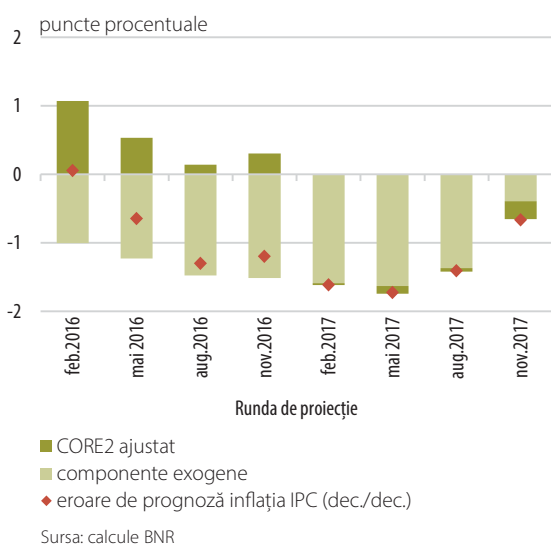
⁸³ Pe plan intern, cu precădere pe fondul multiplelor modificări ale regimului de taxare și impozitare, care nu au fost cunoscute sau nu aveau un caracter cert de implementare la momentul realizării proiecțiilor, dar și al supraestimării dinamicii prețurilor administrate. Pe plan extern, persistența mediului deflaționist/dezinflaționist global a jucat un rol important și asupra dinamicii prețurilor interne, prin intermediul produselor din import. Pentru mai multe detalii a se consulta casetele specifice din edițiile din luna februarie 2016 și 2017 ale *Raportului asupra inflației*.

⁸⁴ Conform Comunicatului INS nr. 17/12 ianuarie 2018, rata anuală a inflației IPC la finele anului 2017 a fost de 3,32 la sută.

Grafic A. Proгноzele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2017



Grafic B. Erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale CORE2 ajustat și componentelor exogene



toate rundele de prognoză analizate, cu excepția celei din februarie 2016. Erorile de prognoză⁸⁵ sunt cuprinse între un minim de -1,7 puncte procentuale (aferent *Raportului asupra inflației* din mai 2017) și un maxim de +0,1 puncte procentuale (corespunzător *Raportului asupra inflației* din februarie 2016). Din punct de vedere al acurateții, acestea sunt comparabile ca magnitudine cu cele asociate mediane prognozelor analiștilor bancari, acestea din urmă fiind preluate din *Sondajul privind așteptările de inflație* derulat de BNR în lunile în care au fost publicate ediții ale *Raportului asupra inflației* (Grafic A).

Graficul B ilustrează contribuțiile ratei inflației CORE2 ajustat și, respectiv, ale componentelor exogene sferii de acțiune a politicii monetare la erorile de prognoză. În primele două runde de prognoză analizate, supraestimarea dinamicii indicelui CORE2 ajustat a survenit pe fondul unor presiuni dezinflaționiste din partea inflației importate, în condițiile unui mediu global caracterizat de o inflație care s-a menținut în mod persistent la valori reduse. În același timp, la nivelul UE șocurile globale (reducerile semnificative ale cotațiilor internaționale ale materiilor prime), în paralel cu o recuperare lentă a cererii agregate, s-au suprapus cu altele în profil regional, în acest sens acționând impulsul dezinflaționist suplimentar provenit din partea supraofertei persistente de produse agroalimentare în contextul embargoului impus de Rusia în 2014 și apoi extins și al celui asupra Turciei în 2016. Ulterior, erorile de prognoză s-au redus inclusiv pe fondul procesului de recalibrare a modelului de analiză și prognoză pe termen mediu, realizat în contextul multiplelor evidențe care indicau o reducere a intensității relației dintre rata inflației

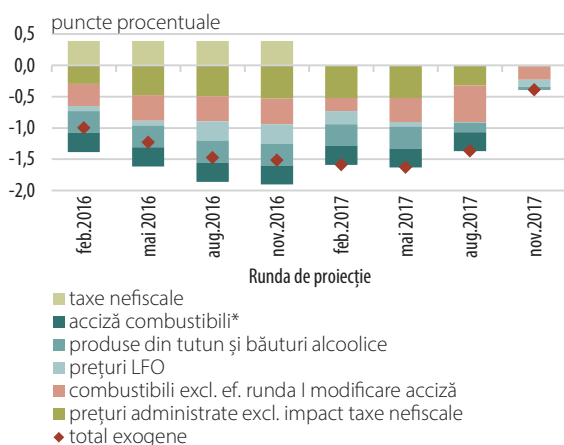
de bază și evoluția activității economice interne (aproximată prin deviația PIB de la nivelul său potențial) în ultimii ani, fenomen care poate fi pus în legătură cu o creștere a importanței relative a factorilor externi în explicarea dinamicii prețurilor domestice⁸⁶.

⁸⁵ Erorile de prognoză sunt calculate ca diferență între valorile prognozate succesive și cea efectiv înregistrată. O diferență negativă implică subestimarea în proiecție a ratei realizate a inflației IPC, în timp ce o diferență pozitivă reflectă supraestimarea acesteia.

⁸⁶ Pentru mai multe detalii a se consulta Casetă 2 – Revizuirile prognozelor de inflație ale unor bănci centrale din *Raportul asupra inflației* din august 2016 și Casetă 2 – Relația dintre nivelul activității economice și inflație din *Raportul asupra inflației* din mai 2017.

Contribuția dominantă la explicarea erorilor de prognoză revine însă componentelor coșului de consum exogene sferei de acțiune a politicii monetare (prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor, cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice; Grafic C).

Grafic C. Contribuția componentelor exogene la erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție



*) se referă la impactul majorării în două etape în 2017 (septembrie - octombrie). Reducerea de la nivelul lunii ianuarie 2017 a fost încorporată în cadrul runde de prognoză din noiembrie 2015.

Sursa: calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor administrate pentru finele anului anterior a fost semnificativ afectată de creșterea, neanticipată în rundele de proiecție anterioare celei din noiembrie 2017⁸⁷, a tarifelor de tip componentă de piață concurențială ale energiei electrice, precum și de decizia autorităților de eliminare a unor taxe nefiscale la începutul anului trecut, informație inclusă în coordonatele prognozelor începând cu runda din februarie 2017 (contribuția la eroarea de proiecție pentru rata anuală a inflației IPC fiind de 0,4 puncte procentuale în rundele în care măsura nu era cunoscută, respectiv februarie-noiembrie 2016).

Alte componente exogene sferei de acțiune a politicii monetare care au contribuit semnificativ la subestimarea ratei anuale a inflației IPC au fost reprezentate de evoluția prețurilor combustibililor și celor ale produselor din tutun. Subestimarea

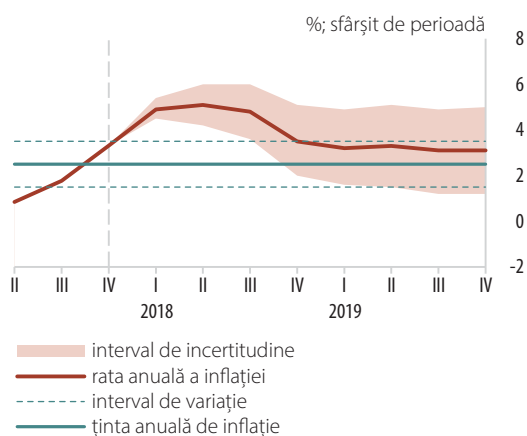
dinamicii anuale a prețurilor combustibililor pentru decembrie 2017 în toate cele opt runde de proiecție analizate a survenit pe fondul majorării neanticipate a cotațiilor petrolului Brent în ultima parte a anului 2017, în condițiile extinderii până la finele anului 2018 a acordului de plafonare a producției între țările membre OPEC și cele non-OPEC, în paralel cu o cerere în creștere pentru materia primă la nivel global. În ceea ce privește măsurile de modificare a accizei la combustibili (eliminarea supraaccizei în ianuarie 2017 și, ulterior, creșterea acesteia în două etape, la 15 septembrie și 1 octombrie 2017), deși efectele cumulate asupra inflației anuale a combustibililor la finele anului 2017 și, implicit, asupra inflației IPC au fost reduse, descompunerea erorilor de prognoză reflectă diferit măsurile în cauză, în funcție de momentul în care informațiile au fost cunoscute și încorporate în proiecție. Astfel, impactul diminuării accizei de la începutul anului a fost luat în calcul în toate rundele analizate, în timp ce efectul măsurii privind majorarea acesteia, doar în cadrul runde din noiembrie 2017, fiind anunțată târziu de autorități. Subestimarea dinamicii anuale a prețului produselor din tutun pentru sfârșitul anului precedent a survenit pe fondul unei majorări neanticipate a acestuia de către operatori în a doua parte a anului 2017, cel mai probabil în contextul unor condiții mai avantajoase de cerere.

⁸⁷ Pentru mai multe detalii a se consulta Comunicatul ANRE din data de 26 septembrie 2017, disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-26-09-2017-avizare-tarifecpc-trimestrul-iv>.

1.4. Riscuri asociate proiecției

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 (Grafic 4.10). Riscurile specifice acestei runde sunt asociate cu precădere evoluțiilor din mediul intern și provin din partea conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor, a

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

evoluției ecartului salarii-productivitate, pe fondul unui grad de tensionare ridicat al pieței muncii, dar și în contextul numeroaselor ajustări recente, a unor posibile abateri ale dinamicii prețurilor administrate de la traiectoria din scenariul de bază.

O conduită a politicii fiscale și a celei a veniturilor cu un grad de prociclicitate mai amplu decât cel presupus în scenariul de bază, date fiind incertitudinile privind posibile reconfigurări ale coordonatelor bugetului public pe intervalul de prognoză, poate conduce în timp la o creștere mai amplă a excedentului de cerere agregată și, implicit, a presiunilor inflaționiste asociate. Influențe de sens contrar ar putea proveni din posibila suplimentare a măsurilor fiscale corective în cursul anului curent în vederea încadrării deficitului bugetar în țintele propuse. Mai mult, în condițiile în care adoptarea acestor măsuri ar implica continuarea comprimării cheltuielilor destinate

investițiilor publice în favoarea celor curente, există riscul afectării potențialului de creștere a economiei, inclusiv în contextul întârzierilor deja constatate în absorbția fondurilor europene structurale și de investiții.

Presiuni inflaționiste suplimentare ar putea rezulta, dat fiind gradul de încordare ridicat al pieței muncii, dintr-o dinamică a venitului disponibil superioară celei presupuse în scenariul de bază, în absența unor câștiguri comparabile de productivitate. În paralel, continuarea acomodării expansiunii consumului într-o măsură din ce în ce mai mare pe seama importurilor de bunuri comparativ cu cele provenind din producția internă ar accentua dezechilibrul extern, putând conduce la reevaluări ale gradului de risc asociat de investitorii străini plasamentelor financiare în economia internă, cu consecințe asupra fluxurilor de capital stabile adresate economiei românești.

În acest context, sunt dezirabile implementarea consecventă a unui mix echilibrat de politici macroeconomice, precum și o accelerare a reformelor structurale, necesare menținerii macrostabilității și asigurării unei creșteri economice durabile și sustenabile, fără prejudicierea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

În ceea ce privește mediul extern, continuă să fie relevante incertitudinile cu privire la impactul divergenței conduitei politicii monetare a Fed și BCE și al negocierilor pentru *Brexit* asupra cadrului macroeconomic global, într-un context caracterizat

prin recrudescența tensiunilor geopolitice și manifestarea de volatilități pe piețele financiare internaționale. Pe termen scurt, cadrul macroeconomic internațional este apreciat a fi relativ stabil, efecte favorabile datorându-se cu precădere stimulului fiscal recent implementat în SUA⁸⁸ și temperării, încă de pe parcursul anului 2017, a incertitudinilor asociate evoluției viitoare a economiilor emergente majore, beneficiare ale unui set de stimuli fiscali și ale unor condiții financiare relaxate, de natură să modereze vulnerabilitățile acestora în fața unor potențiale șocuri externe. Cu toate acestea, pe termen mediu, economiile emergente par în continuare expuse unei potențiale înăspri a condițiilor financiare globale, în contextul procesului de întărire graduală a politicii monetare a Fed⁸⁹, cu posibile implicații asupra gradului de îndatorare a acestor economii. Astfel, nu ar fi exclus riscul unor posibile realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu consecințe și asupra economiei românești.

Riscuri în sens ascendent la adresa perspectivelor inflației sunt asociate evoluției prețurilor administrate, în contextul numeroaselor ajustări recente și în lipsa unor calendare mai clar conturate ale autorităților de profil cu privire la modificări viitoare ale acestor categorii de prețuri. În privința evoluției prețurilor volatile ale alimentelor, persistă incertitudini asociate impactului condițiilor meteorologice și al celor de piață specifice asupra ofertei de produse agricole atât pe plan intern, cât și internațional.

Incertitudinile ridicate asociate proiecției componentelor exogene ale coșului de consum sunt reflectate și de analiza erorilor de prognoză din ani succesivi, care au indicat alternanța tendințelor de supraestimare cu cele de subestimare a acestora. În aceste condiții, nu pot fi excluse posibile ajustări viitoare ale acestora mai ample raportat la coordonatele scenariului de bază al proiecției. Pentru evaluarea erorilor de prognoză care vizează rata anuală a inflației de la sfârșitul anului 2017 a se vedea Caseta 3.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime (cu precădere cele energetice) este evaluată ca fiind echilibrată. Persistă însă incertitudini cu privire la dinamica prețului petrolului, în condițiile influențelor asociate, pe de o parte, factorilor de ofertă, pe fondul acordului de plafonare a producției până la finele anului 2018, la care participă OPEC și unii producători din afara organizației, și, pe de altă parte, celor de cerere, în contextul revigorării activității la nivel global, concomitent menținerii riscurilor la adresa perspectivelor macroeconomice din economiile avansate și emergente majore.

⁸⁸ Acesta se referă în principal la reducerea impozitului pe profit și la recuperarea din punct de vedere fiscal încă din primul an a investițiilor eligibile efectuate.

⁸⁹ Creșteri neanticipate ale ratei dobânzii de politică monetară la nivelul SUA sunt posibile inclusiv în situația unei accelerări a inflației peste așteptări, pe fondul efectelor favorabile exercitate asupra cererii agregate de stimulul fiscal recent implementat.

Abrevieri

| | |
|----------|--|
| ANRE | Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei |
| APIA | Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură |
| BCE | Banca Centrală Europeană |
| BIM | Biroul Internațional al Muncii |
| BM | Banca Mondială |
| CE | Comisia Europeană |
| CEFTA | Acordul Central European de Liber Schimb |
| 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 | <i>overnight</i> |
| OPCOM | Operatorul pieței de energie electrică și de gaze naturale din România |
| OPEC | Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol |
| PCSU | Piața Centralizată pentru Serviciul Universal |
| PIB | produsul intern brut |
| PZU | Piața pentru Ziua Următoare |
| RMO | rezerve minime obligatorii |
| ROBOR | rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci |
| TVA | taxa pe valoarea adăugată |
| UE | Uniunea Europeană |
| USDA | Departamentul pentru agricultură al SUA |
| VAB | valoarea adăugată brută |
| 3M | 3 luni |
| 12M | 12 luni |
| 3Y | 3 ani |
| 5Y | 5 ani |
| 10Y | 10 ani |

Lista tabelelor din text

Caseta 2

| | | |
|-----------|---|----|
| Tabel A | Indicatori de competitivitate ai sectorului alimentar, poziționare relativă în raport cu statele comunitare | 27 |
| Tabel B | Eficiența producției în industria alimentară | 28 |
| Tabel 3.1 | Principalele poziții din contul financiar | 43 |
| Tabel 3.2 | Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale | 45 |
| Tabel 4.1 | Evoluția așteptată a variabilelor externe | 49 |
| Tabel 4.2 | Rata anuală a inflației în scenariul de bază | 50 |
| Tabel 4.3 | Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază | 51 |
| Tabel 4.4 | Contribuția componentelor la rata anuală a inflației | 51 |

Lista graficelor din text

| | | |
|-----------------|--|----|
| | Prognoza ratei inflației | 9 |
| Grafic 1.1 | Evoluția inflației | 13 |
| Grafic 1.2 | Energie | 14 |
| Caseta 1 | | |
| Grafic A | Prețuri agricole, de producție și de consum | 15 |
| Grafic B | Convergența prețurilor de consum | 16 |
| Grafic 1.3 | Evoluția prețurilor principalelor componente ale coșului de consum | 17 |
| Grafic 1.4 | Anticipații privind evoluția prețurilor | 18 |
| Grafic 2.1 | Contribuții la creșterea economică | 19 |
| Grafic 2.2 | Activitatea comercială și încrederea populației | 20 |
| Grafic 2.3 | Investiții | 21 |
| Grafic 2.4 | Construcții de locuințe | 22 |
| Grafic 2.5 | Exporturile de bunuri și servicii | 22 |
| Grafic 2.6 | Balanța bunurilor | 23 |
| Caseta 2 | | |
| Grafic A | Cererea și oferta de bunuri alimentare | 24 |
| Grafic B | Structura deficitului comercial asociat bunurilor alimentare | 25 |
| Grafic C | Efective de animale | 26 |
| Grafic 2.7 | Factori care limitează avansul producției industriale | 29 |
| Grafic 2.8 | Descompunerea productivității muncii ajustate ciclic | 29 |
| Grafic 2.9 | Efectivul salariaților din economie și tensionarea condițiilor pe piața muncii | 31 |
| Grafic 2.10 | Câștigul salarial nominal brut | 31 |
| Grafic 2.11 | Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime | 33 |

| | | |
|-----------------|---|----|
| Grafic 2.12 | Prețurile producției industriale pentru piața internă | 34 |
| Grafic 2.13 | Prețurile producției agricole | 34 |
| Grafic 2.14 | Costurile unitare cu forța de muncă | 35 |
| Grafic 3.1 | Ratele dobânzilor BNR | 39 |
| 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 | 41 |
| Grafic 3.4 | Ratele dobânzilor în sistemul bancar | 42 |
| Grafic 3.5 | Cursul de schimb nominal | 43 |
| Grafic 3.6 | Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune | 44 |
| Grafic 3.7 | Principalele componente ale masei monetare | 45 |
| Grafic 3.8 | Creditul acordat sectorului privat pe monede | 46 |
| Grafic 3.9 | Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale | 46 |
| Grafic 4.1 | Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent | 49 |
| Grafic 4.2 | Prognoza ratei inflației | 50 |
| Grafic 4.3 | Inflația anuală CORE2 ajustat | 51 |
| Grafic 4.4 | Inflația anuală a prețurilor LFO | 52 |
| Grafic 4.5 | Inflația anuală a prețurilor administrate | 52 |
| Grafic 4.6 | Inflația anuală a prețurilor combustibililor | 52 |
| Grafic 4.7 | Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică | 53 |
| Grafic 4.8 | Deviația PIB | 54 |
| Grafic 4.9 | Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv | 57 |
| Caseta 3 | | |
| Grafic A | Prognozele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2017 | 59 |
| Grafic B | Erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale CORE2 ajustat și componentelor exogene | 59 |
| Grafic C | Contribuția componentelor exogene la erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție | 60 |
| Grafic 4.10 | Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază | 61 |

