

BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației noiembrie 2019

Anul XV, nr. 58

# Raport asupra inflației

## Noiembrie 2019

## **NOTE**

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

Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a 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 6 noiembrie 2019, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 octombrie 2019.

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/>	
2. Evoluții ale activității economice	17
<hr/>	
1. Cererea și oferta	17
Casetă. Sectorul auto – sincope conjuncturale și metamorfoză structurală	24
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	40
2.1. Prețurile de import	40
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	41
3. Politica monetară și evoluții financiare	43
<hr/>	
1. Politica monetară	43
2. Piețe financiare și evoluții monetare	46
2.1. Ratele dobânzilor	47
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	49
2.3. Moneda și creditul	51
4. Perspectivele inflației	55
<hr/>	
1. Scenariul de bază	55
1.1. Ipoteze externe	55
1.2. Perspectivele inflației	57
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	61
1.4. Riscuri asociate proiecției	67
Abrevieri	70
Lista tabelor din text	71
Lista graficelor din text	71



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a revenit la limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, încheind trimestrul III 2019 la nivelul de 3,49 la sută (cu 0,35 puncte procentuale sub cel consemnat în luna iunie și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul prevăzut în cea mai recentă prognoză). Determinante pentru tendința dezinflaționistă au fost ieftinirile înregistrate pe segmentul legumelor, în contextul materializării unei recolte favorabile la nivel european. Influențe de sens opus au provenit din partea prețurilor produselor din tutun, respectiv a dinamizării ușoare a inflației de bază CORE2 ajustat, indicând persistența presiunilor inflaționiste din partea factorilor fundamentali. Rata anuală medie a inflației și-a continuat scăderea pe parcursul trimestrului III, până la 3,8 la sută în cazul indicelui determinat pe baza metodologiei naționale – IPC, și, respectiv, 3,9 la sută pentru indicatorul calculat conform structurii armonizate – IAPC. Totodată, indicatorul mediu anual a continuat să înregistreze cel mai ridicat nivel din rândul statelor membre ale UE pentru a paisprezecea lună consecutiv, ecartul față de media europeană menținându-se la peste 2 puncte procentuale.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a continuat și pe parcursul trimestrului III 2019 traiectoria ascendentă vizibilă de la începutul anului, ajungând la 3,4 la sută în luna septembrie, nivel superior cu 0,1 puncte procentuale celui consemnat la finele trimestrului anterior. Avansul componentei a fost indus în principal de segmentul mărfurilor alimentare, preponderent pe fondul persistenței efectelor virusului peștei porcine, cu impact la nivel global. În același timp, inflația de bază a continuat să recepteze în manieră persistentă presiuni pe canalul costurilor companiilor, în condițiile atât ale avansului consistent al veniturilor salariale, cât și, în perioada recentă, ale amplificării presiunilor din partea costurilor cu energia. În aceste condiții, dinamicile anuale ale prețurilor bunurilor nealimentare și serviciilor de piață au urcat gradual până la cele mai înalte valori ale acestei etape de expansiune economică.

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat în trimestrul II 2019 până la 3,2 la sută (-2,9 puncte procentuale comparativ cu intervalul anterior), exclusiv pe fondul încetinirii avansului anual al remunerării salariale. În schimb, și în perioada aprilie-august mișcarea dinamicii anuale a costurilor salariale unitare din industrie a fost de sens contrar, intensificându-se până la 14,1 la sută (+3,8 puncte procentuale față de primul trimestru al anului), nivel remarcabil în perioada postcriză, mai ales sub efectul pierderilor de productivitate. Ascensiunea, cu repercusiuni atât din perspectiva presiunilor inflaționiste, cât și a competitivității, a fost antrenată cu preponderență de sectorul prelucrător (excepții notabile fiind industria de prelucrare a hidrocarburilor și, respectiv, cea a altor mijloace de transport), în special ca rezultat al contracției producției, odată cu deteriorarea climatului macroeconomic din zona euro, principalul partener comercial.



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

În ședința din 5 august 2019, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, precum și a ratelor dobânzii la facilitățile de depozit și de credit, la 1,5 la sută și, respectiv, 3,5 la sută pe an. Rata anuală a inflației IPC a scăzut în luna iunie până la 3,8 la sută, de la 4,1 la sută în luna mai, ușor sub nivelul prognozat, dar deasupra intervalului de variație al țintei. Evoluția s-a datorat scăderii consistente a prețurilor legumelor și combustibililor. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat creșterea de la 2,7 la sută în martie la 3,3 la sută în iunie. Pe lângă influențele noii taxe din sectorul telecomunicațiilor și ale creșterii prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare, avansul a evidențiat presiuni inflaționiste în creștere pe partea cererii și a costurilor salariale, alături de ajustările în sens ascendent ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. Cea mai recentă prognoză reconfirmă perspectiva menținerii ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei până la finalul acestui an, urmată de revenirea și încadrarea acesteia în jumătatea superioară a intervalului, până la finele orizontului prognozei, pe o traiectorie relativ similară celei previzionate anterior.

Principalele incertitudini și riscuri asociate perspectivei inflației decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, iar evoluția deficitului de cont curent rămânea preocupantă. Incertitudini planau și asupra impactului noului indice IRCC asupra creditării și a mecanismului de transmisie a politicii monetare. Totodată, erau evidențiate proliferarea semnalelor de deteriorare a economiei zonei euro și a celei globale și sporirea incertitudinilor asociate perspectivei acestora, mai cu seamă în contextul tensiunilor comerciale și al *Brexit*. Deosebit de relevante rămăneau deciziile de relaxare a politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, datele statistice au indicat majorarea ratei anuale a inflației IPC în luna iulie la 4,1 la sută, de la 3,8 la sută în iunie, urmată de scăderea acesteia la 3,9 la sută în luna august. Evoluțiile plasau rata anuală a inflației deasupra intervalului de variație asociat țintei, fiind, totodată, în linie cu cea mai recentă prognoză. Evoluția s-a înregistrat în principal pe seama creșterii prețurilor produselor din tutun și, într-o mai mică măsură, a dinamicii ascendente a prețului combustibililor și a inflației de bază, al cărui impact a fost doar parțial contrabalansat de cel al temperării creșterii anuale a prețurilor administrate și a prețurilor alimentare volatile. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să crească, relativ mai lent decât s-a anticipat, mărindu-se de la 3,3 la sută în luna iunie la 3,4 la sută în august, pe fondul, pe de o parte, al majorării prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare, iar pe de altă parte, al reducerii tarifelor unor servicii de telefonie. Presiunile inflaționiste pe partea cererii și a costurilor salariale au continuat să rămână semnificative. Datele statistice privind creșterea economică în trimestrul II 2019 au indicat o ușoară decelerare a PIB real la 4,4 la sută, de la 5 la sută în trimestrul anterior (variații anuale). Pe partea cererii, contribuția adusă de consumul gospodăriilor populației a rămas semnificativă, cu toate că s-a redus, fiind depășită marginal de cea a formării brute de capital fix, a cărei dinamică anuală a crescut substanțial (până la 18 la sută, de la 3,9 la sută în trimestrul I). Exportul net și-a diminuat aportul negativ la dinamica PIB, pe fondul încetinirii mai pregnante

a creșterii anuale a importurilor în raport cu cea a exporturilor de bunuri și servicii, regăsită și în relativa încetinire a ritmului anual de creștere a soldului negativ al balanței comerciale. Deficitul de cont curent și-a accelerat însă adâncirea în raport cu aceeași perioadă a anului anterior, ca urmare a deteriorării balanței veniturilor primare și a celei a veniturilor secundare.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 3 octombrie 2019, cele mai recente evaluări relevau perspectiva menținerii ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei până la finele anului curent, pe o traiectorie ușor inferioară celei evidențiate în cea mai recentă prognoză pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din august 2019. Factorii de incertitudine identificați anterior își mențineau relevanța, cu accentuarea relativă a celor provenind din partea configurației mediului extern, în condițiile slăbirii tot mai evidente a activității economice din zona euro și de la nivel global. Deosebit de relevante au fost considerate perspectivele relaxării conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și comportamentul băncilor centrale din regiune.

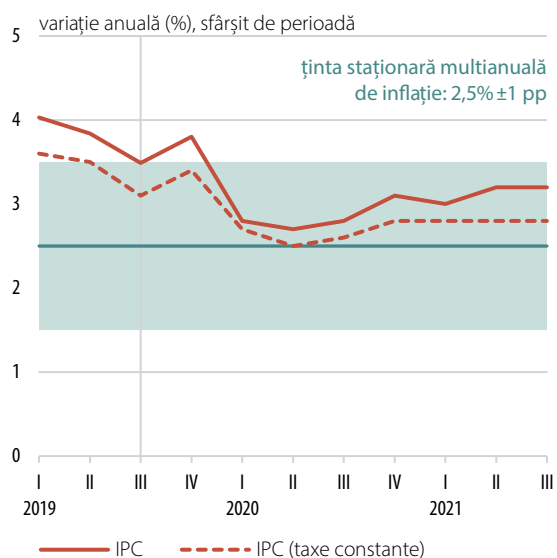
Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, concomitent cu păstrarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, Consiliul de administrație a subliniat că mixul echilibrat de politici macroeconomice și implementarea de reforme structurale care să stimuleze potențialul de creștere pe termen lung sunt esențiale pentru menținerea stabilității macroeconomice și întărirea capacității economiei românești de a face față unor eventuale evoluții adverse.

## Perspectivile inflației

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC va atinge 3,8 la sută la sfârșitul anului 2019, 3,1 la sută la finele anului 2020 și 3,2 la sută la orizontul proiecției (trimestrul III 2021). Față de *Raportul* precedent, noul scenariu prevede înregistrarea unor valori mai reduse pentru întregul interval de prognoză, respectiv cu 0,4 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent și cu 0,3 puncte procentuale pentru decembrie 2020. Pentru 2019, evoluția marginal mai favorabilă a componentelor exogene ale coșului de consum a fost potențată de proiectarea unui avans mai puțin alert decât cel anticipat anterior al inflației de bază, în timp ce pentru finele anului 2020 și, respectiv, pentru restul intervalului de prognoză revizuirii descendente sunt atribuite în totalitate indicelui CORE2 ajustat. Pentru finele anului curent, în cazul componentelor exogene, revizuirea cea mai amplă este asociată ieftinirilor recente înregistrate pe segmentul legumelor, în contextul unei recolte favorabile la nivel european, modificări de mai mică amplitudine și de sens opus (ascendent) vizând evoluția prețurilor administrate și a celor ale combustibililor.

Datele publicate ulterior *Raportului* din august 2019 au consemnat o dinamică în decelerare a activității economice în trimestrul II, precum și în perioada mai recentă, pe fondul unei deteriorări notabile a parcursului exporturilor, în condițiile în care contextul internațional a contribuit decisiv la contracția sectorului industrial din România. În același timp, avansul consumului populației a decelerat în trimestrul II,

## Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

În timp ce aportul formării brute de capital fix la creșterea economică a fost unul consistent, însă de așteptat a fi doar temporar – fiind asociat, pe de o parte, unor stimuli de ordin fiscal ce au vizat sectorul construcțiilor, iar pe de altă parte, unei majorări a cheltuielilor de investiții publice, derulate în contextul ciclului electoral, cu un aport la finanțare provenind parțial și din fonduri europene. În aceste condiții, pentru a doua jumătate a anului și pentru 2020 se anticipează continuarea tendinței de decelerare a activității economice, dată fiind epuizarea treptată a stimulilor fiscali din partea autorităților și pe fondul perspectivelor mai puțin favorabile de evoluție a activității economice a partenerilor externi. Structura creșterii economice va continua să reflecte contribuția predominantă a consumului populației, în timp ce exporturile nete de bunuri și servicii sunt prevăzute să marcheze noi contribuții negative, în ușoară atenuare

pe parcursul intervalului analizat. În cazul formării brute de capital fix, aportul la creșterea economică este de așteptat să fie semnificativ în anul curent, însă moderat ca intensitate pe termen mediu, valorile proiectate la acest orizont (de așteptat să graveze în apropierea mediei indicatorului înregistrate în perioada postcriză) reflectând persistența deficiențelor structurale ale economiei.

Pornind de la cele mai recente valori, scenariul de bază prevede continuarea majorării soldului negativ al balanței comerciale, compensată doar parțial de evoluția sectorului servicii, având ca efect, în perspectivă, continuarea lărgirii deficitului de cont curent. În consecință, indicatorul este de așteptat să depășească, încă din cursul anului curent, valoarea de tip „reper” de 4 la sută din PIB stipulată de Comisia Europeană ca indicator multianual de dezechilibru macroeconomic pentru țările membre ale Uniunii Europene<sup>1</sup>. Pe fondul acumulării într-un ritm mai rapid a dezechilibrelor în plan extern în cazul României comparativ cu economiile din regiune și, implicit, al manifestării unor dificultăți în asigurarea finanțării integrale a acestuia din surse non-generatoare de noi datorii, această evoluție este de natură a amplifica o serie de vulnerabilități economice, cu impact inclusiv asupra gradualității și, respectiv, a consecințelor în plan macroeconomic ale ajustărilor viitoare necesare corectării acestor dezechilibre.

După creșterile înregistrate în prima jumătate a anului curent, deviația PIB de la nivelul potențial este proiectată a manifesta o relativă plafonare până la orizontul primului semestru al anului viitor. Ulterior, *gap*-ul PIB se reînscrie pe o traiectorie ascendentă, reflectând accentuarea substanțială a stimulilor fiscali, pe seama prevederilor Legii pensiilor (cu un impact mai semnificativ începând din septembrie 2020). În paralel, setul condițiilor monetare reale în sens larg va continua să rămână stimulat, deși în diminuare continuă a intensității în următoarele opt trimestre, în timp ce influența

<sup>1</sup> Indicatorul este calculat ca medie a valorilor pentru ultimii trei ani. Detalii pot fi regăsite pe *website*-ul Comisiei Europene, Secțiunea „Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard”.

provenind din partea cererii externe este prefigurată la cote relativ reduse și inferioare celor din runda anterioară. De altfel, aportul mai scăzut din partea cererii externe efective este principalul responsabil pentru valorile mai reduse ale deviației PIB față de *Raportul* anterior pe întregul interval de prognoză. În sens invers acționează caracterul ușor mai stimulat din partea indicelui condițiilor monetare în sens larg, indus de aportul majorității componentelor acestuia, în timp ce impactul conduitei politicii fiscale este proiectat a fi apropiat celui din runda anterioară, în condițiile menținerii calendarului majorărilor semnificative ale punctului de pensie.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a atinge nivelul de 3,4 la sută la finele anului curent; ulterior, traiectoria acesteia va reflecta presiuni dezinflaționiste de natură temporară, atribuite în principal unor efecte de bază induse de creșterea alertă a indicelui din prima parte a anului curent. Pornind de la un nivel minim de 2,8 la sută așteptat să fie atins în iunie 2020, indicatorul va evolua ascendent, în tandem cu presiunile inflaționiste implicate de majorarea excesului de cerere agregată din economie și pe fondul intensificării graduale a celor provenind din partea prețurilor bunurilor din import exprimate în lei. La rândul lor, așteptările privind inflația pe termen mediu se vor menține la niveluri ridicate, ancorate în jumătatea superioară a intervalului țintei. Ca urmare, valorile proiectate ale ratei anuale a inflației CORE2 ajustat sunt de 3,2 la sută în decembrie 2020 și, respectiv, de 3,4 la sută în septembrie 2021.

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

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază, cu precădere pe seama factorilor specifici mediului intern. Riscuri apreciable continuă să fie asociate și contextului extern, însă presiunile provenind din această sursă sunt evaluate a avea mai degrabă un potențial net dezinflaționist.

Un risc a cărui relevanță a crescut în runda curentă se referă la evoluția viitoare a prețurilor administrate, în special a celor ale energiei electrice și gazelor naturale pentru consumatorii casnici finali, în contextul în care acestea au fost afectate de prevederile OUG nr. 114/2018. În aceste condiții, o reinițiere a procesului de liberalizare a acestor categorii de prețuri ar fi marcată de incertitudini inerente privind secvențialitatea acestui proces și, implicit, ar greva asupra severității abaterilor ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază al proiecției.

Pe baza celor mai recente informații privind execuția bugetară, conduita politicii fiscale și a celei de venituri își păstrează relevanța ca sursă apreciable de riscuri pe intervalul de proiecție. Configurația viitoare a acestor politici, aflată sub spectrul calendarului electoral încărcat din intervalul 2019-2020 – cu runde succesive de alegeri prezidențiale, locale și parlamentare –, apare drept necesitând măsuri compensatorii substanțiale, în vederea încadrării în plafoanele bugetare consistente cu definiția solidității finanțelor publice. Astfel de măsuri vor contribui la asigurarea

unui mix echilibrat de politici economice, inclusiv din perspectiva realizării unei compresii a cererii agregate excedentare din economie și implicit a diminuării riscurilor unei continuări a amplificării dezechilibrului extern.

Rămân deosebit de preocupante și în runda curentă riscurile asociate evoluțiilor de pe piața muncii, pe fundalul menținerii gradului ridicat de tensionare a acesteia, o caracteristică vizibilă și în plan regional. În aceste circumstanțe, presiuni în accentuare asupra salariilor prezintă un potențial apreciabil, putând conduce la reconfigurarea traiectoriei inflației raportat la cea din scenariul de bază. Din perspectiva corectării acestor dezechilibre, este reclamată necesitatea implementării de reforme structurale cu adresabilitate directă pe această piață, însă efectele potențial favorabile, chiar în scenariul unei implementări imediate a acestora, ar urma să se concretizeze, cel mai probabil, doar într-un orizont de timp mediu.

Pe plan extern, incertitudini sunt asociate ritmului de decelerare a activității economice globale, într-un context internațional marcat de tensiuni geopolitice recurente și posibile escaladări ale conflictelor comerciale și tehnologice, în particular cele dintre SUA și China. Orice amplificare a acestor tensiuni ar putea determina, ca efect direct, o generalizare a măsurilor protecționiste impuse în mod unilateral de diverse țări, iar ca efect indirect, o încetinire mai accentuată a activității economice în China, relevantă din perspectiva rolului deținut de aceasta în lanțul global de valoare adăugată. Împreună sau separat, acestea pot conduce la perturbații semnificative ale activității economice, cu consecințe directe și semnificative asupra unor economii mici și deschise, cum este cea a României. În sensul atenuării unora dintre aceste riscuri, printr-un impact mai accentuat stimulativ asupra cererii agregate de la nivel mondial, ar putea acționa conduita mai accentuată acomodativă a politicilor monetare ale principalelor bănci centrale. Configurația finală a *Brexit* continuă să reprezinte o sursă importantă de incertitudini, finalitatea și impactul acestuia rămânând marcate de numeroase necunoscute, care fac dificilă anticiparea deznodământului acestui proces și, implicit, evaluarea impactului asupra cadrului macroeconomic al economiei românești.

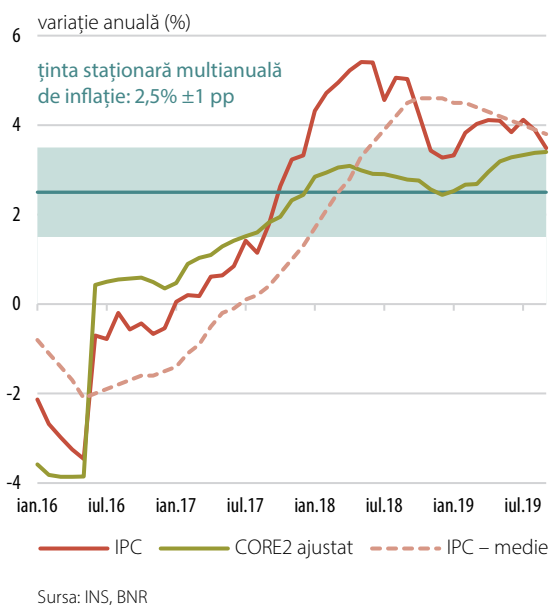
## Decizia de politică monetară

Având în vedere caracteristicile noii prognoze pe termen mediu a inflației, dar și multitudinea incertitudinilor și riscurilor induse la adresa ei de mediul intern și de cel extern, inclusiv în contextul așteptărilor/deciziilor de relaxare a conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed și al atitudinii probabile a băncilor centrale din regiune, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 6 noiembrie 2019 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută, concomitent cu păstrarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. În același timp, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,50 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

# 1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a revenit la limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, încheind trimestrul III 2019 la nivelul de 3,49 la sută (cu 0,35 puncte procentuale sub cel consemnat în luna iunie). Determinante pentru tendința dezinflaționistă au fost ieftinirile înregistrate pe segmentul legumelor, în contextul materializării unei recolte favorabile la nivel european, dar și reducerea prețului gazelor naturale pentru populație începând cu 1 iulie. Influențe de sens opus au provenit din partea prețurilor produselor din tutun, respectiv a dinamizării ușoare a inflației de bază CORE2 ajustat (până la 3,4 la sută în luna septembrie, față de 3,3 la sută cu trei luni în urmă), indicând persistența presiunilor inflaționiste din partea factorilor fundamentali (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

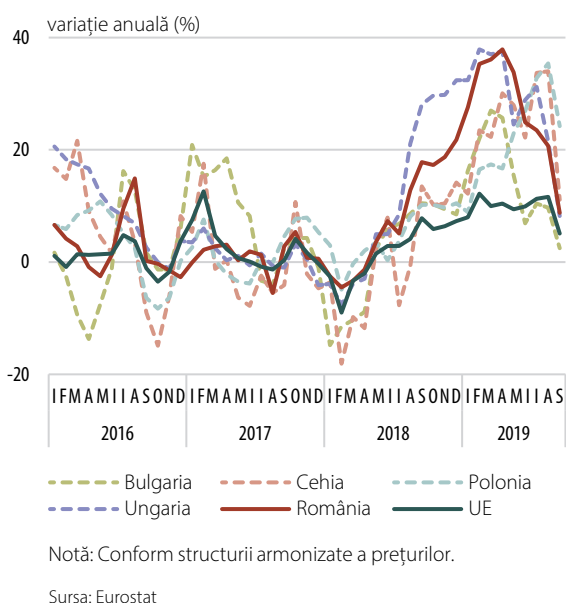


Traectoria descendentă urmată în trimestrul III 2019 de rata anuală a inflației IPC a fost antrenată cu precădere de grupa bunurilor cu prețuri volatile, preponderent ca urmare a scăderii prețurilor legumelor pe tot parcursul intervalului, sub mediile sezoniere pentru această perioadă. Mișcarea a fost indusă de recolta bună înregistrată atât pe plan local, cât și de principalii parteneri comerciali europeni, în antiteză cu nivelul producției din anul anterior, care împinsese inflația anuală pe segmentul legumelor la valori extrem de înalte, în jurul a 30 la sută, maximum ultimilor șapte ani (Grafic 1.2).

Tabloul a fost completat de reducerea dinamicii anuale a prețurilor combustibililor, ieftinirea marginală din ultimele două luni ale trimestrului III 2019 suprapunându-se unui efect statistic favorabil asociat majorării ample a prețului în

septembrie 2018. La baza evoluțiilor recente a stat traectoria descendentă a cotației Brent – aceasta a atins în luna august cel mai redus preț mediu din acest an, într-un context extern dominat în continuare de incertitudini privind condițiile comerciale și potențialul de creștere economică la nivel global. Pe acest fond, episodul de creștere a cotației petrolului din a doua jumătate a lunii septembrie, cauzat de atacurile asupra rafinăriilor saudite, s-a dovedit a fi unul efemer, fără repercusiuni încă asupra prețului plătit de consumatori pentru carburanți (Grafic 1.3).

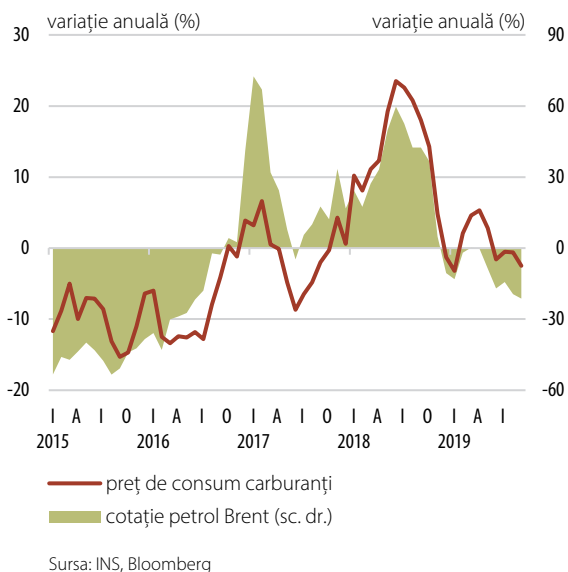
Grafic 1.2. Prețurile legumelor în Europa



De asemenea, produsele cu prețuri administrate și-au redus presiunea exercitată asupra ratei anuale a IPC, odată cu ieftinirea consistentă a gazelor naturale în urma deciziei ANRE din 24 iunie 2019. Aceasta a fost motivată de prevederile OUG nr. 114/2018, care plafona prețul de vânzare a gazelor naturale rezultate din activitatea de producție internă curentă către furnizorii clienților casnici la 68 lei/MWh. Suplimentar, s-a manifestat și efectul favorabil al ieșirii din baza de calcul a scumpirilor la utilități din luna august 2018.

Între componentele exogene, singura influență notabilă în sensul accelerării ratei anuale a inflației a revenit prețului produselor din tutun, creșterea de 50 de bani pentru un pachet de țigarete – a treia din acest an – neavând la bază de această dată o majorare a accizei.

Grafic 1.3. Cotația țițeiului și prețul carburanților



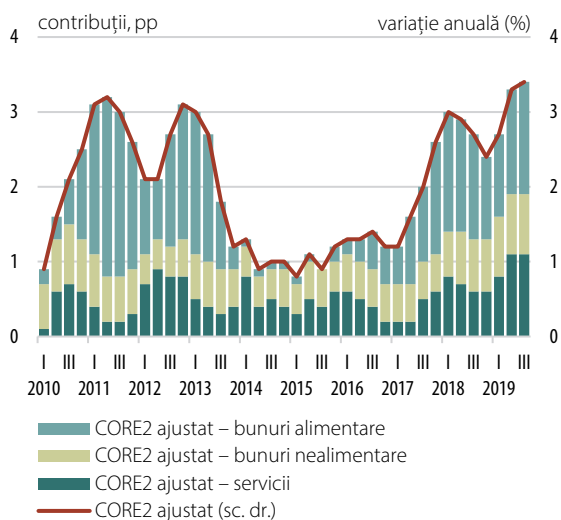
Totodată, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a continuat traiectoria ascendentă observată de la începutul anului 2019, ajungând la 3,4 la sută în luna septembrie – nivel superior cu 0,1 puncte procentuale celui consemnat la finele trimestrului anterior și cea mai ridicată valoare a indicatorului din ultimii 10 ani<sup>2</sup> (Grafic 1.4). Accelerarea a fost indusă în principal de segmentul mărfurilor alimentare, preponderent pe fondul persistenței efectelor virusului pestei porcine care a afectat oferta de carne de porc la nivel global. Pe plan local, identificarea unor noi focare de pestă africană în prima parte a trimestrului III în sudul țării a dus numărul total de porcine sacrificate la aproape 500 000. Astfel, prețurile de consum au urcat în septembrie la 5,8 la sută (în termeni anuali), semnificativ însă sub avansul prețului agricol al cărnii de porc, rămânând o sursă de presiune asupra inflației IPC, cu precădere spre finalul anului,

când sezonitatea specifică grupei sugerează scumpiri mai accelerate. Importantă a fost și întreruperea, după aproape doi ani, a ciclului de scăderi (în termeni anuali) ale prețului de consum al zahărului, odată cu anticiparea unei reduceri a producției de trestie de zahăr a Indiei în 2019-2020, alături de dirijarea unei proporții mai mari din recolta braziliană către producția de etanol.

<sup>2</sup> Odată excluse efectele de runda I ale modificărilor cotelor TVA.



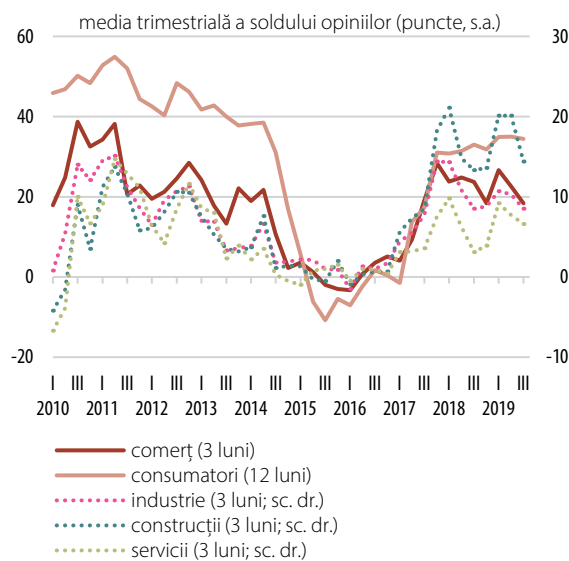
Grafic 1.4. Componentele inflației de bază\*



\*) exclusiv efectul direct al modificărilor cotelor TVA

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

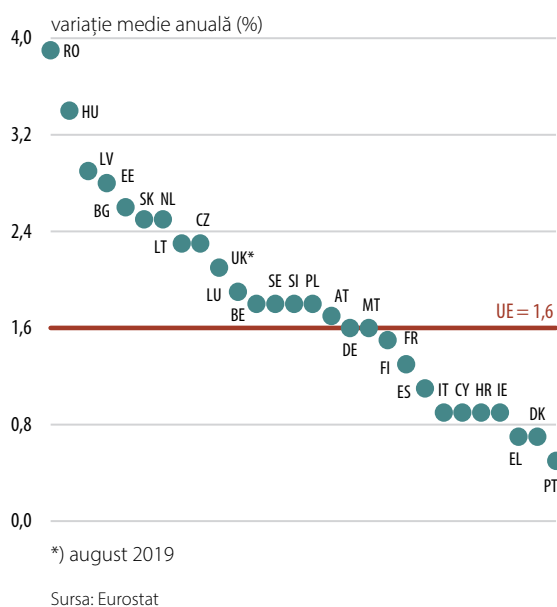
Dincolo de aceste șocuri specifice de ofertă, traiectoria ratei anuale a inflației CORE2 ajustat continuă să se afle sub amprenta persistenței unui climat macroeconomic inflaționist, caracterizat de un excedent consistent de cerere, alimentat de dinamici anuale de două cifre ale veniturilor salariale nete. De asemenea, pe partea ofertei agregate, creșterea cheltuielilor cu forța de muncă, alături de presiunile recente din sfera costurilor cu energia, erodează marjele producătorilor și reclamă majorări de prețuri. În aceste condiții, dinamicile anuale ale bunurilor nealimentare și serviciilor de piață au urcat gradual până la cele mai înalte valori ale acestei etape de expansiune economică.

În planul anticipațiilor inflaționiste, în trimestrul III 2019 atât consumatorii, cât și operatorii economici din toate sectoarele și-au ajustat descendent așteptările privind evoluția prețurilor (Grafic 1.5). Cele mai mari reduceri se remarcă în cazul agenților din construcții și comerț, consumatorii rămânând însă mai sceptici în privința tendinței dezinflaționiste (în cazul acestora s-a înregistrat doar o diminuare marginală a soldului conjunctural). Totodată, opiniile formulate de analiștii bancari conturează un peisaj mixt. Pe de o parte, aceștia și-au revizuit la valori ușor mai reduse comparativ cu perioada anterioară anticipațiile pentru rata anuală a inflației la finele anului 2019, iar, pe de altă parte, ratele așteptate ale inflației pe orizonturile mai îndepărtate (până la doi ani) au fost recalibrate la valori marginal mai ridicate comparativ cu perspectiva prevalentă în trimestrul II 2019. Însă, în ambele cazuri, analiștii bancari au menținut valorile așteptate pentru ratele de inflație în intervalul de variație asociat țintei staționare.

În trimestrul III 2019, valoarea medie a ratei anuale a inflației IPC a urmat o traiectorie descendentă, atât pe fondul reducerii dinamicii anuale a IPC, cât și datorită unor efecte de bază favorabile. Astfel, determinată pe baza metodologiei naționale, inflația medie anuală a coborât ușor, până la 3,8 la sută în luna septembrie, în timp ce rata



Grafic 1.6. IAPC mediu anual în UE – sep. 2019



calculată conform structurii armonizate s-a restrâns până la 3,9 la sută. Acesta din urmă continuă să fie cel mai ridicat nivel din rândul statelor membre ale UE pentru a paisprezecea lună consecutiv, diferența față de media europeană rămânând semnificativă, de peste 2 puncte procentuale (Grafic 1.6).

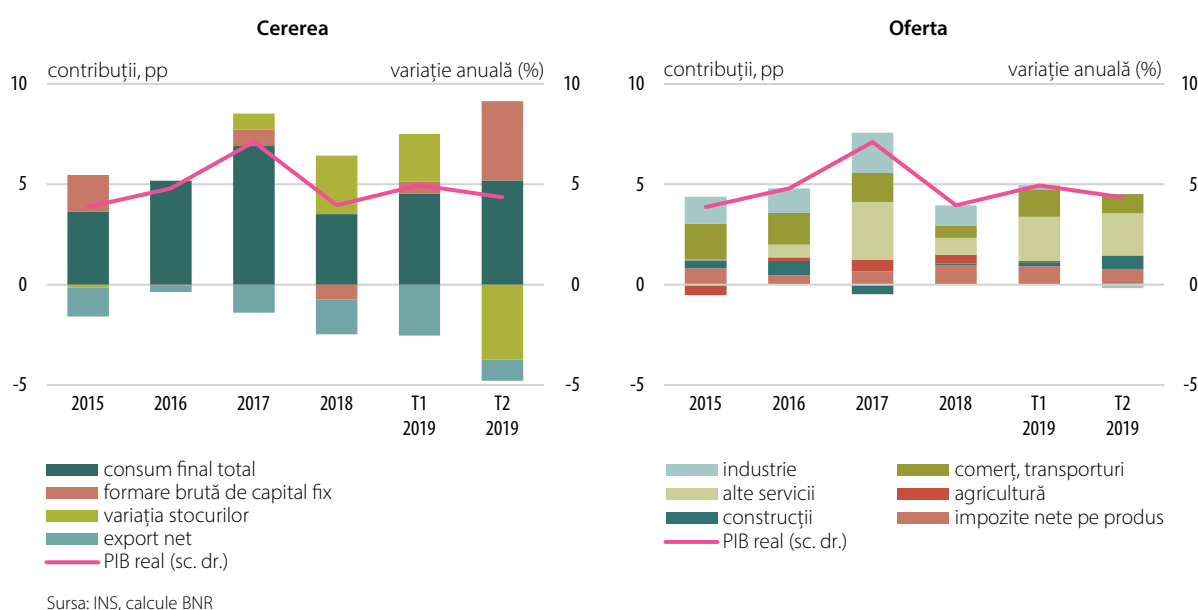
Rata anuală a inflației la finele trimestrului III 2019 s-a situat sub valoarea anticipată în ediția din august a *Raportului asupra inflației* (3,5 la sută, comparativ cu o prognoză de 3,7 la sută). Diferența a fost determinată în principal de scăderea substanțială a prețului legumelor, tendință care de altfel a fost cvasigeneralizată în rândul statelor UE. În același timp, și nivelul înregistrat de inflația de bază CORE2 ajustat în luna septembrie (3,4 la sută, variație anuală) a fost inferior celui prognozat cu 0,2 puncte procentuale.

## 2. Evoluții ale activității economice

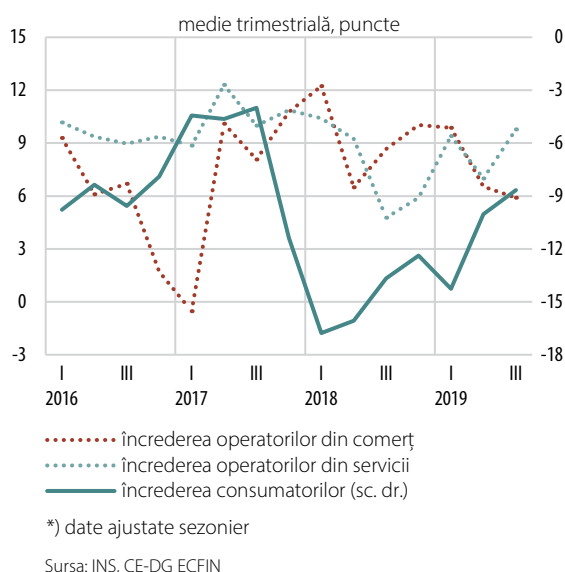
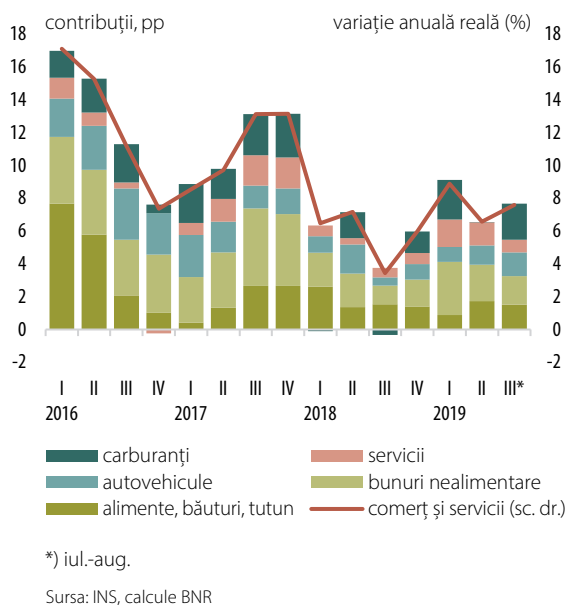
### 1. Cererea și oferta

PIB real și-a păstrat și în trimestrul II 2019 o dinamică anuală alertă (4,4 la sută), susținută de menținerea unei cereri ridicate de consum, dar și cu un suport mai consistent din partea investițiilor. Totuși, comparativ cu primele trei luni, activitatea economică și-a atenuat ușor ritmul (cu 0,6 puncte procentuale), ca rezultat al frânării exporturilor, afectate de contextul internațional. La rândul lor, importurile s-au temperat (inclusiv pe filiera *input*-urilor pentru fabricarea produselor destinate exporturilor), insuficient însă pentru a înlătura efectul de erodare imprimat de exportul net asupra dinamicii PIB. Din perspectiva ofertei, parcursul nefavorabil al cererii externe și-a pus amprenta asupra activității industriale, care a consemnat, pentru prima oară în ultimii șase ani, un aport negativ la creșterea anuală a economiei (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Menținându-se pe traiectoria din ultimii ani, consumul final al populației a avansat într-un ritm înalt (6 la sută în termeni anuali), tendință care va caracteriza probabil și perioada următoare, în contextul în care indicatorul de încredere a populației și-a păstrat panta ascendentă și în trimestrul III. Principala contribuție va reveni în continuare creșterii robuste a veniturilor din salarii și pensii (inclusiv ca urmare a majorării punctului de pensie la 1 septembrie 2019). Totodată, activitatea de creditare pe segmentul de consum pare să se intensifice (după cum indică evoluția creditelor noi în intervalul iulie-august), sub impulsul relativei îmbunătățiri a condițiilor de cost în ultimele luni (Grafic 2.2).

**Grafic 2.2. Perspective privind consumul populației\***

**Grafic 2.3. Activitatea comercială**


Nivelul ridicat al cererii de consum este reflectat și de cifra de afaceri din comerțul cu amănuntul. Deși comparativ cu trimestrul I volumul achizițiilor comerciale și-a încetinit avansul anual, aportul principal a aparținut comerțului cu carburanți, componentă cu un parcurs volatil; excluzând acest produs, cifra de afaceri aferentă comerțului cu bunuri și servicii și-a păstrat ritmul alert de creștere – circa 8 la sută în trimestrul II și circa 7 la sută în lunile iulie-august. În structură, achizițiile de bunuri de folosință îndelungată s-au extins atât pe segmentul produselor pentru dotarea locuinței, odată cu efervescența din sectorul imobiliar, cât și pe segmentul auto. În acest din urmă caz, achizițiile de unități noi efectuate de populație și-au consolidat poziția, primele nouă luni consemnând un avans de aproape 30 la sută față de aceeași perioadă a anului anterior. Concomitent, interesul pentru mașini second hand (aproximat prin numărul înmatriculărilor) a continuat să scadă (cu 5 la sută în ianuarie-septembrie față de intervalul similar al anului anterior), înregistrându-se și o îmbunătățire a structurii parcului auto în funcție de vechime, prin restrângerea numărului de autoturisme mai vechi de 12 ani<sup>3</sup> (Grafic 2.3).

Execuția bugetului general consolidat a generat în trimestrul II un deficit de 14,5 miliarde lei (echivalent cu 1,4 la sută din PIB), sensibil superior celui din aceeași perioadă a anului anterior (10,5 miliarde lei, respectiv 1,1 la sută din PIB). Totodată, amplificarea soldului negativ față de cel consemnat în primul trimestru al anului<sup>4</sup> a fost mai pronunțată decât cea evidențiată în 2018<sup>5</sup>. Ea fost în principal rezultatul majorării cheltuielilor bugetare totale<sup>6</sup>, predominant pe seama creșterii componente curente – mai ales a cheltuielilor de personal, cu dobânzile<sup>7</sup>, cu bunuri

<sup>3</sup> Conform Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile.

<sup>4</sup> În primul trimestru din 2019 execuția bugetului general consolidat a generat un deficit de 5,5 miliarde lei (echivalent cu 0,5 la sută din PIB).

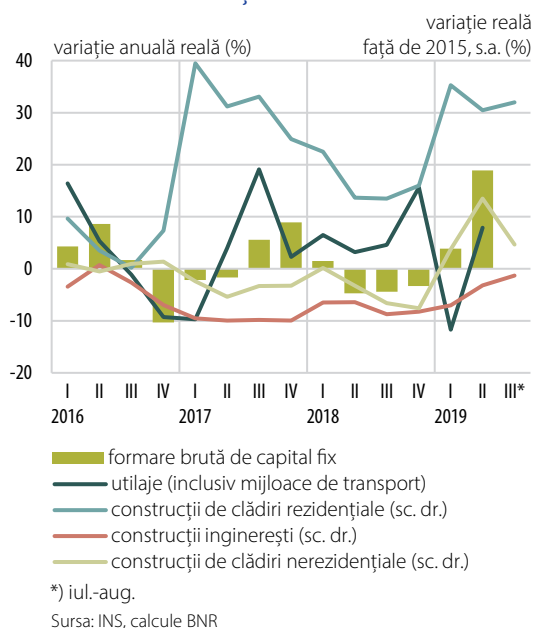
<sup>5</sup> În trimestrul I din 2018 deficitul bugetar a fost de 4,5 miliarde lei (echivalent cu 0,5 la sută din PIB).

<sup>6</sup> Cheltuielile bugetare totale și-au accelerat ușor creșterea anuală reală (la 11,6 la sută, față de 9,1 la sută în trimestrul precedent).

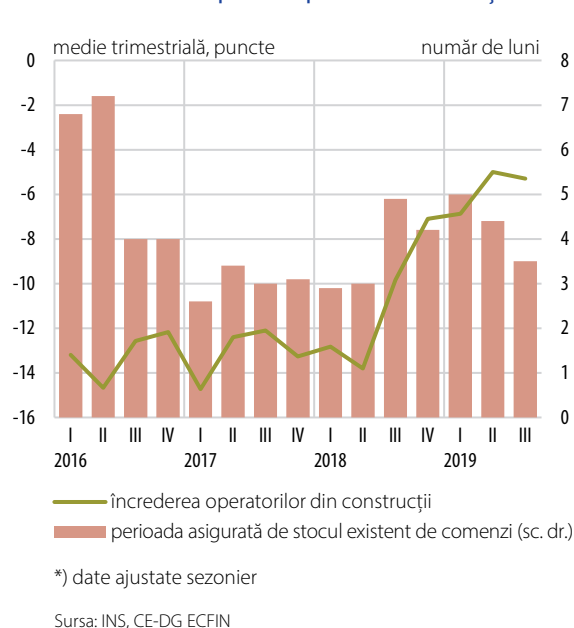
<sup>7</sup> Acestea și-au temperat totuși creșterea anuală reală.

și servicii și a altor cheltuieli – dar și cu aportul componentei de capital. În același sens a acționat și ușoara reducere a veniturilor bugetare totale<sup>8</sup>, datorată atât unui efect de bază<sup>9</sup>, cât mai ales unor restituiri de taxe<sup>10,11</sup>, al căror impact a fost totuși în mare parte contrabalansat de majorarea semnificativă a veniturilor nefiscale – inclusiv pe fondul devansării plății unor dividende de către entități cu capital de stat –, precum și de creșterea veniturilor din contribuții de asigurări.

Grafic 2.4. Investiții



Grafic 2.5. Perspective privind construcțiile\*



Formarea brută de capital fix și-a consolidat traiectoria ascendentă, ritmurile trimestriale alerte înregistrate de la începutul acestui an plasând volumul investițiilor la un nivel superior cu 18,9 la sută celui din trimestrul II 2018. Evoluția a fost imprimată de expansiunea activității de construcții și, în măsură mai mică, de revigorarea achizițiilor de echipamente (Grafic 2.4). În domeniul construcțiilor, așteptările operatorilor de profil rămân favorabile, încrederea acestora<sup>12</sup> menținându-se și în perioada iulie-septembrie la valori superioare mediei anului 2018, pe fondul ameliorării reglementărilor pe piața forței de muncă din construcții (prin acordarea de facilități fiscale și relaxarea condițiilor privind angajarea de personal non-UE). Totodată, impulsurile asociate ciclului electoral și exercițiului de finanțare europeană multianuală sunt de natură a stimula investițiile publice în următoarele luni (Grafic 2.5). În schimb, achizițiile de echipamente vor pierde probabil din intensitate, în contextul în care tensiunile și incertitudinea care persistă pe plan mondial alimentează tendința

<sup>8</sup> Dinamica anuală reală a veniturilor bugetare totale a continuat să fie inferioară celei a cheltuielilor bugetare totale, menținându-se la un nivel comparabil cu cel din trimestrul anterior (8,3 la sută, față de 8,5 la sută în intervalul ianuarie-martie).

<sup>9</sup> Asociat plăților mai mari de impozite și taxe pe proprietate caracteristice primului trimestru din an.

<sup>10</sup> În contextul aplicării prevederilor Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 52/2017 privind restituirea sumelor reprezentând taxa specială pentru autoturisme și autovehicule, taxa pe poluare pentru autovehicule, taxa pentru emisiile poluante provenite de la autovehicule și timbrul de mediu pentru autovehicule.

<sup>11</sup> La nivelul veniturilor fiscale au fost consemnate ușoare scăderi și în cazul veniturilor din TVA și din impozitul pe profit, acestea diminuându-și totodată avansul în termeni anuali reali.

<sup>12</sup> Conform Sondajului CE-DG ECFIN.

de amânare a deciziilor de investire. În concluzie, deși alert, avansul formării brute de capital fix are un efect limitat în planul consolidării potențialului economiei, având în vedere aportul minoritar al achizițiilor de natură tehnologică.

Beneficiind și în trimestrul II de condiții meteorologice favorabile, lucrările de construcții pentru obiective noi s-au extins cu aproape 37 la sută (variație anuală), traiectorie susținută de ritmuri trimestriale de peste 10 la sută atât la nivelul lucrărilor pentru clădiri, cât și al celor ingineresti (o contribuție a venit în însă și rezultatelor modeste din perioada de bază).

Construcțiile rezidențiale și-au menținut evoluția pozitivă (36,7 la sută în termeni anuali), pe fondul cererii robuste, alimentată de creșterea alertă a veniturilor populației pe parcursul ultimelor trimestre, dar și de reducerea la 5 la sută a cotei TVA în cazul achiziționării celei de-a doua locuințe. În următoarele luni, activitatea acestui segment va rămâne probabil în aceleași coordonate, semnalele pozitive identificate anterior pentru întregul sector economic fiind suplimentate cu indicii specifice componentei rezidențiale. Mai precis, cererea de locuințe se păstrează ridicată, după cum ilustrează accentuarea ușoară a intenției consumatorilor de a achiziționa sau de a construi o locuință, remarcată în primele trei trimestre din 2019, comparativ cu media din anul precedent (potrivit Sondajului CE-DG ECFIN). De asemenea, declinul din semestrul I al activității de creditare, ca urmare a măsurilor prudențiale adoptate de BNR la începutul acestui an, este posibil să se întrerupă, evoluție sugerată de datele efective pentru perioada iulie-august, concomitent cu anticiparea stabilizării pieței creditelor pentru locuințe în trimestrul III, atât la nivelul cererii, cât și al standardelor aplicate de băncile comerciale<sup>13</sup>.

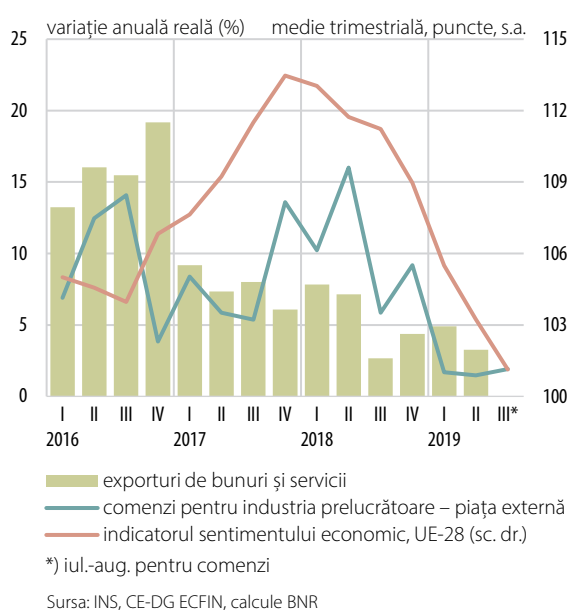
O creștere accelerată au consemnat și clădirile nerezidențiale (57,6 la sută în trimestrul II, variație anuală), iar pentru a doua jumătate din 2019 semnalele din piață indică posibilitatea majorării livrărilor de suprafețe noi pe toate segmentele majore – industrial-logistic, comercial și birouri. De asemenea, activitatea pe segmentul construcțiilor ingineresti s-a intensificat (până la 14,4 la sută în termeni anuali), evoluția confirmând tendința de revenire manifestată de la debutul anului. Astfel, investițiile totale realizate de sectorul public prin utilizarea de resurse financiare naționale și absorbția de fonduri europene nerambursabile s-au majorat cu 69 la sută în primele opt luni.

Dinamizarea formării brute de capital fix a fost susținută și de avansul cu 7,9 la sută al achizițiilor de utilaje (inclusiv autovehicule cumpărate de companii și instituții), proiectele de investiții finalizate sau în derulare în semestrul I vizând extinderea sau modernizarea capacităților de producție (de exemplu, în industria materialelor de construcții, industria auto, industria aeronautică, prelucrarea țiteiului, industria alimentară, fabricarea de produse electrocasnice, cosmetice, mobilier pentru birouri). Totuși, acumulările de capital fix își vor diminua probabil intensitatea în următoarele luni. Indicii în acest sens se conturează la nivelul industriei prelucrătoare, unde suflul relativ slab al comenzilor, îndeosebi al celor pentru export, se reflectă în scăderea gradului de utilizare a capacităților de producție (până la minimul ultimilor nouă ani).

<sup>13</sup> Conform Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (august 2019).

Temperarea apetitului pentru investiții de natură tehnologică pe ansamblul economiei afectează ramurile industriale producătoare de bunuri de capital, al căror portofoliu de comenzi interne și-a redus la jumătate rata anuală de creștere în intervalul aprilie-august comparativ cu media trimestrului I (până la 6,1 la sută). Această perspectivă este confirmată și de evoluția surselor de finanțare. Astfel, pe parcursul acestui an, influxurile sub forma participațiilor la capital, inclusiv profitul reinvestit în economie de companii ISD nerezidente, s-au restrâns ușor comparativ cu perioada similară a anului 2018, iar volumul creditelor pentru echipamente și-a încetinit treptat avansul anual (5,5 la sută în lunile iulie-august, jumătate față de viteza de creștere observată cu un an în urmă).

Grafic 2.6. Exporturi



Într-un context internațional dominat de incertitudini și tensiuni, activitatea zonei euro a pierdut în intensitate, fapt care a afectat din plin parcursul sectorului *tradables* autohton (producția industrială a înregistrat scăderi succesive, astfel încât în primele opt luni volumul acesteia s-a plasat cu 1,6 la sută sub nivelul perioadei corespunzătoare din anul 2018). Din perspectiva cererii, evoluția s-a regăsit la nivelul exporturilor de bunuri, care și-au reluat seria contracțiilor trimestriale începută în trimestrul II 2018 (și întreruptă numai în ianuarie-martie 2019). O relansare a livrărilor externe în viitor este puțin probabilă, în condițiile în care așteptările privind activitatea economică sunt încă rezervate la nivel global și, în particular, pe plan european (indicatorul sentimentului economic pentru UE-28 a rămas și în luna septembrie pe traiectoria descrescătoare pe care s-a înscris de la începutul anului 2018). De altfel, în primele opt luni

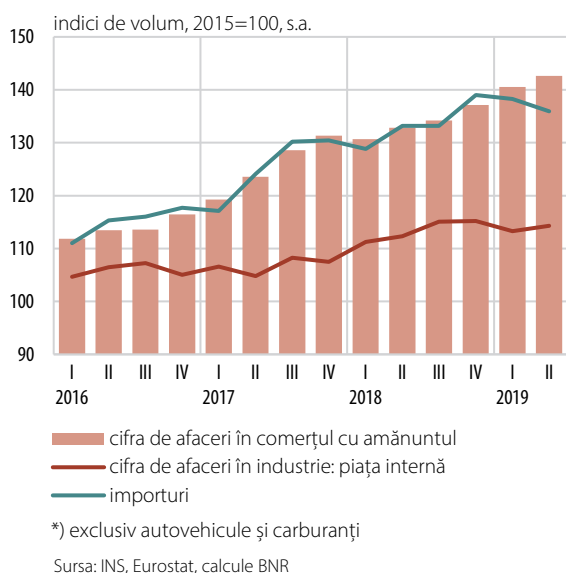
din 2019, volumul comenzilor pentru piața externă adresate companiilor industriale locale a avansat cu numai 1,7 la sută (variație anuală) – Grafic 2.6.

În aceste condiții, dinamica anuală a volumului exporturilor de bunuri a trecut în teritoriul negativ, indusă exclusiv de livrările către piețele UE (scădere cu 1,7 la sută, doar parțial contrabalansată de intensificarea schimburilor cu parteneri extracomunitari)<sup>14</sup>. Mișcarea este localizată în special la nivelul bunurilor produse în ramuri industriale integrate în lanțurile internaționale de producție, între acestea remarcându-se industria auto. Astfel, exporturile de componente și accesorii auto și-au restrâns volumul cu peste 10 la sută pentru al patrulea trimestru consecutiv. Această traiectorie, observată de altfel, cu intensități diferite, și în sectoarele similare din alte țări central și est-europene, este asociată cererii mai slabe din partea principalilor producători europeni de autoturisme, ca urmare a modificării standardelor de testare a emisiilor pentru autovehiculele noi, dar și a acutizării conflictului economic dintre SUA și Iran (cu repercusiuni și asupra relațiilor comerciale ale țărilor

<sup>14</sup> Variații anuale reale determinate pe baza datelor Eurostat structurate pe mari categorii economice (BEC).

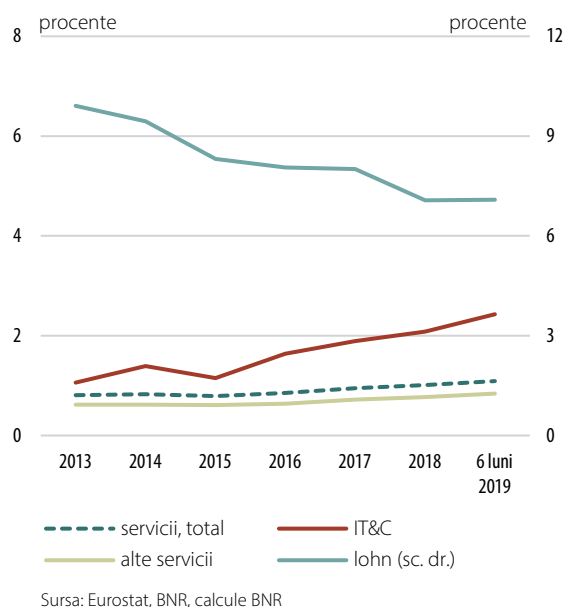
europene cu această din urmă economie). Exporturi în scădere față de trimestrul II 2018 au înregistrat și alte ramuri industriale, precum industria produselor electronice și pentru comunicații, cea de echipamente electrice, industria echipamentelor navale și aeronautice.

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



La polul opus s-au poziționat exporturile de autovehicule (6,6 la sută, variație de volum), fiind posibil ca evoluția ascendentă a acestora, impulsionată de lansarea a două modele în anul 2018, să se prelungească, având în vedere lărgirea gamei de autoturisme începând din această toamnă. Ritmuri alerte (cuprinse între 7 și 15 la sută) au consemnat și exporturile de echipamente de măsură și control, motoare și generatoare electrice, cele de produse petroliere (în principal ca efect al repunerii în funcțiune a unei părți din capacitățile de producție aflate în revizie în perioada anterioară), dar și livrările de materii prime agricole (îndeosebi porumb). În cazul ultimelor trei categorii de produse, principala contribuție a venit exporturilor către piețele extracomunitare.

**Grafic 2.8. Cota serviciilor pe piața UE-28**

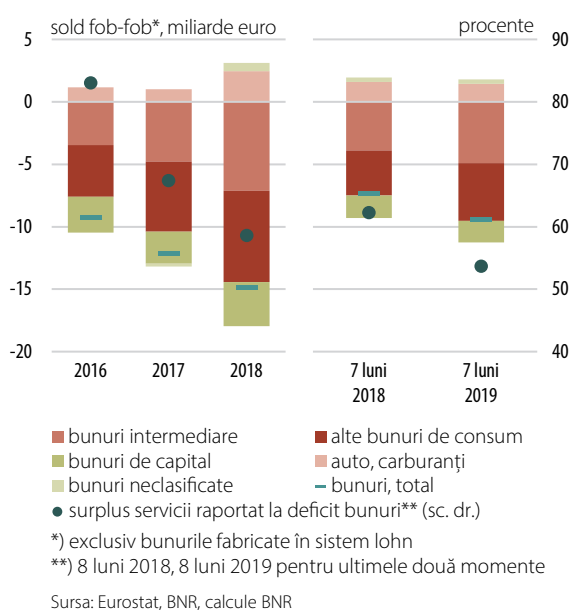


Efectul negativ indus asupra industriei locale de atenuarea cererii externe s-a regăsit în scăderea necesarului de *input*-uri pentru procesul de producție, dar și în temperarea apetitului pentru achiziția de tehnologii noi. În acest context, volumul importurilor totale de bunuri și-a redus la jumătate viteza de creștere comparativ cu cea din trimestrul I (până la 3,2 la sută în termeni anuali), bunurile intermediare și cele de capital consemnând cele mai reduse ritmuri anuale (sub 1 la sută), în timp ce achizițiile de bunuri de consum au continuat să devanseze dinamica ofertei locale (Grafic 2.7).

Adâncirea dezechilibrului pe segmentul comerțului cu bunuri (până la 10,9 miliarde euro) a imprimat, de altfel, majorarea cu 16 la sută a deficitului de cont curent în primele opt luni ale acestui an (până la 7 miliarde euro). Influența negativă a balanței bunurilor a fost atenuată de încasările în creștere obținute din prestări de servicii internaționale, antrenate de menținerea parcursului favorabil atât

pe segmentul transporturilor de mărfuri (inclusiv ca urmare a investițiilor pentru extinderea flotelor derulate în ultimii ani), cât și pe cel al activității IT&C, sector care a înregistrat de altfel și o consolidare graduală a cotei pe piața europeană (Grafic 2.8). Cu toate acestea, contraponderea oferită balanței bunurilor de încasările nete din servicii a continuat să se diminueze (de la 62,3 la sută în intervalul ianuarie-august

Grafic 2.9. Balanța bunurilor

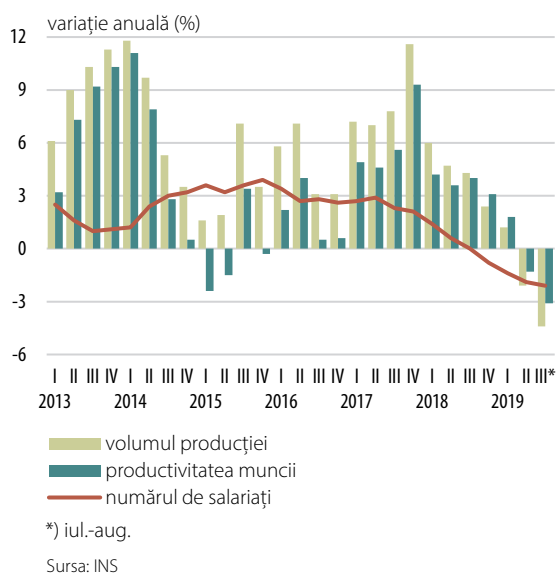


2018 la 53,7 la sută în aceeași perioadă a anului 2019), performanțele menționate anterior fiind erodate de preferința mai pronunțată a populației pentru servicii internaționale de turism și transport aerian (Grafic 2.9).

### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei și-a menținut dinamica favorabilă în trimestrul II al anului 2019 (4,5 la sută în termeni anuali), însă doar pe seama efervescenței sectorului construcțiilor, care a cunoscut o dinamizare puternică a valorii adăugate, cel mai probabil în asociere cu stimulii fiscali implementați la începutul anului. În schimb, celelalte ramuri – agricultură, industrie, servicii de piață – au evoluat într-o notă mai puțin optimistă: restrângeri ale ritmurilor anuale în ceea ce privește numărul de persoane ocupate, dar mai ales volumul activității.

Grafic 2.10. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare



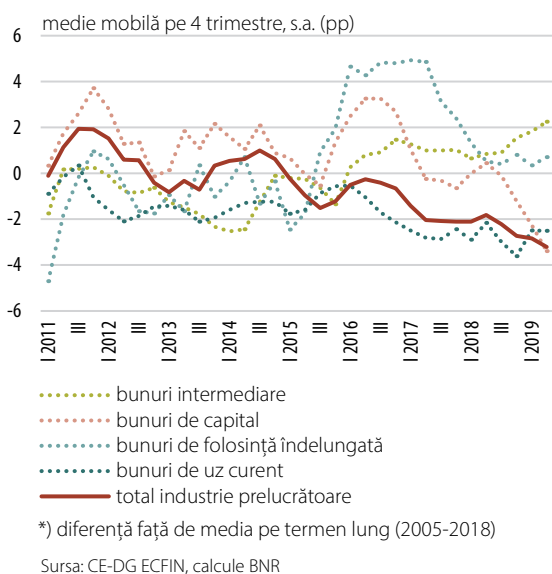
Producția în industria prelucrătoare s-a contractat în termeni anuali în intervalul aprilie-iunie pentru prima dată după 2009, dinamica acestui segment continuându-și parcursul descendent observat după vârful atins în trimestrul IV 2017; totuși, reducerea numărului de angajați a exercitat și de această dată un efect statistic favorabil asupra productivității muncii, care a consemnat doar o diminuare marginală (Grafic 2.10). Similar perioadei precedente, hotărâtoare au fost coordonatele cererii provenind din piața externă, un aport suplimentar în același sens revenind comenzilor autohtone, evoluții reflectate într-o scădere a gradului de utilizare a capacităților de producție până la minimumul postcriză (Grafic 2.11). Cele mai recente date privind cererea externă sugerează că restrângerea anuală a producției manufacturiere din Germania pentru a zecea lună consecutiv s-a produs pe fondul unei

reduceri permanente a comenzilor noi provenind din afara zonei euro. Aceasta subliniază influența tensiunilor comerciale SUA–China asupra parcursului industriei europene și, mai departe, al celei autohtone. Efectele asociate situației externe dificile s-au oglindit îndeaproape în parcursul sectorului auto local – integrat în lanțurile de producție europene –, care și-a redus producția în trimestrul II 2019, în condițiile atingerii unui minim istoric<sup>15</sup> al nivelului de utilizare a capacităților de producție (detalii în Caseta „Sectorul auto – sincope conjuncturale și metamorfoză structurală”).

<sup>15</sup> Date disponibile începând cu T1 2005.



**Grafic 2.11. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie\***



Tendențe descendente similare au fost vizibile și în cazul unor segmente adiacente, cum ar fi fabricarea echipamentelor electrice sau industria de mașini și echipamente.

Perspectivile se mențin rezervate și pentru perioada următoare, în contextul incertitudinii la nivel internațional, al încrederii reduse a operatorilor din domeniu (indicatorul CE-DG ECFIN rămânând în teritoriul negativ atât în cazul României, cât și al zonei euro) și al dificultăților resimțite în identificarea unor angajați cu o pregătire adecvată, dat fiind gradul ridicat de tensionare a pieței muncii. În pofida unor semnale pozitive date de anunțarea sau derularea unor investiții în re tehnologizarea, eficientizarea sau automatizarea producției (în ramuri precum fabricarea de autovehicule, industria materialelor de construcții, industria alimentară), o redresare de substanță a productivității este totuși

condiționată de îmbunătățirea perspectivelor de creștere a economiei globale.

## Sectorul auto – sincopă conjuncturală și metamorfoză structurală

### Introducere

Domeniu cu o istorie care debutează în urmă cu mai bine de 100 de ani, odată cu realizarea primelor modele pe actualul teritoriu al țării noastre, industria auto reprezintă în prezent unul dintre cei mai importanți piloni de sprijin ai economiei autohtone. Dincolo de amprenta directă a acestui sector – peste 187 000 de angajați<sup>16</sup>, respectiv o orientare către comerțul exterior concretizată într-un surplus comercial de peste 3,4 miliarde euro în intervalul ianuarie-iulie 2019 (în condițiile în care deficitul de cont curent s-a plasat la 6 miliarde euro) –, industria mijloacelor de transport exercită un efect de antrenare semnificativ la nivelul altor segmente de activitate. Astfel, exporturile auto românești cuprind valoare adăugată de origine locală care provine din alte sectoare decât cel auto (alte ramuri prelucrătoare, dar mai ales servicii) în proporție de peste un sfert, conform estimărilor pe baza tabelor *input-output*<sup>17</sup>.

Amprenta directă a fabricării mijloacelor de transport și legătura sa cu alte domenii economice nu sunt, în definitiv, de natură a surprinde, având în vedere că automobilele reprezintă, foarte probabil, cele mai complexe produse disponibile pe scară largă. Acestea pot fi, în schimb, de natură a îngrijora, în condițiile în care evoluțiile din anul în curs indică o foarte posibilă întrerupere a traiectoriei ascendente a producției sectorului auto local, pe care aceasta s-a înscris încă din anul 2001.

<sup>16</sup> Acest nivel vizează primele opt luni ale anului 2019, reprezentând aproape 4 la sută din numărul total de salariați din economie și peste 16 la sută din angajații industriei prelucrătoare în ansamblul ei.

<sup>17</sup> Conform informațiilor furnizate de baza de date TiVA a OCDE, vizând anul 2015.

Fragilitatea segmentului auto din ultima perioadă nu este specifică doar economiei românești, fiind o caracteristică observată la nivel mondial, într-un context general dominat de efectele conflictului economic dintre SUA și China și de incertitudinea care derivă din modalitățile în care acesta poate escalada. Situația internațională cuprinde, în plus, turbulențe geopolitice, precum și tensiuni asociate *Brexit* (Marea Britanie fiind un producător auto important și, în același timp, o piață relevantă), respectiv modificării cadrului comercial internațional către o configurație mai restrictivă. Pe lângă aceste aspecte, dezideratul de reducere a gradului de poluare s-a profilat în ultimii ani drept o provocare majoră. În acest sens, dincolo de atenția acordată reducerii emisiilor poluante ale motoarelor convenționale, firmele auto au configurat recent strategii îndrăznețe, care merg în direcția unei modificări ample a structurii de producție în favoarea autovehiculelor electrice, ceea ce implică schimbări fundamentale ale proceselor de fabricație.

Pe plan local, cea mai vizibilă piedică în calea dezvoltării producției auto decurge din starea precară a infrastructurii de transport, orizontul de ameliorare a acestei situații menținându-se îndepărtat. În același timp, constrângerea reprezentată de forța de muncă insuficientă și inadecvat calificată și-a domolit intensitatea pe parcursul ultimului an și jumătate, perioadă în care numărul de angajați ai sectorului s-a redus gradual, atât pe fondul slăbirii cererii globale, cât și al eforturilor în direcția automatizării producției. Totuși, acest obstacol continuă să fie relevant, în special din perspectiva capacității României de atragere a unor noi investiții majore. Pe de o parte, se poate aprecia că, odată cu temperarea preconizată a absorbției externe, importanța acestor probleme de natura ofertei se va reduce. Pe de altă parte, ele vulnerabilizează economia autohtonă, în măsura în care firmele auto vor opera ajustări de-a lungul marjei extensive (sub forma unor închideri/relocări ale unor facilități de producție), întrucât primele vizate vor fi uzinele localizate în zonele cele mai puțin prielnice producției. Nu toate semnalele provenite de pe plan local sunt însă negative. În particular, activitatea de asamblare se derulează la turaj susținută – nu mai departe de anul trecut, România a atins maximum istoric al numărului de automobile realizate, fiind probabilă consemnarea unui nou vârf în cursul anului curent, după cum sugerează datele efective din primele trei trimestre (avans cumulativ de 2,3 la sută, conform informațiilor furnizate de Asociația Constructorilor de Automobile din România), precum și faptul că la începutul lunii octombrie a fost lansat în producție un nou model.

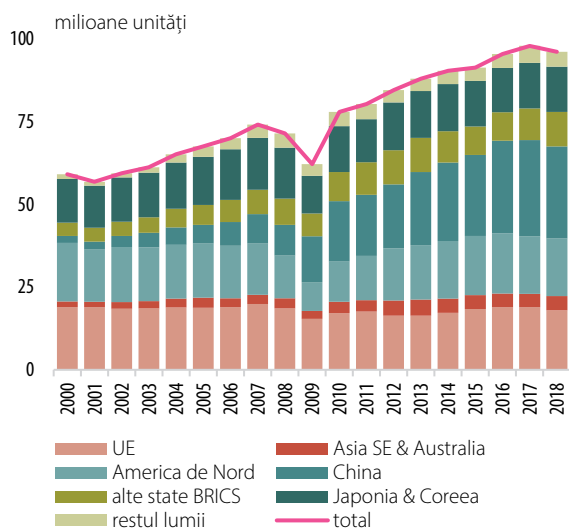
În acest context, prezenta analiză își propune o scurtă evaluare a situației care a caracterizat sectorul auto internațional în perioada recentă și a relevanței acesteia pentru producția locală, fiind puse de asemenea în discuție eventuale modalități prin care industria autohtonă își poate ameliora poziția.

### Contextul auto internațional și situația locală

Anul 2018 a marcat prima scădere a producției mondiale de automobile din perioada postcriză (Grafic A). Mișcarea a fost relativ redusă ca amplitudine, iar slăbirea cererii nu a avut un caracter generalizat (declin de 1,1 la sută al numărului de unități tranzacționate, conform datelor Organizației Internaționale a

Constructorilor de Automobile – OICA), incluzând în epicentrul său unele piețe de dimensiuni medii, care s-au confruntat pe parcursul anului cu probleme specifice – economia Iranului a fost supusă unei noi runde de sancțiuni, Turcia și Argentina au cunoscut episoade de turbulență, în timp ce Marea Britanie este afectată de

Grafic A. Evoluția producției de autovehicule la nivel global



faptul că derularea *Brexit* cuprinde încă multe necunoscute. Totuși, printre piețele în scădere în 2018 se numără și cea chineză, cu o poziție dominantă la nivel mondial (circa 30 la sută din piața globală). Aceasta s-a redus cu 2,8 la sută, fiind afectată de incertitudinea asociată conflictului economic cu SUA, care descurajează investițiile și determină amânarea achizițiilor de valoare însemnată. În același timp, anul 2018 a marcat eliminarea unor facilități fiscale implementate de autoritățile din China în cazul cumpărării unor vehicule de dimensiune mică și medie, care la momentul promovării lor au favorizat devansarea achizițiilor de acest tip (în anul 2016, ritmul anual de creștere a vânzărilor a accelerat până în teritoriul de două cifre, după două decelerări succesive).

În schimb, piața auto din SUA, a doua ca dimensiune a lumii, a avansat ușor în anul 2018 (+0,9 la sută), cu susținere din partea evoluției

veniturilor, dar și a prevederilor Legii privind reducerea impozitării și stimularea creării de locuri de muncă (așa-numita „Tax Cuts and Jobs Act”). Aceste influențe le-au dominat pe cele asociate condițiilor ceva mai puțin favorabile de finanțare și, respectiv, creșterii costurilor *input*-urilor de producție, odată cu impunerea unor tarife mai mari la importurile de oțel și aluminiu (FMI, 2019). Datele efective referitoare la vânzările de vehicule în SUA din primele trei trimestre ale anului curent semnalează totuși o diminuare a tranzacțiilor (până la -0,8 la sută), consonantă cu prognozată temperatură de ritm a activității economice (după cum relevă cele mai recente proiecții ale FMI<sup>18</sup>). De altfel, aproape niciuna dintre economiile importante nu este anticipată a înregistra o dinamizare a PIB în anul 2019, ceea ce sugerează o traiectorie în continuare descendentă a vânzărilor auto la nivel internațional, fiind de așteptat ca pieței din China să îi revină o contribuție importantă în acest sens – aceasta a scăzut cu 10,3 la sută în intervalul ianuarie-septembrie 2019 (conform Asociației Chineze a Producătorilor de Automobile).

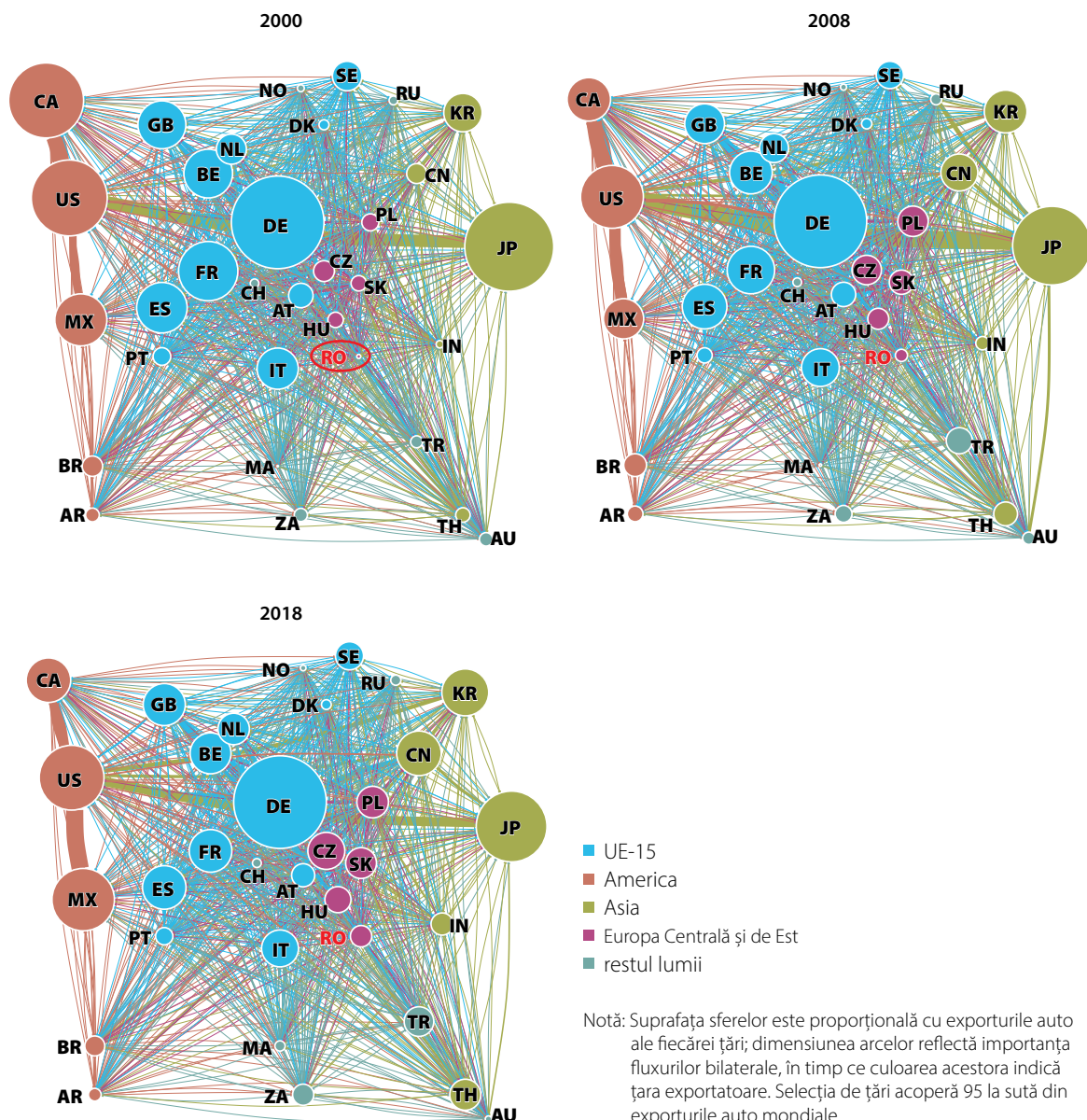
Din perspectiva sectorului auto local, probabil cea mai relevantă evoluție de la nivel internațional din ultima perioadă a vizat declinul industriei de profil germane, având în vedere că peste o treime din exporturile auto românești sunt direcționate către această țară. În anul 2018, numărul de autoturisme realizate în Germania s-a redus cu peste 9 la sută (conform datelor OICA)<sup>19</sup>, iar producția auto în ansamblul

<sup>18</sup> Include în publicația *World Economic Outlook*, ediția octombrie 2019.

<sup>19</sup> Producția de vehicule comerciale din Germania a fost similară în anii 2017 și 2018, conform ACEA (2019).

său s-a comprimat cu 1,7 la sută, pentru ca în primele opt luni ale anului 2019 contractia să se amplifice până la 11,5 la sută, în contextul fragilității cererii externe, al cărui efect l-a dominat pe cel corespunzător avansului cererii interne. De asemenea, operatorii economici auto germani au fost afectați de implementarea la nivel european a unor noi standarde de testare a nivelului de emisii poluante (*Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure – WLTP*), care a determinat unele întreruperi la nivelul fluxului de producție (FMI, 2019).

Grafic B. Fluxurile comerciale în cadrul sectorului auto global

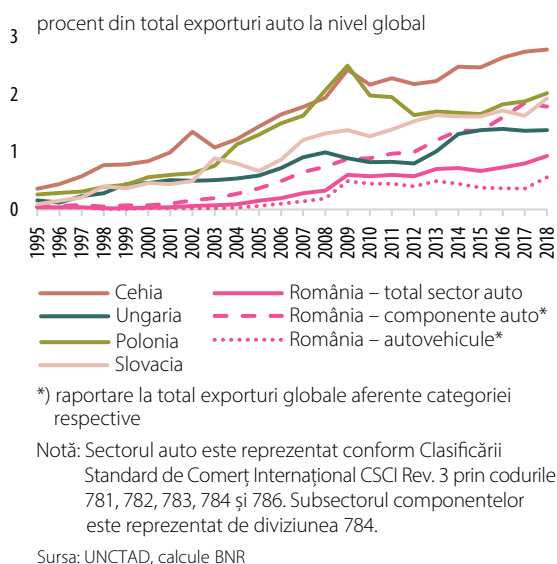


Sursa: UNCTAD, calcule BNR

Influența pe care mediul extern o exercită la nivelul industriei auto din Germania nu este surprinzătoare, în condițiile deschiderii acesteia și a poziției sale în cadrul sectorului auto global (Grafic B). O orientare pronunțată către exterior a sectorului auto caracterizează și state emergente din regiune precum Cehia, Slovacia, Ungaria

sau Polonia, dar și economia românească, a cărei pondere în comerțul auto internațional a avansat susținut începând cu prima parte a anilor 2000, situându-se în anul precedent în proximitatea inferioară a nivelului de 1 la sută<sup>20</sup> (Grafic C).

**Grafic C. Cota de piață a exporturilor auto la nivel mondial**



Piața externă de desfacere are un caracter dominant pentru industria autohtonă de profil<sup>21</sup>. În primele nouă luni din 2019, uzina Dacia a fabricat aproximativ 260 000 de unități, din care piața locală a absorbit circa 40 000 de unități ale mărcii (unele fiind realizate în străinătate). Orientarea către exterior a Ford România este chiar mai pregnantă, această companie livrând la export aproape toate cele circa 97 000 de unități realizate în primele trei trimestre ale anului. La rândul lor, furnizorii de piese și accesorii sunt puternic dependenți de evoluțiile externe, având fie o expunere directă (în mod constant în ultimii ani, exporturile de acest tip le-au depășit pe cele de autovehicule), fie indirectă, prin legătura cu sectorul local de asamblare.

Dat fiind că în anul 2018 industria auto românească a consemnat un maxim istoric al numărului de unități fabricate, influențele provenind din partea evoluțiilor sincopate de pe plan internațional au fost mai puțin evidente. În schimb, acestea s-au oglindit mai clar pe plan local în anul următor – dinamica producției industriei auto în intervalul ianuarie-august 2019 a coborât până la 1,6 la sută (față de un ritm anual mediu de 12,5 la sută în precedenții 10 ani), datele de comerț exterior corespunzătoare primelor șapte luni ale anului relevând un avans de 5,6 la sută al vânzărilor de autovehicule, dar o scădere de amplitudine mai însemnată pentru comerțul cu piese și accesorii auto (12,1 la sută).

### Posibile remedii pentru situația sectorului auto local

#### Opțiunea ameliorării capacității de producție

Îmbunătățirile pe latura extensivă de natura creșterii capacităților de producție existente sau crearea altora noi ar susține depășirea momentului dificil parcurs la ora actuală de sectorul auto local<sup>22</sup>. Eventuale progrese de-a lungul acestei dimensiuni sunt grevate însă de obstacolul reprezentat de situația infrastructurii de transport, un mare minus pentru un sector auto cu vocație de exportator. Concomitent, aceasta favorizează disparitățile între regiuni, subminând de-a lungul timpului eligibilitatea unei ample părți a țării pentru investiții în domeniu.

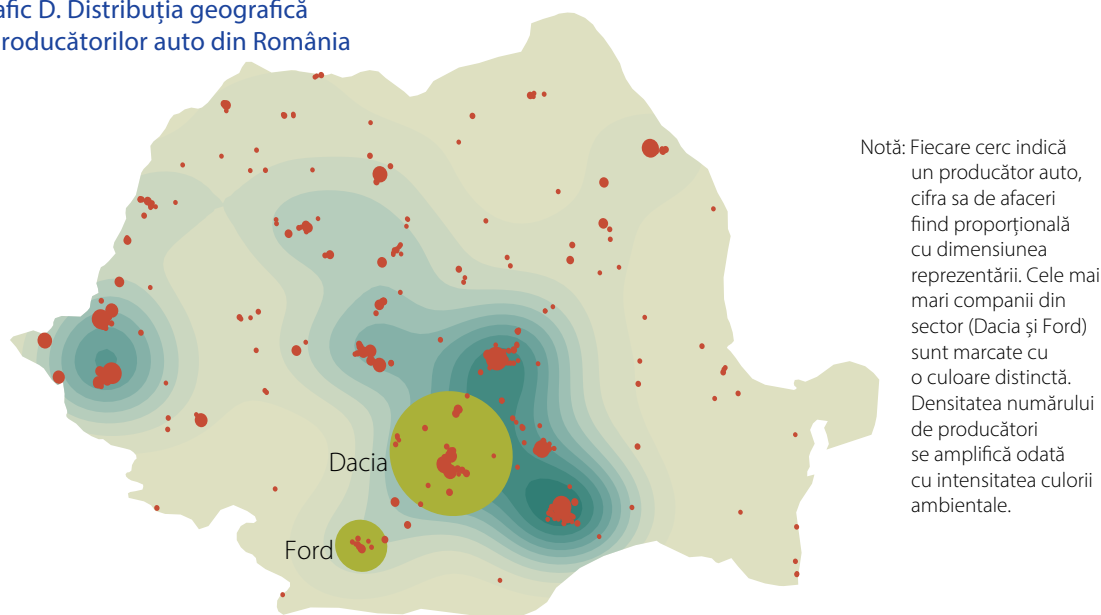
<sup>20</sup> Spre comparație, cota de piață a României la nivel mondial vizând comerțul cu bunuri în ansamblul său s-a plasat în anul 2018 la valoarea de 0,38 la sută (date Eurostat).

<sup>21</sup> Informațiile cu privire la importanța exporturilor pentru producătorii locali de autovehicule au drept surse Asociația Producătorilor și Importatorilor de Automobile (APIA) și Asociația Constructorilor de Automobile din România (ACAROM).

<sup>22</sup> Soluție conturată inclusiv pe fondul discuțiilor recente despre un important producător care intenționează să realizeze o fabrică în regiune.



Grafic D. Distribuția geografică a producătorilor auto din România



Sursa: MFP, Google Earth, calcule BNR

În prezent, producția auto continuă să fie concentrată în zona centrală și de vest<sup>23</sup>, în timp ce în restul teritoriului prezența firmelor auto este mai degrabă sporadică (Grafic D), situație care se va menține cel mai probabil, în absența unor progrese notabile în planul dezvoltării rețelei de transport. Ameliorarea acestei situații cade în sarcina autorităților publice, care în general au utilizat ineficient și insuficient soluția cea mai la îndemână, respectiv fondurile europene de investiții. Acest fapt aduce în discuție posibilitatea ca autoritățile să încerce să compenseze lipsurile de pe această latură (sau diferite alte probleme) prin oferirea de ajutoare de stat producătorilor din domeniu, mai ales pentru marile investiții. Astfel de facilități sunt însă supuse controversei, nu atât cu privire la existența lor (practica internațională a arătat că ele sunt prezente mai mereu, într-o formă sau alta), cât la dimensiune, apărând în ultimii ani situații în care mărimea ajutoarelor depășește, după unele aprecieri, efectele benefice ale proiectului respectiv (Pavlínek, 2017).

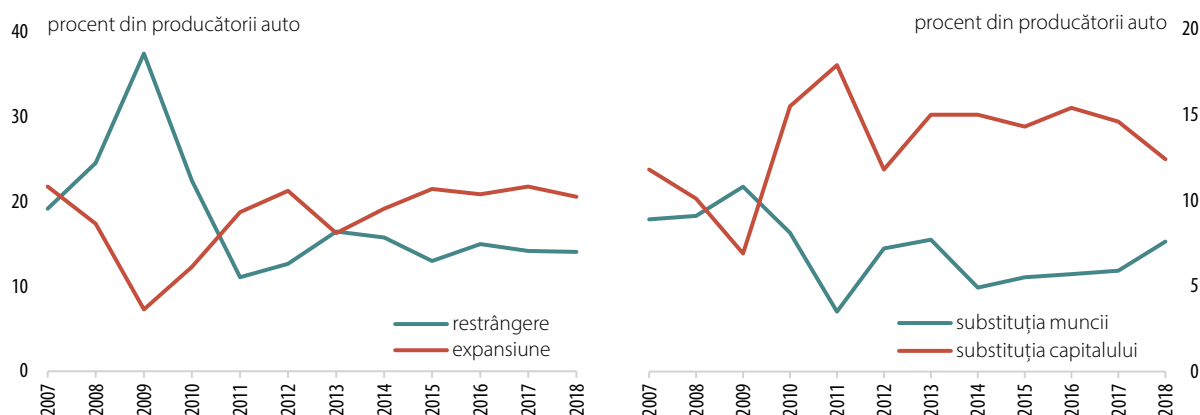
Alt obstacol pentru creșterea capacității de producție se regăsește în dificultatea de a recruta personal calificat, experiența recentă relevând însă demersuri în direcția surmontării acesteia, sub forma substituiri dintre factorul de producție muncă și capital (Grafic E), inclusiv din partea celui mai important producător. Totuși, constrângerea rămâne relevantă, mai ales pentru proiectele de mare anvergură.

Aceste probleme nu fac decât să contribuie la perpetuarea situației dezavantajoase pentru economia locală comparativ cu statele emergente ale zonei, din perspectiva atragerii investitorilor din categoria firmelor auto. În timp ce țări precum Ungaria, Cehia sau Polonia au beneficiat de extinderi ale companiilor internaționale de profil încă de la începutul anilor '90, prezența Renault în România a venit abia către finalul deceniului respectiv (ulterior unei experiențe cu producătorul Daewoo întrerupte timpuriu).

<sup>23</sup> Importanța proximității geografice între anumite verigi ale lanțului de producție auto a favorizat crearea de aglomerări regionale.

Consecințele negative ale întârzierii cu care s-a derulat această investiție importantă, pentru sectorul auto și pentru economie în ansamblul ei, derivă și din efectul de antrenare pe care industria auto îl exercită asupra altor domenii de activitate, inclusiv prin atragerea unor noi investiții. O altă dimensiune vizează tradiționalul rol de forțe motrice ale proceselor de integrare comercială, deschidere economică și convergență pe care producătorii auto l-au jucat de-a lungul timpului. În acest sens, de exemplu, Pactul Auto din 1965 dintre Canada și SUA, menit să consolideze integrarea producției auto în zona Marilor Lacuri, reprezintă un precursor al NAFTA; de asemenea, legile care au facilitat accesul companiilor multinaționale promovate în prima parte a anilor '70 în Spania sunt cunoscute sub numele de „legile Ford”, urmărind la momentul adoptării încurajarea deschiderii de către compania respectivă a unei capacități de producție la Valencia (Freysenet și Lung, 2004). Așadar, plasarea pe orbita statelor europene dezvoltate mijlocită de sectorul auto, care s-a produs în cazul Cehiei, Ungariei și Poloniei de la începutul anilor '90 (după ce, în anii anteriori, procesul a vizat Peninsula Iberică), a debutat în cazul României cu aproape un deceniu întârziere.

Grafic E. Decizia de a investi și de a recruta în cadrul sectorului auto



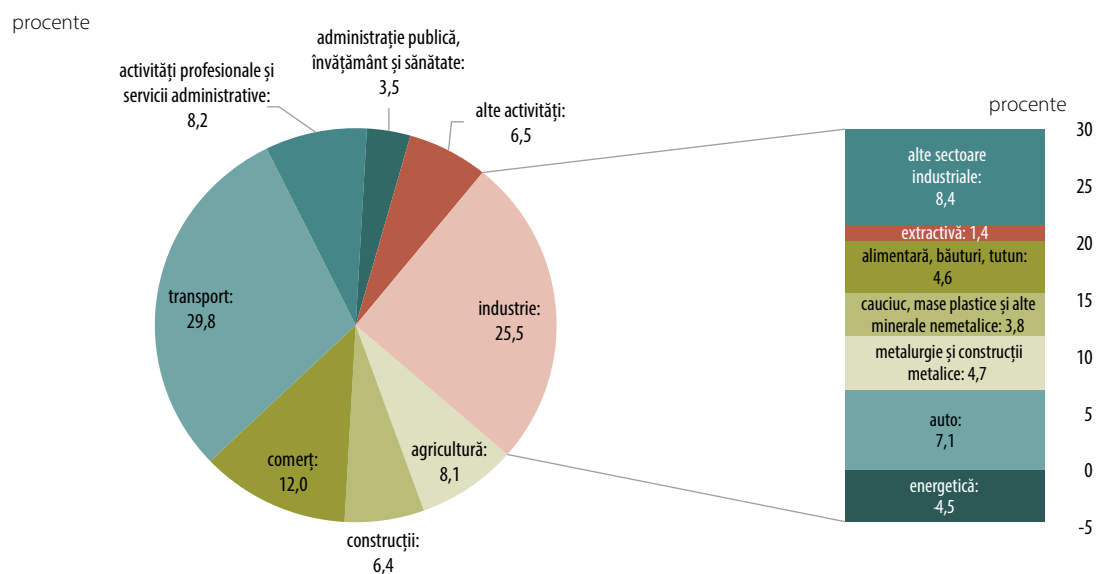
Notă: Categoria „restrângere” corespunde firmelor care, între doi ani consecutivi, consemnează o scădere a numărului mediu de salariați și investiții nete negative în utilaje și echipamente, în timp ce firmele din categoria „expansiune” operează angajări și au investiții pozitive. Celelalte două categorii se referă la firme care fie disponibilizează și investesc (ceea ce semnalează o posibilă substituție a muncii de către factorul capital), fie procedează invers. Agenții economici care nu figurează în baza de date în doi ani consecutivi au fost excluși din analiză. Firmele care mențin unul dintre factorii de producție constanți de la o perioadă la alta sunt eliminate din cele patru categorii (importanța în termeni de cifră de afaceri a acestora este restrânsă), astfel încât suma procentelor corespunzătoare unui anumit an va fi diferită de 100 la sută.

Sursa: MFP, calcule BNR

Chiar și vitregită de piedicile amintite, prin raportare la evoluțiile din alte domenii ale economiei autohtone, activitatea investițională din sectorul auto apare ca fiind destul de efervescentă, cu susținere din partea achizițiilor de utilaje și echipamente<sup>24</sup> (Grafic F). Într-o perspectivă mai largă, industriei auto i s-au datorat în intervalul 2010-2018 peste 10 la sută din totalul investițiilor nete de acest tip realizate în economie, cu vârfuri în anul 2010 (aproximativ 27 la sută din total), când cele mai multe sectoare înregistrau investiții nete negative, afectate de situația economică, respectiv în 2016-2017, când un val de extindere a producătorilor de componente s-a suprapus investițiilor în procesul de automatizare al uzinei de la Mioveni, respectiv investițiilor premergătoare lansării unui nou model la Craiova.

<sup>24</sup> Sunt avute în vedere investiții nete (care exclud amortizarea și ajustarea pentru depreciere). Sursa datelor: Ministerul Finanțelor Publice.

Grafic F. Structura investițiilor nete în utilaje și echipamente pe ansamblul economiei – 2018



Sursa: MFP, calcule BNR

În pofida evoluțiilor negative specifice mediului extern în anul 2018, firmele auto locale nu și-au schimbat atitudinea din perspectiva achiziției factorilor de producție, în sensul că ponderea celor care au dorit să se extindă (prin investiții în utilaje și angajări) a fost apropiată de cea consemnată în 2017; în mod similar, ponderea firmelor care au avut în vedere restrângerea activității (acestea au investiții nete negative și fac disponibilizări) nu s-a modificat notabil în cei doi ani (Grafic E). Cel mai probabil, această reziliență are la bază reluarea la parametri susținuți a producției auto de la uzina Ford Craiova, care aproape s-a triplat în 2018.

Anul în curs nu beneficiază de un efect compensator de amplitudine similară.

În schimb, conform semnalelor din piață, anul 2020 va aduce funcționarea uzinei Ford mai aproape de capacitatea maximă (în contextul noului model a cărui fabricare a demarat în ultimul trimestru din 2019), precum și finalizarea unei investiții în mărirea capacității de producție a uzinei de la Mioveni. Cel mai optimist scenariu ar plasa producția de autovehicule a României la circa 700 000 de unități în anul 2020 (comparativ cu sub 500 000 în 2018), ceea ce ar fi de așteptat să antreneze nevoia de capacități de producție sporite la nivelul furnizorilor. Dincolo de anul următor însă, perspectivele sunt mai rezervate.

În plus, diversificarea producției prin atragerea unui alt investitor de calibru este puțin probabilă, iar dezechilibrul producției auto în plan teritorial este anticipat să se perpetueze.

#### **Opțiunea unor progrese pe latura calității**

Aprecierile formulate de-a lungul timpului conform cărora succesul industriei auto locale pe piața externă are la bază prețurile reduse, într-un context general caracterizat de o traiectorie fragilă a veniturilor pe plan extern, au reușit să umbrească întrucâtva rolul pe care îmbunătățirea parametrilor calitativi ai producției l-a avut în crearea și consolidarea legăturii dintre industria auto locală și



piața externă. Vectorul acestor îmbunătățiri a fost reprezentat de sporirea prezenței pe plan local a firmelor auto cu profil internațional, economia românească remarcându-se drept o destinație importantă a fluxurilor de investiții străine directe (ISD) în domeniul auto<sup>25</sup>, chiar dacă acestea au fost mai restrânse comparativ cu alte economii emergente ale regiunii. Precedent acestor evoluții, în anii '90 accesul producătorilor auto locali la piața externă avea dimensiuni insignifiante (de exemplu, între 1995 și 2001 cota României pe piața auto mondială nu a depășit 0,04 la sută), iar mai înainte s-a derulat în condiții nespecifice unei economii de piață, ca rezultat al unor decizii politice, de multe ori în cadrul unor acorduri de barter. Stroe *et al.* (2018) relatează modul în care, înainte de 1989, demersurile în direcția intrării pe piețele occidentale se loveau în mod constant de obstacolul reprezentat de standardele calitative. Ulterior, incapacitatea de a realiza investițiile necesare re tehnologizării a determinat conducerea Dacia să adopte o abordare care urmărea aproape exclusiv menținerea competitivității prin preț/cost ca soluție până la momentul atragerii unui investitor; limitele acestei abordări au devenit însă din ce în ce mai evidente odată cu creșterea veniturilor populației, mai ales pe fondul disponibilității, începând cu anul 1996, a modelelor Daewoo fabricate la Craiova, care beneficiau de o dotare superioară.

Pentru segmentul de piese și accesorii, ameliorarea calității apare cu preponderență odată cu adoptarea unor standarde superioare de producție, care a survenit în manieră directă – firmele cu capital majoritar străin implementând la nivel local bune practici preluate de la compania-mamă –, dar și indirectă, prin efecte de antrenare. Conform rezultatelor unui sondaj derulat în rândul producătorilor auto din Cehia, peste jumătate dintre operatorii economici cu capital majoritar străin apreciază că parametrii calitativi pe care îi impun furnizorilor cu capital majoritar local sunt superiori comparativ cu ceea ce preva în cadrul industriei la momentul debutului relației comerciale (Pavlínek, 2017). De altfel, o practică des întâlnită implică necesitatea ca firmele partenere să parcurgă unele etape preliminare (precum certificarea calității sau auditul tehnologic) înainte de a începe propriu-zis relația client-furnizor. Același sondaj atestă existența unor progrese efective atât pe latura calității, cât și a sofisticării produselor realizate de furnizori. Chiar dacă aceste rezultate vizează o altă economie decât cea românească, ele sunt relevante pentru mecanismele prin care se derulează efectele de antrenare, date fiind asemănările în termeni de orientare către exterior și importanța a capitalului străin între cele două industrii auto.

În cazul segmentului fabricării de automobile, chiar dacă precedentă criză economică a reprezentat o oportunitate pentru Dacia, ale cărei vânzări externe au avut un parcurs ascendent la momentul respectiv, evoluția pozitivă a debutat mai devreme, în anii precriză, fiind propulsată de popularitatea peste așteptări a modelului Logan, lansat în anul 2004. Astfel, datele ACEA<sup>26</sup> indică un salt al cotei Dacia pe piața vest-europeană, de la 0,09 la sută în anul 2005 la 0,24 la sută un an mai târziu, respectiv 0,47 la sută în 2007. Modelul a fost bine primit în țări dezvoltate,

<sup>25</sup> Conform datelor BNR (2019), în anul 2018 soldul ISD corespunzător sectorului de mijloace de transport (vizând inclusiv industria altor mijloace de transport, care are însă o poziție minoritară) depășea 5,4 miliarde euro (6,7 la sută din totalul aferent întregii economii și respectiv 21,7 la sută din suma corespunzătoare industriei prelucrătoare).

<sup>26</sup> Informațiile se referă la înmatriculări de autoturisme în statele UE-15, cărora li se adaugă Elveția, Islanda și Norvegia.

care traversau perioade favorabile din perspectiva veniturilor populației – chiar firma producătoare a fost surprinsă de acest fapt, Logan fiind inițial proiectat pentru piețe emergente (Stroe *et al.*, 2018). Aceasta sugerează un rol important al calității (incluzând aici și dotarea tehnică) în susținerea exporturilor autohtone de autovehicule, chiar dacă, cel mai probabil, competitivității prin preț îi revine un rol cel puțin la fel de semnificativ.

Progresele pe latura calității au continuat și ulterior, inclusiv pe fondul reorientării producției Dacia către un segment superior de piață, prin intermediul modelului Duster. Rezultatele unui exercițiu bazat pe metodologia propusă de Di Comite *et al.* (2014) oferă informații suplimentare în acest sens. Autorii acestui studiu propun un model de echilibru în cadrul căruia funcția de utilitate a consumatorului reprezentativ ține cont de calitatea bunurilor. Rezolvarea modelului permite obținerea unei relații pentru parametrul corespunzător calității, ce cuprinde variabile care pot fi approximate pe baza unor indicatori disponibili și, în plus, o variabilă neobservabilă, care însă este comună bunurilor tranzacționate pe aceeași piață. Astfel se pot compara nivelurile de calitate pentru două bunuri distincte care sunt prezente pe aceeași piață printr-o simplă diferență, întrucât variabila neobservabilă se va reduce.

Concret, conform metodologiei respective, diferența de calitate între bunul  $s$  și bunul  $t$ , disponibile pe aceeași piață  $i$ , este dată de:

$$\begin{aligned}\alpha_s - \alpha_t &= 2(p_{s,i}^* - p_{t,i}^*) - (c_s - c_t) = (2p_{s,i}^* - c_s) - (2p_{t,i}^* - c_t) \\ &= p_{s,i}^* \left( 2 - \frac{c_s}{p_{s,i}^*} \right) - p_{t,i}^* \left( 2 - \frac{c_t}{p_{t,i}^*} \right)\end{aligned}$$

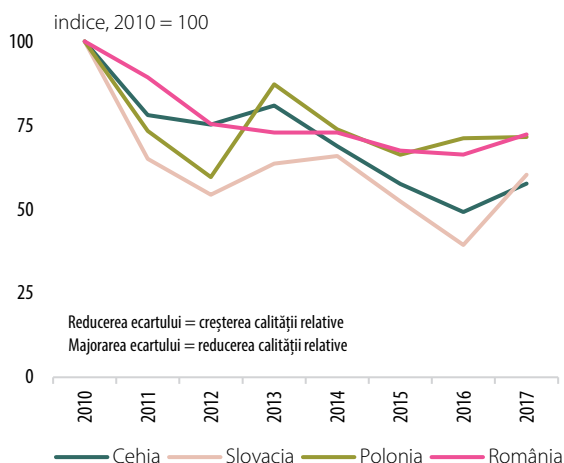
În relația de mai sus,  $\alpha_X$  reprezintă calitatea bunului  $X$ ,  $p_{X,i}^*$  reprezintă prețul (de echilibru) al bunului  $X$  pe piața  $i$ , iar  $c_X$  se referă la costul marginal corespunzător bunului  $X$ , unde  $X \in \{s, t\}$ . Astfel, diferențialul de calitate poate fi estimat pe baza informațiilor cu privire la prețul la care cele două bunuri sunt tranzacționate pe (aceeași) piață și la structurile de costuri ale producătorilor. Chiar dacă este mai dificil de interpretat, întrucât se exprimă doar în termeni relativi față de un alt competitor, și doar pe o piață, acest indicator include informații relevante despre evoluția calității unui anumit produs.

În cadrul prezentului exercițiu s-a folosit ipoteza existenței unui producător de autovehicule reprezentativ în fiecare dintre țările incluse în analiză (Cehia, Slovacia, Ungaria, Polonia și România), piața germană fiind selectată drept piață comună pe care acești producători sunt prezenți<sup>27</sup>. Valoarea unitară a exporturilor (calculată pe baza datelor Eurostat) a fost folosită drept *proxy* pentru prețul pieței. Raportul dintre costul marginal și prețul de vânzare a fost aproximat pe baza ponderii costurilor totale în cifra de afaceri, calculată pe baza informațiilor din baza de date a OCDE (disponibile până în anul 2017 și care se referă la toate țările incluse

<sup>27</sup> În măsura în care sunt disponibile informații mai detaliate, analiza poate fi derulată la nivel de producător individual sau chiar de model auto individual.

în analiză, cu excepția României), respectiv a unor informații având drept sursă Ministerul Finanțelor Publice (pentru România)<sup>28</sup>.

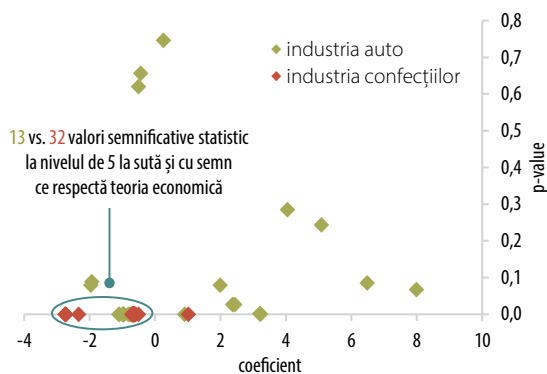
Grafic G. Calitatea exporturilor de autovehicule



Notă: Calitatea este reprezentată ca ecart față de Ungaria, țară care produce autovehicule la cele mai înalte standarde calitative la nivel de regiune.

Sursa: calcule BNR

Grafic H. Estimări ale efectului competitivității prin preț/cost asupra exporturilor



Notă: Estimările au la bază ecuații de cointegrare, variabilele care denotă competitivitatea prin preț/cost fiind reprezentate de ULC și REER (pe bază de IPPI corespunzător diviziunilor CAEN respective). În cazul fiecărui sector au fost rulate 56 de modele care diferă prin specificația trendului, indicatorul care exprimă cererea externă (PIB al UE sau cel al zonei euro), respectiv indicatorul de competitivitate prin preț/cost.

Sursa: estimări BNR

Calculule evidențiază faptul că modelele fabricate în Ungaria sunt caracterizate de cei mai înalți parametri calitativi pe întreg intervalul 2010-2017, rezultat lesne de anticipat în contextul orientării uzinelor din această țară către segmentul de vârf. Diferențialul calitativ dintre România și Ungaria s-a îngustat pe parcursul perioadei analizate, sugerând îmbunătățiri pe latura calitativă la nivelul producției de autovehicule a economiei locale (Grafic G). Totuși, progresele realizate în acest sens de Cehia și Slovacia au fost chiar mai ample.

În pofida inerentei dificultăți a demersului de cuantificare a calității, există evidențe consistente conform cărora, pe ansamblul industriei auto românești, aceasta s-a îmbunătățit în ultimele două decenii, inclusiv în perioada mai recentă. Acest lucru a favorizat menținerea exporturilor la turație înaltă, chiar dacă avantajul competitiv al costurilor salariale reduse s-a erodat gradual. Estimările unor funcții de export, care indică în multe cazuri o decuplare a evoluției competitivității prin preț/cost de la traiectoria exporturilor, oferă un indiciu în plus în această privință. Prin comparație, ramura confecțiilor a recepționat din plin în ultimii ani șocul slăbirii competitivității prin preț/cost, în acest caz nefiind remarcată o contrapondere suficient de amplă din partea câștigurilor de calitate (Grafic H)<sup>29</sup>.

Continuarea trendului favorabil al calității se profilează printre puținele soluții de natură intensivă pentru susținerea sectorului local, în prelungirea unei tendințe ale cărei coordonate au devenit mai clare odată cu dezvoltarea Marocului ca producător de modele Dacia. Astfel, debutul anului 2012 a consemnat inaugurarea fabricii Dacia din Tanger, oraș de pe coasta de nord a Marocului, în apropierea strâmtorii Gibraltar și a Spaniei. Cu avantaje clare în ceea ce privește localizarea și costurile cu forța de muncă (salariul mediu net în Maroc este sensibil

<sup>28</sup> Costurile totale se referă la achizițiile de bunuri și servicii, la care se adaugă costurile salariale (pentru datele OECD). În cazul României, costurile totale cuprind cheltuieli cu materii prime și materialele consumabile, alte cheltuieli materiale, costul utilităților, cheltuieli privind mărfurile și cele salariale.

<sup>29</sup> În cazul cursului de schimb real efectiv, această decuplare este favorizată și de utilizarea în producție a *input*-urilor importate.

inferior celui din România), această unitate de producție a fost proiectată să aibă o capacitate similară celei de pe teritoriul României (circa 350 000 de vehicule pe an). De-a lungul timpului, ea s-a conturat în mod natural drept un rival al uzinei de la Mioveni, fabricarea unor modele precum Sandero și Logan MCV fiind treptat relocată din România în Maroc. Totuși, se poate argumenta că evoluția a fost de bun augur și pentru industria autohtonă, conducând la crearea de capacitate de producție disponibilă pentru modelul Duster, de gamă superioară – acesta a ajuns să depășească în prezent trei sferturi din producția de la Mioveni. Menținerea traiectoriei ascendente a calității s-ar concretiza în urma consolidării și îmbunătățirii avantajelor competitive care stau la baza acestora (tehnologie, specializarea resursei umane), care ar atrage producția unor modele mai perfecționate sau implementarea unor îmbunătățiri la cele care sunt deja realizate aici. Nu trebuie trecut cu vederea însă faptul că saltul calitativ depinde și de poziția relativă a modelului respectiv în gama realizată de grup, fiind implementat astfel încât succesul unei variante de automobil să nu submineze vânzările altui tip.

#### Producția auto – sub semnul unei noi paradigme

Dincolo de conjunctura nefavorabilă a ultimilor ani, sectorul auto traversează o perioadă de transformare structurală asociată demersurilor de reducere a emisiilor poluante, într-un context mai larg, în care din ce în ce mai mulți decidenți aderă la viziunea conform căreia reducerea emisiilor de carbon și încetinirea ritmului încălzirii globale ar trebui să figureze printre prioritățile de top. Astfel, UE a elaborat o strategie pe termen lung, în linie cu prevederile Acordului de la Paris, în vederea atingerii neutralității emisiilor de carbon – echilibrul perfect între emisiile și absorbțiile de dioxid de carbon din atmosferă – până în anul 2050. Dacă cele mai multe sectoare economice și-au redus amprenta de carbon în ultimele decenii, în cazul activităților de transport aceasta a rămas relativ stabilă, ultimii ani marcând chiar o ușoară traiectorie ascendentă. În condițiile în care numai autovehiculele personale și cele comerciale sunt responsabile de circa 15 la sută din emisiile totale de dioxid de carbon de pe teritoriul UE, tranziția către tehnologii mai prietenoase cu mediul înconjurător în domeniul mijloacelor de transport va avea un impact consistent din perspectiva atingerii țintelor asumate.

Pe acest fundal, soluția considerată cea mai viabilă în momentul de față este electromobilitatea<sup>30</sup>, fenomen care este preconizat să accelereze, conform așteptărilor din piață. Această reorientare implică o schimbare profundă a procesului de fabricație. De pildă, tehnologia autovehiculelor electrice face superflue subansamble precum motorul cu combustie internă, sistemele de transmisie și de evacuare, injectoarele etc., implicând concomitent folosirea unui număr mai redus de componente, care pot fi asamblate mai repede. Prin urmare, pe măsură ce tehnologia „tradițională” va pierde teren, o bună parte din expertiza acumulată de-a lungul timpului în producția de componente auto va deveni inutilă, în timp ce rețelele de producție vor deveni mult mai puțin complexe. Desigur, schimbarea de paradigmă va antrena un efort investițional susținut, direcționat către activitatea de cercetare și dezvoltare, realizarea noilor capacități de producție,

<sup>30</sup> Termenul acoperă o plajă mai largă de soluții tehnice, nu doar autovehicule care se bazează în totalitate pe energie electrică.

construirea punctelor de încărcare a bateriilor, dar și către infrastructura de electricitate în ansamblul ei (Mönnig *et al.*, 2019). Nivelul prohibitiv al acestor cheltuieli pentru multe state – de exemplu, studiul ACEA (2018) indica la nivelul UE o concentrare ridicată a stațiilor de încărcare, circa jumătate găsindu-se în doar două țări (Olanda și Germania) – umbrește oarecum elanul acestei schimbări structurale. De altfel, cel puțin deocamdată, adoptarea autovehiculelor electrice la nivelul unui segment mai larg al populației depinde decisiv de sprijinul autorităților (care suportă o parte a costurilor de achiziție, oferă reîncărcarea gratuită a bateriei etc.). Totuși, în condițiile consemnării unui avans tehnologic, vehiculele clasice se pot găsi în situația de a fi dominate de cele electrice chiar și în absența sprijinului respectiv.

În măsura în care tendința către autovehicule electrice se va permanentiza, economii precum cea autohtonă vor trebui să facă eforturi susținute pentru conservarea competitivității sub noua paradigmă, eventual sub forma recalificării lucrătorilor din domeniu și a încurajării activităților de cercetare și dezvoltare, ceea ce ar favoriza menținerea facilităților de producție pe teritoriul țării și furnizarea de la nivel local a unei proporții semnificative a valorii adăugate incluse în produsul final.

### Concluzii

Sectorul auto din România se află în prezent sub auspicii mai puțin favorabile, în condițiile în care evoluțiile din anul 2019 indică o foarte posibilă întrerupere a traiectoriei ascendente pe care s-a plasat aproape două decenii, într-un context marcat de scăderea pieței auto la nivel internațional, al cărui efect s-a resimțit sever la nivelul producției din Germania, principalul partener comercial.

Noi investiții în capacități de producție ar conduce la o ameliorare a situației, însă o îmbunătățire vizibilă în acest sens este de așteptat abia pe parcursul anului viitor, odată cu finalizarea anunțatei extinderi a capacității uzinei Dacia și cu majorarea numărului de unități realizate de fabrica de la Craiova, ocazionată de noul model recent intrat în producție. În același timp, atragerea unui proiect de anvergură, care să pună pe harta țării un nou producător de dimensiune comparabilă cu Renault și Ford, este puțin probabilă, fiind grevată în continuare de constrângerea reprezentată de situația precară a rețelei de transporturi și de dificultatea recrutării de personal calificat. În cel din urmă caz, problemele pot fi depășite într-o oarecare măsură prin orientarea spre procese de producție care utilizează mai puțin intens factorul muncă, prin automatizare și robotizare, evoluțiile recente oferind semnale în acest sens. În schimb, investițiile publice în rețeaua de infrastructură sunt de neînlocuit, iar absența lor limitează dramatic opțiunile pentru noi capacități de producție, accentuând clivajele de dezvoltare dintre regiunile României.

O altă posibilitate de îmbunătățire a poziției industriei autohtone de autovehicule și componente urmărește continuarea progreselor pe latura calității produselor realizate. Această tendință își are originea în prezența pe plan local a companiilor auto cu profil internațional, care a facilitat tranziția dinspre o producție axată cu preponderență pe competitivitate prin preț/cost către un sistem care acordă calității o atenție sporită. Pe acest fundal, modelele fabricate în România au reușit

să se impună pe piețele externe, existând astfel posibilitatea ca industria să se extindă în continuare. Ulterior, saltul către o gamă auto superioară a permis menținerea traiectoriei ascendente a producției și exporturilor, chiar și în condițiile eroziunii avantajului competitiv reprezentat de costul redus al forței de muncă. Păstrarea trendului pozitiv pe latura calității ar fi favorizată în mod decisiv de sporirea interesului pentru activitățile de cercetare și dezvoltare derulate pe plan local. În acest sens, cele mai recente date arată că, la nivelul anului 2016, România concentra sub 0,5 la sută din cheltuielile de cercetare-dezvoltare din industria auto de pe teritoriul UE, valoare modestă prin raportare la importanța României în sectorul auto european, chiar dacă în ușoară ameliorare în ultimii ani.

Într-o perspectivă mai îndelungată, poate cea mai relevantă tendință care este anticipată a marca evoluția sectorului auto global în următoarele decenii este legată de răspândirea electromobilității, în contextul demersurilor de reducere a amprente de carbon. În acest sens, toți marii producători de autovehicule au anunțat investiții masive în dezvoltarea noilor procese de producție, acest cadru necesitând însă și cheltuieli care transcend domeniul auto, referitoare la infrastructura electrică generală și specifică. În ce măsură România este pregătită să se impună pe plan regional în atragerea noului flux de investiții rămâne o întrebare deschisă, al cărei răspuns depinde de intensitatea eforturilor în direcția realizării investițiilor publice necesare, a recalificării forței de muncă, a încurajării activității de cercetare și dezvoltare, dar și, ca de fiecare dată, a asigurării unui mediu legislativ și de afaceri prietenos și predictibil pentru investitori.

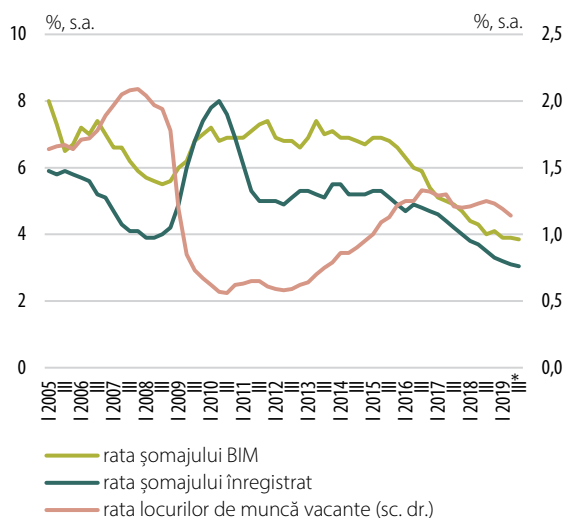
### Referințe

- ACEA – „Making the Transition to Zero-emission Mobility. Addressing the Barriers to the Uptake of Electrically-chargeable Cars in the EU”, Asociația Europeană a Producătorilor de Automobile, iunie 2018
- ACEA – „Economic and Market Report. EU Automotive Industry Full-year 2018”, Asociația Europeană a Producătorilor de Automobile, februarie 2019
- BNR – *Investițiile străine directe în România în anul 2018*, Banca Națională a României, 2019
- Di Comite, F., Thisse, J.-F., Vandebussche, H. – „Vertical Differentiation in Export Markets”, *Journal of International Economics* (93), 2014, pp. 50-66
- FMI – *World Economic Outlook*, ediția octombrie 2019
- Freyssenet, M., Lung, Y. – „Multinational Carmakers’ Regional Strategies”, în *Cars, Carriers of Regionalism*, editori Carrillo, J., Lung, Y., van Tulder, R., Palgrave Macmillan, 2004
- Mönnig, A., Schneemann, C., Weber, E., Zika, G., Helmrich, R. – „Economic and Labour Market Effects through the Electrification of Powertrains in Passenger Cars”, Institute for Employment Research Discussion Paper 8, 2019
- Pavlínek, P. – „Dependent Growth: Foreign Investment and the Development of the Automotive Industry in East-Central Europe”, Springer International Publishing AG, 2017
- Stroe, C., Druță, G., Sepciu, S. – „Scurtă istorie a fabricației de autoturisme în România”, în *Construcția de motoare, mașini și mijloace de transport – Partea 1*, coordonatori Jinescu, V.V., Avram, I., Necula, S., Editura AGIR, 2018

### Evoluții pe piața muncii<sup>31</sup>

Capacitatea economiei de a absorbi forța de muncă s-a menținut ridicată și în trimestrul II 2019, rata locurilor de muncă vacante poziționându-se la o valoare marginal inferioară celei consemnate în intervalul precedent, preponderent ca urmare a diminuării numărului de posturi disponibile în industrie. În același timp, oferta de forță de muncă neocupată nu a suferit modificări notabile (Grafic 2.12), rata șomajului înregistrat și cea BIM plasându-se în august la cele mai reduse valori post-2000 (3 la sută, respectiv 3,8 la sută). În consecință, gradul de tensionare a condițiilor pe piața muncii s-a păstrat

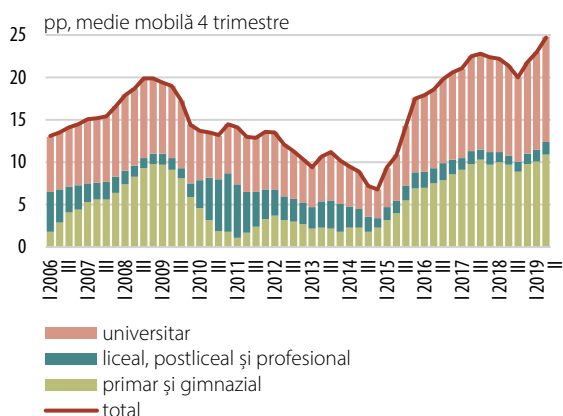
Grafic 2.12. Șomajul și locurile de muncă vacante



\*) iul.-aug. în cazul ratei șomajului

Sursa: ANOFM, Eurostat, calcule BNR

Grafic 2.13. Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii\*



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

Sursa: Eurostat, calcule BNR

accentuat, alimentat în plan structural de emigrația ridicată (aceasta constituie cea de a doua cauză a reducerii populației; în plus, aproape jumătate din totalul emigranților sunt tineri, cu repercusiuni negative pe termen lung în plan demografic) și de nivelul redus de pregătire a forței de muncă rămase disponibile (potrivit Raportului *Migration and Brain Drain*, din octombrie 2019 al Băncii Mondiale, circa 40 la sută din numărul celor care au părăsit țara aveau studii superioare). Dificultățile întâmpinate de companii în procesul de recrutare reflectate de indicatorul de necorelare a pregătirii candidaților, care a ajuns în trimestrul II la maximul istoric, sunt confirmate și de studiul *PwC European Private Business Survey*, realizat în perioada februarie-aprilie 2019 – peste jumătate dintre respondenți consideră că penuria de forță de muncă calificată conduce la pierderi financiare, iar aproape 70 la sută se confruntă cu lipsa personalului tehnic, respectiv administrativ/de suport (Grafic 2.13). În același timp, pe plan intern, programele de stimulare a mobilității continuă să aibă rezultate modeste, atingându-și obiectivul formulat pentru anul 2019 în proporție de doar 43 la sută până la finele lunii august. Astfel, întrucât alternativa de a apela la personal din afara țării a devenit tot mai atractivă pentru companii (în primele 6 luni ale anului s-a triplat numărul de avize de angajare sau detașare comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), s-a decis o nouă suplimentare a numărului de lucrători străini nou-admiși pe piața românească (cu încă 10 000, până la 30 000 de persoane).

În acest context, dinamica anuală a efectivului salariaților din economie a continuat să piardă din intensitate (până la 0,9 la sută în perioada aprilie-august 2019), evoluție imprimată exclusiv de sectorul privat. Și de această dată se observă o temperare a recrutărilor în serviciile de piață, mai

<sup>31</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier, având ca surse principale INS, Eurostat și ANOFM.



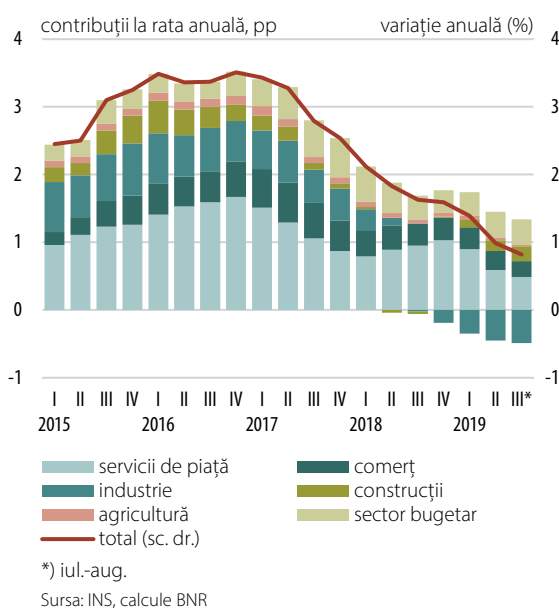
pronunțată în sectorul IT&C (datorată însă unui efect de bază<sup>32</sup>, în condițiile în care sectorul deține o cotă de piață semnificativă atât în spațiul european, cât și global, nefiind remarcate semnale în sensul unei deteriorări a perspectivei) și în serviciile administrative și de suport. Restrângerea schemelor de personal persistă în industrie, vizibilă în special în cea ușoară (în contextul tendinței de relocare a activității unor producători către zone cu forță de muncă mai ieftină), în cea auto, în posibilă asociere

cu derularea procesului de automatizare și cu diminuarea producției pe plan european, dar și în domeniul prelucrării lemnului și în industria de mașini și echipamente. În schimb, o nouă majorare a numărului de salariați a avut loc în construcții, antrenată probabil de facilitățile fiscale acordate la începutul anului (Grafic 2.14).

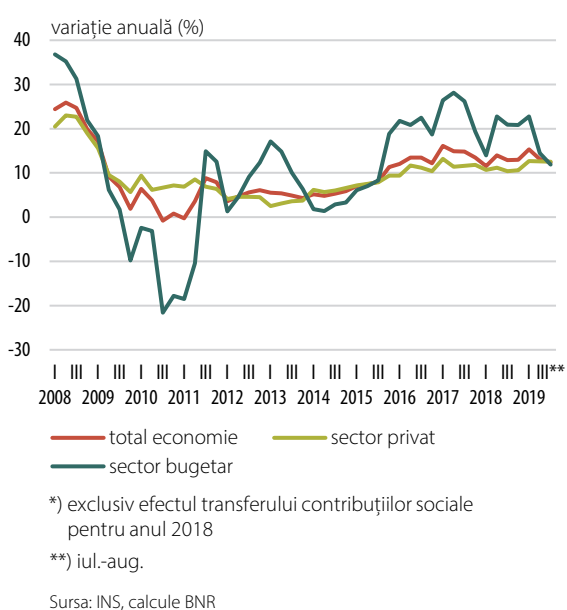
Pentru perioada următoare, ambele sondaje urmărite sugerează o imagine unitară, mai puțin optimistă. Astfel, studiul Manpower anticipează pentru ultimul trimestru al anului o creștere modestă a numărului de angajați, cele mai pesimiste previziuni din ultimii patru ani, cu temperări în majoritatea ramurilor. De asemenea, Sondajul CE-DG ECFIN indică pentru lunile septembrie-noiembrie stabilitatea numărului de angajați în industrie, servicii de piață și construcții, în timp ce în comerț așteptările privind noile angajări au rămas pozitive, dar mai atenuate.

Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut s-a păstrat la un nivel înalt și în perioada aprilie-august 2019 (12,8 la sută), temperarea față de primul trimestru (-2,4 puncte procentuale) datorându-se evoluției din sectorul bugetar, în principal ca urmare a efectului statistic asociat creșterilor salariale de care a beneficiat personalul din învățământ și din sistemul public de sănătate în luna martie 2018. De altfel, similar ultimilor trei ani, atât variația anuală, cât și nivelul salariului mediu brut din sectorul bugetar (16,8 la sută, respectiv circa 6 300 de lei în medie în primele opt luni ale anului 2019) au rămas peste valorile din mediul privat (12,6 la sută, respectiv aproximativ 4 700 de lei), ceea ce poate antrena – prin manifestarea unui efect de demonstrație – presiuni suplimentare de majorare a salariilor, dincolo de cele decurgând din caracterul tensionat al pieței muncii (Grafic 2.15).

Grafic 2.14. Efectivul salariaților din economie



Grafic 2.15. Câștig salarial nominal brut\*



<sup>32</sup> În februarie 2018 au fost adăugate două categorii de salariați care pot beneficia de scutirea de impozit pe venit, ceea ce a amplificat atractivitatea acestui sector, impulsând cel mai probabil angajările în anul 2018.



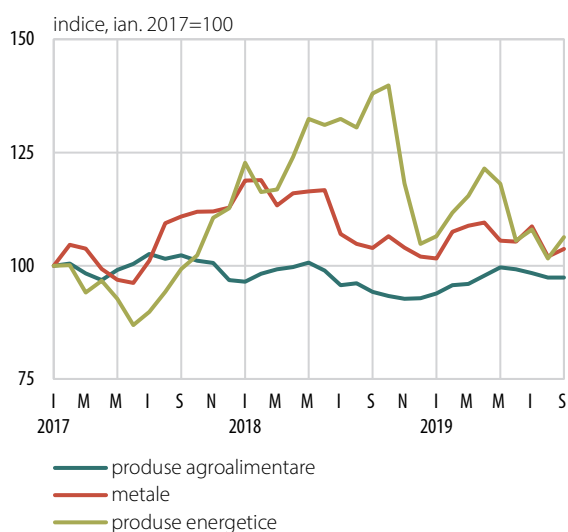
## 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

Incertitudinea a continuat să domine contextul economic internațional în trimestrul III 2019, astfel încât dinamica anuală a cotațiilor materiilor prime s-a menținut în teritoriu negativ, influențele în sens inflaționist fiind mai degrabă izolate. Pe plan local, efectul acestor factori a fost în bună măsură contrabalansat de oferta limitată pe piața energiei electrice, avansul consistent al costurilor salariale, dar și de condițiile favorabile de cerere. În consecință, prețurile de producție pentru piața internă au înregistrat doar o reducere marginală.

### 2.1. Prețurile de import

În contextul slăbiciunilor conturate la nivelul activității economiei globale și al perspectivelor încă rezervate, îndeosebi în ceea ce privește parcursul sectorului industrial, dinamica anuală a prețurilor materiilor prime energetice și-a accentuat contracția în trimestrul III 2019 (până la -21,2 la sută, conform datelor Băncii Mondiale). Pe ansamblul intervalului, cotația țițeiului a consemnat o scădere de 18 la sută comparativ cu trimestrul corespunzător din anul anterior, efectul în planul prețurilor al turbulențelor din zona Orientului Mijlociu de la mijlocul lunii septembrie dovedindu-se a fi de scurtă durată. Un parcurs similar a fost urmat și de gazele naturale, a căror cotație s-a comprimat cu aproape o treime în termeni anuali (față de -23,2 la sută în trimestrul II), în asociere cu o creștere a stocurilor.

Grafic 2.16. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Fragilitatea sectorului industrial pe plan global a alimentat menținerea la un nivel scăzut a cotațiilor metalelor pe piața internațională, atenuarea dinamicii anuale negative în trimestrul III 2019 (-0,4 la sută, față de -8,2 la sută în trimestrul II) fiind atribuită unui efect de bază. Factori de natura ofertei au condus la o evoluție diferită comparativ cu tendința generală în cazul minereului de fier, al cărui preț a cunoscut o ascensiune puternică de la începutul anului, întreruptă însă în ultimele două luni din trimestrul curent, odată cu reluarea activității la unele puncte de exploatare din Brazilia.

Totodată, prețurile materiilor prime alimentare au scăzut în trimestrul III 2019 comparativ cu intervalul precedent; dinamica anuală a reintrat în teritoriul pozitiv, însă până la o valoare restrânsă (2,4 la sută, față de -0,9 la sută în trimestrul II, conform datelor

Food and Agriculture Organization). Totuși, presiuni inflaționiste au continuat să fie exercitate de segmentul cărnii de porc, dată fiind reducerea ofertei cauzată de epidemia de pestă porcină africană, care a afectat în special producătorii din zona asiatică, determinând creșterea cererii de importuri din acea regiune (Grafic 2.16).

Mișcarea cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale s-a regăsit și la nivelul anumitor prețuri de import. Astfel, reduceri ale indicelui anual al valorii unitare a importurilor<sup>33</sup> au fost înregistrate de produsele minerale (-4,8 puncte procentuale, până la 104,4 la sută) și de metalele comune (-1,2 puncte procentuale, până la 98,9 la sută).

Aceste evoluții au fost contrabalansate însă de majorările IVU în cazul unor bunuri relevante pentru coșul de consum, remarcându-se produsele din carne (creștere cu 16,6 puncte procentuale, până la 108,9 la sută) și produsele farmaceutice (creștere cu 24,7 puncte procentuale, până la 116,2 la sută). Majorări de amplitudine mai redusă au fost consemnate și în cazul produselor vegetale (+0,8 puncte procentuale, până la 102,5 la sută), al autoturismelor și în cel al articolelor de încălțăminte și îmbrăcăminte. În ansamblu, pe parcursul trimestrului II 2019, IVU a înregistrat o ușoară accelerare față de perioada anterioară, până la 101,8 la sută.

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Contextul extern a continuat să influențeze evoluția pe plan local, astfel că dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a temperat ușor în intervalul iulie-august până la 5,4 la sută (-0,4 puncte procentuale față de media

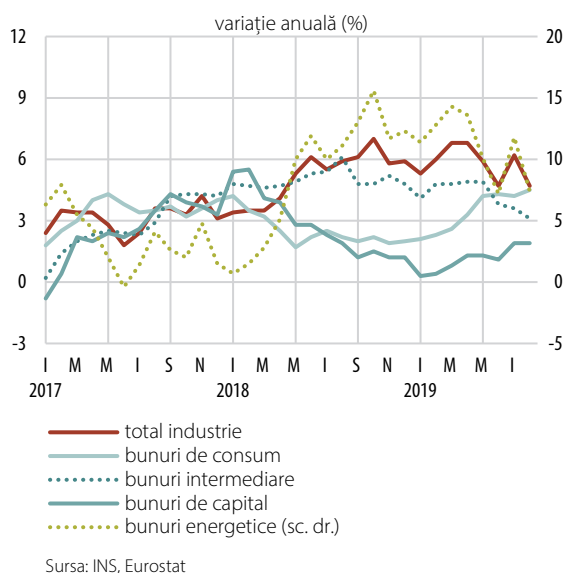
trimestrului II 2019). O corecție în sens descendent au consemnat prețurile bunurilor energetice (-1,2 puncte procentuale, până la 9,6 la sută), în asociere cu parcursul cotațiilor internaționale ale materiilor prime energetice, dinamicile anuale atât în industria extractivă, cât și în cea a prelucrării țițeiului trecând în teritoriul negativ. Influența acestui factor a fost parțial compensată de efectul exercitat de diminuarea ofertei de energie electrică provenind din surse hidro, pe fondul deficitului de precipitații. Prin urmare, rata anuală de creștere a prețurilor de producție în industria de profil s-a amplificat cu aproape 5 puncte procentuale, până la circa 18 la sută (Grafic 2.17).

De asemenea, pierderi de dinamică au înregistrat și prețurile bunurilor intermediare (până la 3,3 la sută), la această evoluție contribuind și presiunile limitate din partea cotațiilor metalelor. În schimb, o accelerare modestă a fost marcată de avansul prețurilor bunurilor

de consum (4,4 la sută) – pe seama parcursului sectorului alimentelor procesate, dată fiind traiectoria prețului cărnii de porc –, dar și al bunurilor de capital (1,9 la sută).

Rata anuală de creștere a prețurilor produselor agricole pe piața internă s-a temperat în perioada iulie-august 2019 cu 1,7 puncte procentuale față de valoarea din trimestrul II 2019, până la 10,8 la sută. Evoluția s-a datorat produselor vegetale, a căror

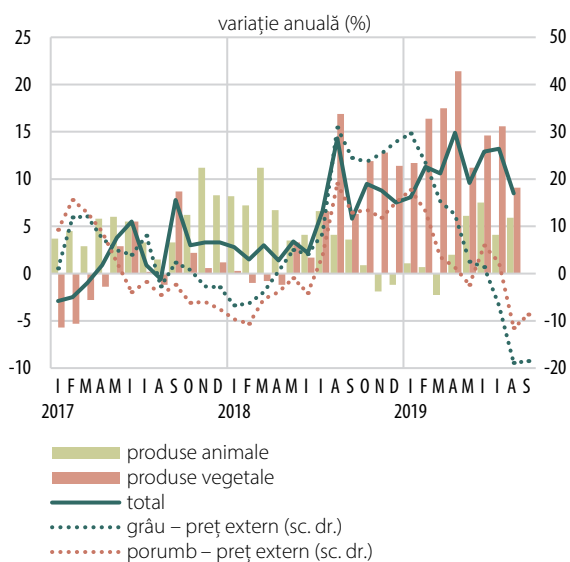
Grafic 2.17. Prețurile producției industriale pentru piața internă



<sup>33</sup> Exprimat în euro.

dinamică anuală a coborât până la 12,3 la sută (-3,3 puncte procentuale), odată cu materializarea unei producții bune atât pe plan intern (ușor mai redusă comparativ cu nivelul excepțional din anul precedent în cazul grâului), cât și pe plan european.

Grafic 2.18. Prețurile producției agricole



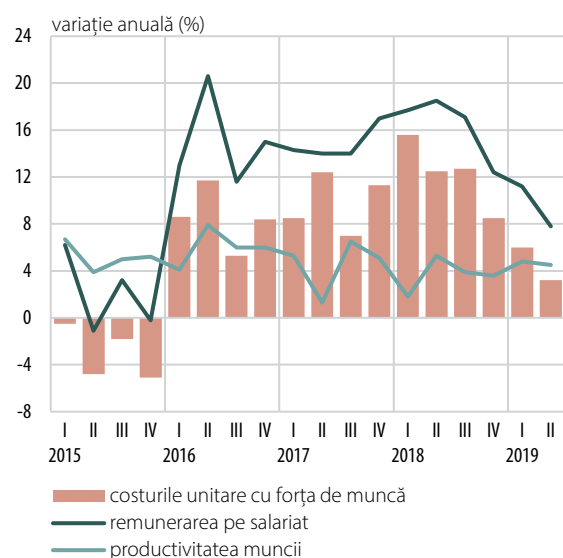
Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În cazul produselor de origine animală, variația anuală a prețurilor a stagnat, temperările de ritm înregistrate la carnea de pasăre și cea de ovine fiind compensate de accelerările care persistă pe segmentul cărnii de porc, în linie cu tendințele consemnate pe piețele externe (Grafic 2.18).

#### Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat în trimestrul II 2019 până la 3,2 la sută (-2,9 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent), exclusiv pe fondul încetirii avansului anual al remunerării salariale (Grafic 2.19).

Grafic 2.19. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

În schimb, și în perioada aprilie-august mișcarea dinamicii anuale a costurilor salariale unitare din industrie a fost în sens contrar, intensificându-se până la 14,1 la sută (+3,8 puncte procentuale față de trimestrul I), mai ales sub efectul pierderilor de productivitate. Ascensiunea a fost antrenată cu preponderență de sectorul prelucrător, viteza de creștere a costurilor unitare ajungând la 14,0 la sută (+4,6 puncte procentuale), în special ca rezultat al contracției producției, odată cu deteriorarea climatului macroeconomic din zona euro, principalul partener comercial. În structură, evoluția a fost aproape generalizată, rate anuale de două cifre fiind înregistrate în domenii precum cele corelate cu activitatea de construcții, în industria ușoară, cea de prelucrare a lemnului, cea metalurgică sau cea chimică. Excepții notabile au consemnat industria de prelucrare a hidrocarburilor, în bună măsură însă pe seama unui efect de bază asociat calendarului diferit al lucrărilor de revizie, și industria altor mijloace de transport, unde ratele de creștere a costurilor unitare s-au corectat cu peste 8 puncte procentuale. Totodată, aceeași tendință poate fi observată și în industria alimentară, însă decalajul dintre variația

productivității muncii și cea a câștigului salarial rămâne consistent, ritmul anual al costurilor salariale unitare situându-se la niveluri de două cifre (în jurul a 14 la sută), cu repercusiuni atât din perspectiva presiunilor inflaționiste, cât și a competitivității.

### 3. Politica monetară și evoluții financiare

#### 1. Politica monetară

În perioada august-octombrie 2019, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută, iar ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare la 1,50 la sută, respectiv la 3,50 la sută, păstrând, totodată, controlul strict asupra lichidității de pe piața monetară. În același timp, ratele RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelul de 8,0 la sută. Măsurile au vizat readucerea și menținerea pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de timp mai îndepărtat, în condiții de protejare a stabilității financiare.

Deciziile din luna august ale Consiliului de administrație al BNR au fost adoptate într-un context caracterizat, pe de o parte, prin creșterea progresivă, inclusiv în perspectivă, a presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali și, pe de altă parte, prin sporirea incertitudinilor și a riscurilor la adresa prognozei pe termen mediu a inflației generate de mediul intern și de cel extern. Astfel, rata anuală a inflației s-a menținut deasupra intervalului țintei în luna iunie<sup>34</sup> – inclusiv în condițiile continuării creșterii dinamicii inflației de bază<sup>35</sup> –, iar noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva revenirii acesteia la începutul anului viitor, dar și a cantonării ei ulterioare, în jumătatea superioară a intervalului<sup>36</sup>. Totodată, mișcarea în jurul limitei de sus a intervalului anticipată a caracteriza evoluția ratei anuale a inflației pe orizontul scurt de timp era atribuibilă acțiunii factorilor pe partea ofertei, previzionată a-și accentua ușor caracterul inflaționist în a doua parte a anului curent, dar a redeveni pronunțat dezinflaționist în 2020<sup>37</sup>. În schimb, presiuni inflaționiste în creștere graduală erau așteptate să decurgă din poziția ciclică a economiei, costurile salariale și anticipațiile inflaționiste pe termen scurt, precum și din dinamica prețurilor importurilor în a doua parte a orizontului de prognoză, reflectând inclusiv evoluția cursului de schimb al leului<sup>38</sup>. Astfel, excedentul de cerere agregată era

<sup>34</sup> Cunoscând totuși o ușoară scădere temporară, inclusiv în raport cu nivelul prognozat – la 3,8 la sută, de la 4,1 la sută în mai –, exclusiv sub influența factorilor de natura ofertei (reducerea consistentă a prețurilor legumelor și combustibililor).

<sup>35</sup> Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat la 3,3 la sută în iunie, de la 3,2 la sută în mai.

<sup>36</sup> Rata anuală a inflației era anticipată să se situeze în decembrie 2019 la 4,2 la sută, nivel identic celui așteptat anterior, iar la finele orizontului prognozei la 3,3 la sută, doar marginal sub valoarea din proiecția precedentă.

<sup>37</sup> În principal pe seama efectelor de bază asociate evoluției recente a prețurilor LFO, produselor din tutun și combustibililor, precum și taxei impuse în sectorul telecom.

<sup>38</sup> Astfel, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era așteptată să urce deasupra intervalului țintei în următoarele două trimestre, până la 3,9 la sută în decembrie 2019, pentru ca, după o ușoară corecție descendentă în semestrul I 2020 pe fondul unor efecte de bază, să rămână marginal deasupra limitei de sus a intervalului, respectiv la 3,6 la sută la finele orizontului proiecției.

anticipat să crească semnificativ în 2019 și apoi mai moderat în anul următor, la valori superioare celor din prognoza anterioară, în condițiile în care, din perspectivă anuală, expansiunea economică era așteptată să decelereze ușor doar în 2020. Totodată, consumul privat se prefigura a fi principalul determinant al creșterii economice, inclusiv pe fondul gradului ridicat de ocupare a forței de muncă și al nivelului ratelor reale ale dobânzilor bancare, prezumat a se mări foarte lent.

Incertitudini și riscuri sporite la adresa acestei perspective decurgeau însă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, în condițiile în care caracteristicile execuției bugetare din primele luni ale anului, precum și impactul preconizat al aplicării prevederilor noii legi a pensiilor creșteau probabilitatea adoptării de măsuri corective în vederea menținerii deficitului bugetar în limita prevăzută de Pactul de stabilitate și creștere. Riscuri crescute induceau și semnele tot mai clare de deteriorare a economiei zonei euro și a celei globale, precum și incertitudinile asociate perspectivei acestora, mai ales în contextul războiului comercial și al *Brexit*. Relevanța riscurilor din mediul extern era sporită de probabila înrăutățire în continuare a contului curent – inclusiv pe fondul problemelor de competitivitate prin preț și non-preț ale unor sectoare –, având în vedere și semnalele/deciziile de relaxare a conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și diferențialul mai ridicat al ratei dobânzii, cu potențial impact asupra cursului de schimb al leului.

Datele statistice și evaluările ulterioare au arătat că rata anuală a inflației s-a situat în august la 3,9 la sută, în linie cu previziunile, menținându-se astfel peste nivelul atins în iunie și deasupra intervalului țintei. Avansul față de finele trimestrului II s-a datorat atât componentelor exogene ale IPC<sup>39</sup>, cât și inflației de bază, a cărei rată anuală a continuat să crească, relativ mai lent decât s-a anticipat, mărindu-se de la 3,3 la sută în iunie la 3,4 la sută în august. Majorarea a reflectat influențele opuse venite din creșterea prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare, respectiv din reducerea tarifelor unor servicii de telefonie, suprapuse presiunilor inflaționiste semnificative pe partea cererii și a costurilor salariale, precum și valorilor ridicate ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt.

De altfel, potrivit noilor date, expansiunea economică a cunoscut doar o modestă decelerare în trimestrul II<sup>40</sup>, în condițiile unei temperări minore și sub așteptări a ritmului ei trimestrial, ce făcea probabilă o creștere ceva mai evidentă a excedentului de cerere agregată în acest interval decât cea anticipată. Totodată, contribuția consumului privat la avansul economic a rămas substanțială, deși a fost marginal depășită de cea a formării brute de capital fix, în timp ce exportul net și-a diminuat aportul negativ – pe fondul unei temperări mai pregnante a dinamicii importurilor în raport cu cea a exporturilor de bunuri și servicii –, dar deficitul de cont curent și-a accelerat adâncirea în raport cu aceeași perioadă a anului anterior, ca urmare a deteriorării balanței veniturilor. În același timp, piața muncii a rămas încordată, inclusiv în condițiile în care rata șomajului BIM a atins în iunie un nou minim istoric la care a tins să se mențină ulterior. Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut

<sup>39</sup> În condițiile scumpirii produselor din tutun și ale evoluției prețului combustibililor, doar parțial contrabalansate ca impact de temperarea creșterii prețurilor administrate și a prețurilor LFO.

<sup>40</sup> La 4,4 la sută, de la 5,0 la sută în trimestrul I.

nominal, dar și a celui net real au rămas în ultimele luni pe palierul de două cifre, temperându-se doar ușor față de trimestrul I, iar variația anuală de două cifre a costurilor salariale unitare din industrie a înregistrat chiar o creștere sensibilă.

Principalele cotații ROBOR s-au menținut semnificativ deasupra ratei dobânzii de politică monetară în lunile august și septembrie, continuând totuși să scadă ușor, iar rata dobânzii la tranzacțiile interbancare și-a diminuat, pe ansamblul intervalului, ecartul negativ față de rata dobânzii-cheie, în condițiile absorbirii consecvente de către BNR a excedentului de lichiditate de pe piața monetară, prin atragerea de depozite la termen. Media trimestrială a randamentelor interbancare s-a redus însă vizibil în raport cu trimestrul anterior. La rândul său, cursul de schimb leu/euro a fost relativ stabil de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului III, dar a consemnat o ușoară corecție crescătoare la mijlocul lunii septembrie, în contextul slăbirii apetitului investitorilor pentru activele de pe piețele emergente, inclusiv ca urmare a înfirmării așteptărilor acestora privind magnitudinea relaxării conduitei politicii monetare de către Fed și BCE. Pe fondul diferențialului considerabil al ratei dobânzii, ajustarea raportului leu/euro a fost însă sensibil inferioară creșterii înregistrate de ratele de schimb ale altor monede din regiune.

Creditul acordat sectorului privat și-a reaccelerat ușor creșterea în primele două luni ale trimestrului III, iar media dinamicii sale anuale<sup>41</sup> a revenit la nivelul din trimestrul I, reprezentând vârful ultimilor șapte ani. Totodată, variația anuală a componentei în lei a urcat din nou pe palierul de două cifre, cu aportul consistent al creditelor noi pentru consum, al căror volum a atins un maxim istoric, iar componenta în valută s-a dinamizat, pe seama segmentului societăților nefinanciare, astfel încât ponderea în total a creditelor în lei a crescut doar marginal, ajungând în august la 66,7 la sută. Creșterea anuală a masei monetare a încetinit ușor pe ansamblul intervalului iulie-august față de cea consemnată în trimestrul II, probabil ca efect al temperării relaxării execuției bugetare și al amplificării deținerilor de titluri de stat în lei ale entităților nebancare.

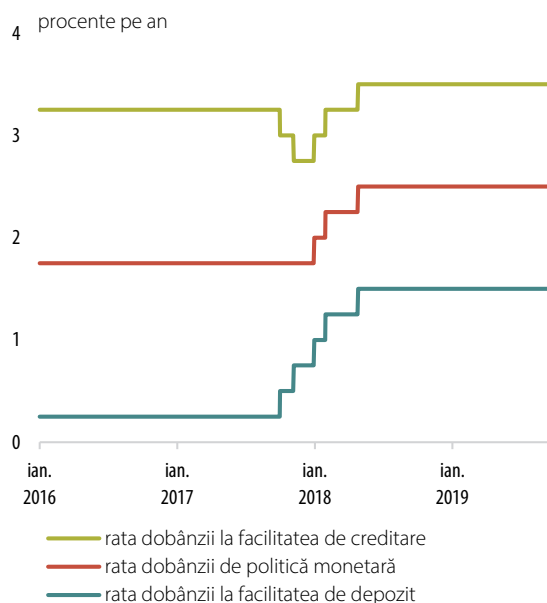
Proiecția pe termen scurt actualizată în acest context a reconfirmat perspectiva menținerii ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei până la finele anului curent, pe o traiectorie ușor inferioară celei evidențiate în prognoza pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din august 2019, în condițiile în care acțiunea factorilor pe partea ofertei se anticipa a fi în continuare ușor dezinflaționistă în intervalul septembrie-octombrie, dar să redevină moderat inflaționistă în ultimele două luni ale anului. Presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali se prefigurau a rămâne semnificative în perspectivă apropiată, doar ușor mai temperate decât se previziona în august în cazul celor provenind din poziția ciclică a economiei, în condițiile în care se anticipa o încetinire relativ mai pronunțată a creșterii economice în semestrul II, în principal pe fondul unei performanțe mai modeste a agriculturii, implicând staționarea *gap*-ului pozitiv al PIB în acest interval la valoarea înaltă atinsă în trimestrul II, respectiv ușor sub nivelurile prognozate anterior.

Incertitudinile și riscurile la adresa celei mai recente prognoze a inflației au continuat însă să crească, fiind generate pe plan intern în principal de conduita viitoare a politicii

<sup>41</sup> 8 la sută, față de 7,5 la sută în trimestrul II.

fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul calendarului electoral 2019-2020, date fiind caracteristicile execuției bugetare din primele opt luni ale anului, precum și potențialul impact al noii legi a pensiilor, de natură să facă necesară, dar și inevitabilă, o corecție fiscală în perspectivă, în vederea readucerii deficitului bugetar în limita prevăzută de Pactul de stabilitate și creștere.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Incertitudini și riscuri sporite, inclusiv la adresa poziției externe a economiei, decurgeau și din mediul extern – atât pe calea comerțului exterior, a încrederii și a investițiilor străine directe, cât și a cursului de schimb al leului – în condițiile sporirii riscurilor la adresa economiei zonei euro și a celei globale induse de războiul comercial și de *Brexit*, dar și ale relaxării conduitei politicii monetare de către băncile centrale majore.

În acest context, adecvarea condițiilor monetare din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a readucerii ratei anuale a inflației în linie cu ținta de inflație, în condiții de protejare a stabilității financiare, a justificat statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară și prezervarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. În consecință, în ședința din 3 octombrie 2019, Consiliul de administrație al BNR a decis

menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută și a ratelor dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare la 1,50 la sută, respectiv la 3,50 la sută, concomitent cu păstrarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară (Grafic 3.1). Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile curente.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

Cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au scăzut ușor pe ansamblul trimestrului III, menținându-se însă semnificativ deasupra ratei dobânzii de politică monetară, în timp ce rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor interbancare<sup>42</sup> s-a redus vizibil față de nivelul din trimestrul II, afectat de valorile mai ridicate prevalente în luna aprilie. Cursul de schimb leu/euro a rămas cvasistabil în primele luni ale trimestrului III, pentru ca în a doua parte a lunii septembrie să cunoască o ușoară corecție crescătoare. Creditul acordat sectorului privat și-a reaccelerat ușor creșterea în primele două luni ale trimestrului III, media dinamicii sale revenind astfel la nivelul din trimestrul I, reprezentând vârful ultimilor șapte ani, în timp ce creșterea lichidității din economie și-a prelungit tendința ușor descendentă.

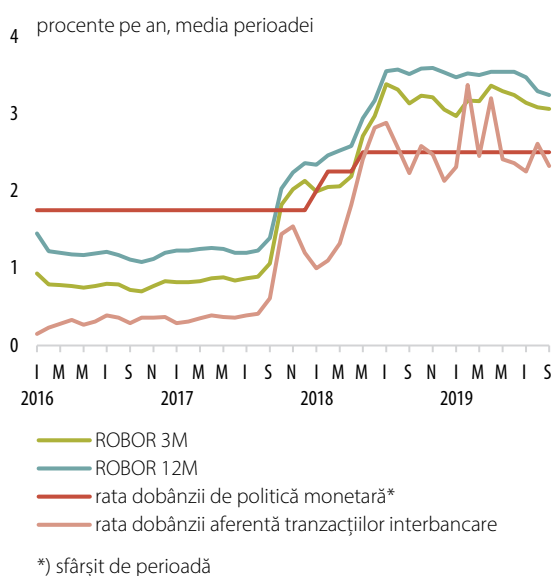
<sup>42</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.



## 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a temperat fluctuațiile în trimestrul III, valorile sale medii lunare menținându-se în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, pe fondul controlului strict asupra lichidității exercitat de banca centrală (Grafic 3.2). Media lui trimestrială a scăzut totuși la 2,40 la sută, cu 0,28 puncte procentuale sub nivelul intervalului precedent, afectat de creșterea și cantonarea acestui indicator în aprilie în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de creditare.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Excedentul net de lichiditate din sistemul bancar s-a amplificat considerabil în trimestrul III, ca urmare a majorării semnificative la începutul intervalului a volumului de rezerve injectate de Trezorerie<sup>43</sup>. Banca centrală a absorbit cea mai mare parte a acestui surplus prin depozite la termen, cu scadența de 1 săptămână, atrase prin licitație la rată fixă a dobânzii și alocare integrală<sup>44</sup>, apelul instituțiilor de credit la facilitatea de depozit rămânând totuși relevant. Pe acest fond, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a temperat frecvența și amplitudinea oscilațiilor în jurul ratei dobânzii de politică monetară, mai ales în cazul celor în sens ascendent.

Cotațiile ROBOR 3M-12M și-au reluat în iulie tendința descrescătoare și au continuat apoi să scadă lent, restrângându-și ușor ecartul pozitiv față de rata dobânzii de politică monetară, inclusiv în

contextul așteptărilor instituțiilor de credit privind consolidarea, cel puțin pe termen scurt, a excedentului de rezerve, dar și menținerea controlului strict exercitat de banca centrală asupra lichidității. În aceste condiții, mediile trimestriale ale acestor cotații s-au redus cu circa 0,20 puncte procentuale față de cele din trimestrul II, la 3,09 la sută în cazul ROBOR 3M și la 3,20 la sută, respectiv 3,33 la sută în cazul termenelor de 6 luni și 12 luni, atingând minime ale ultimelor cinci trimestre pe întreg spectrul de maturități.

Pe piața titlurilor de stat, evoluțiile au reflectat cu precădere influențe venite din mediul extern, în contextul așteptărilor privind relaxarea conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed<sup>45</sup>, dar și al preocupărilor legate de conflictul comercial și *Brexit*, de natură să slăbească în ultima lună a trimestrului apetitul investitorilor pentru activele piețelor financiare din regiune. Astfel, cotațiile de referință de pe segmentul secundar și-au prelungit până la sfârșitul celei de-a doua decade a lunii

<sup>43</sup> Inclusiv în contextul ajungerii la maturitate, în data de 24 iunie, a unor obligațiuni de stat în valoare de 8,9 miliarde lei.

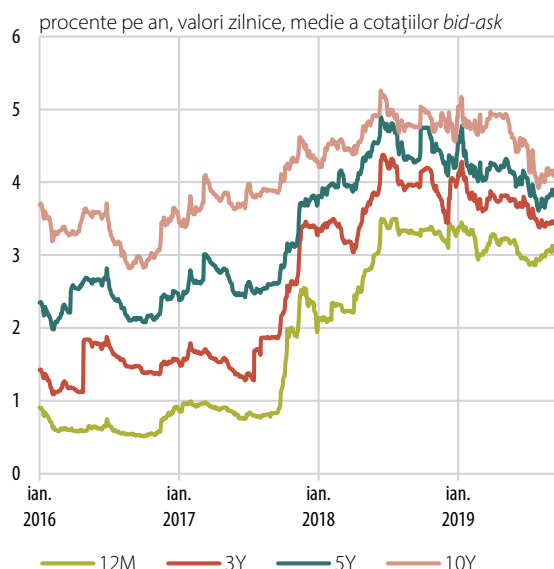
<sup>44</sup> Soldul mediu al acestor operațiuni s-a mărit la 9,7 miliarde lei în iulie (de la o medie de 2,2 miliarde lei în intervalul mai-iunie), dar s-a redus în următoarele două luni la 4,6 miliarde lei și, respectiv, 5,4 miliarde lei în septembrie.

<sup>45</sup> Dată fiind sporirea riscurilor la adresa perspectivei creșterii economice pe plan global induse de conflictul comercial dintre SUA și China.



august mișcarea general descendentă, mai accentuată în cazul randamentelor pe maturitățile lungi, care au atins astfel minime ale ultimilor aproape doi ani (Grafic 3.3). Ulterior, ele au cunoscut o parțială corecție crescătoare, în sincron cu

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



randamentele similare din regiune, dar posibil și sub influența evoluțiilor din mediul politic intern, de natură să afecteze percepția asupra riscului asociat pieței locale. Pe acest fond, valorile medii din luna septembrie ale cotațiilor au scăzut față de cele din ultima lună a trimestrului II pentru toate categoriile de titluri, situându-se la 3,79 la sută, respectiv 4,12 la sută în cazul titlurilor pe 5 ani și 10 ani (-0,28 puncte procentuale, respectiv -0,44 puncte procentuale) și la 2,87 la sută, respectiv 3,05 la sută în cazul celor pe termenele de 6 luni și 12 luni (-0,10 puncte procentuale, respectiv -0,08 puncte procentuale). Panta curbei randamentelor și-a atenuat astfel semnificativ înclinația pozitivă.

Și pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate au continuat să scadă în iulie<sup>46</sup> (cu până la 0,2 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 15 ani) și, mai pregnant, în august (cu până la 0,59 puncte procentuale în cazul aceluiași

înscrieri), inclusiv în condițiile în care volumul solicitat a continuat să reprezinte în acest interval mai mult decât dublul celui anunțat în cadrul licitațiilor, în timp ce valoarea acceptată nu a mai depășit-o vizibil pe cea programată. În septembrie, randamentele medii acceptate s-au majorat însă pe toate maturitățile (cu până la 0,16 puncte procentuale), slăbirea apetitului investitorilor pentru titlurile de stat fiind reflectată și de coborârea raportului dintre volumul solicitat și cel indicativ la 1,3, chiar și în condițiile scăderii semnificative a volumului de înscrieri emise (la 68 la sută din volumul anunțat)<sup>47</sup>. Randamentele medii acceptate au rămas totuși inferioare celor de la finele trimestrului precedent, situându-se la 4,11 la sută în cazul titlurilor pe 10 ani (-0,65 puncte procentuale față de iunie), la 4,06 la sută în cazul titlurilor pe 7 ani (-0,19 puncte procentuale față de iunie) și la 3,91 la sută în cazul celor pe 5 ani (-0,38 puncte procentuale față de iunie). Totodată, MFP a menținut relativ constantă oferta de titluri de stat la nivelul trimestrului, la 12,3 miliarde lei (4,2 miliarde lei în iulie<sup>48</sup> și câte 4 miliarde lei în august și septembrie), față de 12,1 miliarde lei în trimestrul precedent.

Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancari a înregistrat un declin în iulie, pentru a treia lună consecutiv, și a crescut doar marginal în august

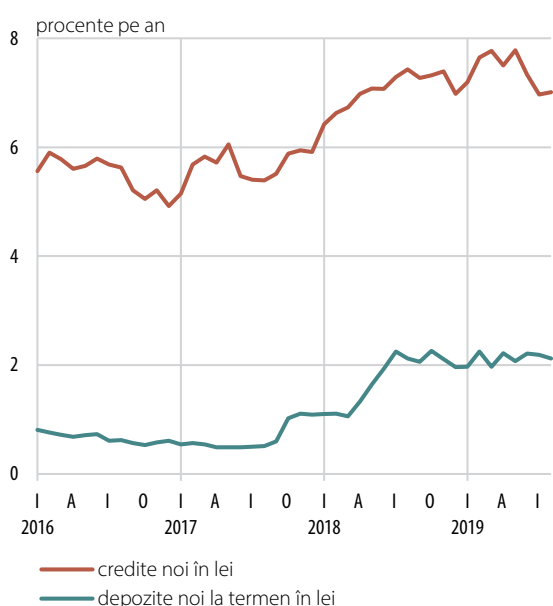
<sup>46</sup> Singura excepție au constituit-o obligațiunile pe 7 ani, în cazul cărora randamentul a crescut în iulie cu 0,11 puncte procentuale, până la 4,35 la sută.

<sup>47</sup> Pe ansamblul trimestrului, raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor a fost ușor inferior celui din trimestrul precedent (2,0 față de 2,1), iar raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat a coborât la 93 la sută, de la 124 la sută în trimestrul II. Totodată, scadența medie a titlurilor de stat emise s-a menținut relativ nemodificată (5,7 ani, față de 5,8 ani în trimestrul anterior).

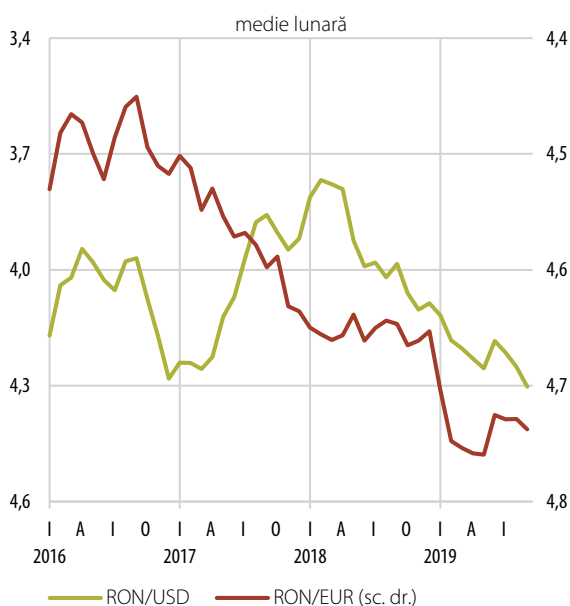
<sup>48</sup> În iulie, MFP a emis pe piața externă euroobligațiuni cu maturitate de 12 ani și 30 de ani, în valoare de 1 400 milioane euro, respectiv 600 milioane euro, la randamente de 2,1 la sută, respectiv 3,4 la sută.

(la 7,01 la sută), media sa pe ansamblul celor două luni suferind astfel un recul consistent față de cea din trimestrul II (-0,55 puncte procentuale). În schimb, randamentul depozitelor noi la termen s-a redus doar ușor în ambele luni (la 2,12 la sută în august), cvasistagnând ca valoare medie (Grafic 3.4). Din perspectiva celor două segmente de clientelă, evoluțiile au continuat să fie omogene ca sens doar în cazul creditelor noi. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a redus în iulie pentru a patra lună consecutiv și s-a majorat marginal în august (la 8,09 la sută), media ei aferentă celor două luni diminuându-se substanțial, cu 0,45 puncte procentuale față de cea din trimestrul II. Declinul a fost antrenat de scăderea consistentă consemnată pe ansamblul celor două luni pe segmentul

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



creditelor de consum, atribuibilă cel puțin parțial – în condițiile în care valoarea IRCC s-a majorat sensibil în trimestrul III –, volumelor ridicate ale împrumuturilor pe termen scurt garantate acordate agricultorilor în acest interval; rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe s-a majorat în schimb în ambele luni. Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare s-a diminuat atât în iulie, cât și în august (la 5,58 la sută, coborând pe ansamblul celor două luni cu 0,55 puncte procentuale). Evoluția s-a datorat ambelor categorii principale de împrumuturi – sub, respectiv, peste echivalentul a 1 milion de euro – un declin mai pregnant fiind consemnat de prima categorie, parțial explicabil și în acest caz prin majorarea volumului de credite garantate acordate sectorului agricol. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației a urcat ceva mai consistent în iulie, după relativul imobilism din precedentele două luni, dar a stagnat în luna următoare (1,90 la sută), media sa urcând față de trimestrul II cu 0,21 puncte procentuale. În schimb, rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare s-a redus ușor în ambele luni (la 2,22 la sută în august), diminuându-se cu 0,09 puncte procentuale ca valoare medie.

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a rămas cvasistabil în primele luni ale trimestrului III, pentru că în a doua parte a lunii septembrie să cunoască o ajustare ascendentă, sensibil inferioară, totuși, creșterilor înregistrate de ratele de schimb ale principalelor monede din regiune (Grafic 3.5).

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut în iulie pe palierul mai jos atins în primele zile din iunie, dar și-a amplificat ușor fluctuațiile, într-un context caracterizat prin oscilații ale apetitului investitorilor pentru plasamente în regiune, provocate de

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	8 luni 2018			8 luni 2019		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	1 895	5 353	-3 458	4 407	8 640	-4 233
Investiții directe	852	4 114	-3 262	360	3 954	-3 594
Investiții de portofoliu	147	1 465	-1 318	1 330	4 648	-3 318
Derivate financiare	x	x	84	x	x	-24
Alte investiții	3 445	-225	3 670	477	38	440
– numerar și depozite	2 446	-610	3 055	-565	-641	76
– împrumuturi	-72	-1 381	1 309	-137	-850	713
– altele	1 071	1 766	-694	1 179	1 529	-349
Active de rezervă ale BNR (net)	-2 633	0	-2 633	2 263	0	2 263

\*) „+” creștere/„-” scădere

incertitudini/semnale de intensitate diferită date de BCE și Fed privind relaxarea în perspectivă a conduitei politicii monetare, care au antrenat și o mișcare coborâtoare relativ alertă a parității euro/dolar. Raportul leu/euro a receptat însă și efectele unor factori interni cu caracter sezonier, de natură să amplifice în acest interval oferta de devize pe piața valutară interbancară.

Pe fondul diferențialului mai înalt al ratei dobânzii locale, cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil ulterior, chiar și în condițiile creșterii în luna august a aversiunii globale față de risc și a volatilității pe piețele financiare internaționale, în principal ca urmare a reescaladării războiului comercial dintre SUA și China<sup>49</sup> și a sporirii riscului unui *Brexit* fără acord (Tabel 3.1). Influențele climatului extern au fost mai evidente la nivelul ratelor de schimb ale principalelor monede din regiune, care și-au accentuat/prelungit mișcarea ascendentă amorsată în a doua parte a lunii iulie,

receptând însă și impactul unor factori locali<sup>50</sup> (Grafic 3.6). Față de dolarul SUA, leul și-a accentuat totuși deprecierea, în condițiile în care raportul euro/dolar a cunoscut o nouă scădere lunară semnificativă, chiar dacă pe o traiectorie fluctuantă, reflectând desfășurarea disputei comerciale SUA-China și caracterul relativ divergent al datelor economice din SUA<sup>51</sup> și zona euro<sup>52</sup> publicate în acest interval.

Rata de schimb leu/euro s-a caracterizat prin variații minore și în perioada imediat premergătoare deciziilor de politică monetare ale BCE și Fed din septembrie, pentru ca în a doua parte a lunii să consemneze o creștere și să se stabilizeze ulterior pe palierul mai înalt astfel atins, în contextul amplificării temerilor investitorilor

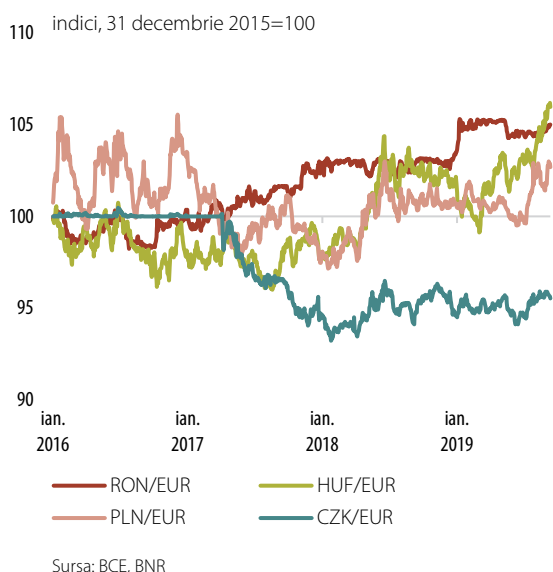
<sup>49</sup> În data de 1 august, autoritățile americane au anunțat aplicarea începând cu 1 septembrie 2019 a unor taxe de 10 la sută asupra importurilor netaxate anterior din China (în valoare de 300 miliarde dolari), pentru ca în 13 august să decidă amânarea până în 15 decembrie 2019 a intrării în vigoare a măsurii pentru unele dintre aceste importuri (în valoare de 155 miliarde dolari). În data de 23 august, autoritățile chineze au anunțat că vor introduce taxe de 5-10 la sută asupra unor importuri de produse din SUA în valoare de 75 miliarde dolari (începând cu 1 septembrie, respectiv 15 decembrie) și vor reinstitui taxa de 25 la sută asupra importurilor de automobile și piese auto începând cu 1 decembrie.

<sup>50</sup> În cazul zlotului, deprecierea în raport cu euro a fost alimentată și de preocupările investitorilor privind implicațiile asupra sectorului bancar/pieței financiare ale apropiatului verdict al Curții Europene de Justiție cu privire la eventualele clauze abuzive din contractele pentru credite ipotecare denumite în CHF.

<sup>51</sup> În luna iulie, vânzările cu amănuntul din SUA au consemnat o nouă creștere peste așteptări (cu 0,7 la sută în termeni lunari), iar rata anuală a inflației core și-a prelungit avansul (ajungând la 2,2 la sută).

<sup>52</sup> Deși în ușoară ameliorare în luna august, indicele PMI pentru industria prelucrătoare din zona euro a indicat prelungirea contracției activității în acest sector; indicele similar pentru servicii s-a majorat totuși ușor, rămânând în zona de expansiune. Totodată, creșterea economică a zonei euro a decelerat sensibil în trimestrul II (0,2 la sută în termeni trimestriali), în condițiile în care economia Germaniei s-a contractat cu 0,1 la sută în termeni trimestriali.

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



financiari legate de conflictul comercial între SUA și China și de ieșirea Marii Britanii din UE, implicat de perspectiva creșterii economice în zona euro<sup>53</sup> și la nivel global, dar și ca urmare a revizuirii așteptărilor pieței privind potențialul relaxării în continuare a conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed<sup>54</sup>. Pe acest fond, raportul euro/dolar și-a accelerat declinul, atingând la finele lunii septembrie cel mai redus nivel din mai 2017<sup>55</sup>.

Pe piața valutară interbancară, cererea netă de valută a continuat să scadă pentru al doilea trimestru consecutiv, exclusiv pe seama tranzacțiilor rezidenților, al căror sold a devenit puternic pozitiv în acest interval.

Pe ansamblul trimestrului III<sup>56</sup>, leul s-a depreciat față de euro cu 0,3 la sută atât în termeni nominali<sup>57</sup>, cât și în termeni reali; în raport cu dolarul SUA, acesta

s-a depreciat în aceeași perioadă cu 2,8 la sută în termeni nominali, respectiv reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a continuat să crească în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale a cursului de schimb, leul și-a diminuat ușor deprecierea nominală în trimestrul III, atât față de euro, cât și în raport cu dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Creșterea anuală<sup>58</sup> a masei monetare și-a prelungit tendința ușor descendentă în intervalul iulie-august (8,6 la sută în medie pe ansamblul perioadei<sup>59</sup>, față de 8,9 la sută în precedentele trei luni; Tabel 3.2)<sup>60</sup>, în condițiile unei relative redresări a acesteia în prima lună a trimestrului, urmată de o cvasistagnare. Pe ansamblul

<sup>53</sup> Date fiind inclusiv așteptările privind intrarea în recesiune a Germaniei în trimestrul III, scăderea indicelui PMI în zona euro în septembrie mult sub așteptări și, mai ales, diminuarea indicelui PMI pentru servicii, de natură să amplifice preocupările privind propagarea slăbirii activității și la nivelul acestui sector.

<sup>54</sup> În contextul comunicării deciziei de politică monetară din 12 septembrie, BCE a arătat că deteriorarea perspectivei economice reclamă acțiune din partea politicilor fiscale ale statelor din zona euro care dispun de o marjă de manevră bugetară. În cazul Fed, voturile în cadrul ședinței FOMC din 18-19 septembrie au părut mai divizate, iar noile prognoze privind inflația și avansul economiei, doar ușor modificate față de runda anterioară, au sugerat că unii membri consideră drept scenariu de bază relansarea creșterii economiei americane în perioada următoare.

<sup>55</sup> 1,0889 dolari/euro în data de 30 septembrie.

<sup>56</sup> Față de trimestrul anterior, pe baza valorilor medii din septembrie, respectiv iunie, ale cursului de schimb.

<sup>57</sup> Deprecieri mai ample au consemnat în acest interval atât coroana cehă (1,0 la sută), cât și zlotul (2,1 la sută) și forintul (3,0 la sută).

<sup>58</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

<sup>59</sup> Minim al ultimelor 16 trimestre. Un nivel similar a mai fost consemnat în T4 2015.

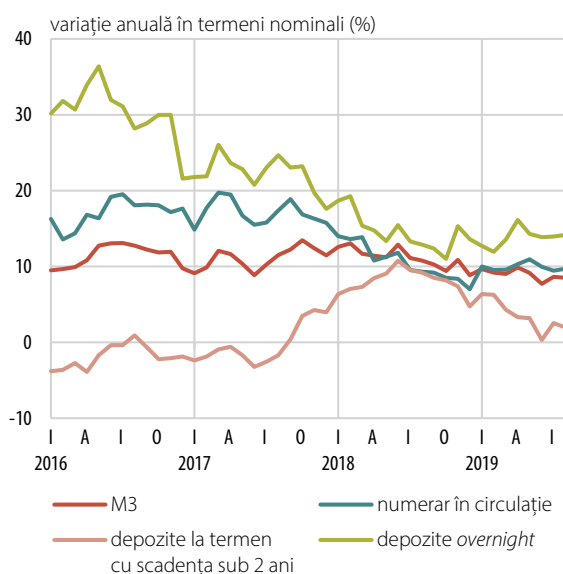
<sup>60</sup> Și în termeni reali variația medie anuală a M3 și-a prelungit tendința de scădere, ajungând la 4,4 la sută în primele două luni ale trimestrului III, de la 4,7 la sută în perioada aprilie-iunie.

perioadei, scăderea de ritm a M3 s-a asociat reducerii dinamicii unor categorii de cheltuieli bugetare<sup>61</sup>, precum și amplificării deținerilor de titluri de stat în lei ale entităților nebancare.

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

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

**Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare**



Cele două componente principale ale masei monetare s-au caracterizat din nou prin comportamente diferite din perspectiva evoluției dinamicii anuale. Astfel, masa monetară în sens restrâns a continuat să crească într-un ritm de două cifre, în condițiile în care scăderea ușoară a variației numerarului în circulație a fost compensată în mare parte ca efect de reamplificarea avansului depozitelor ON aparținând persoanelor juridice (Grafic 3.7). În schimb, dinamica depozitelor la termen sub 2 ani și-a prelungit trendul descendent (până la un minim al ultimelor opt trimestre), influența noii pierderi de ritm suferite de plasamentele populației – atribuibilă de această dată cu precădere continuării decelerării creșterii componentei în valută – surclasând-o pe cea provenită din ușoara revigorare a dinamicii depozitelor societăților nefinanciare. Prin urmare, depozitele la termen sub 2 ani au fost cele care au imprimat de această dată *pattern*-ul variației masei monetare, context în care ponderea M1 în M3 a continuat să se mărească, ajungând la 63,2 la sută în august – un nou record al perioadei post-noiembrie 1994.

Analiza din perspectiva structurii pe deținători a masei monetare relevă o ușoară decelerare a creșterii depozitelor totale incluse în M3 ale populației, corelată cel mai probabil cu dinamica robustă a consumului privat – sugerată de evoluția cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, îndeosebi pe segmentul auto-moto

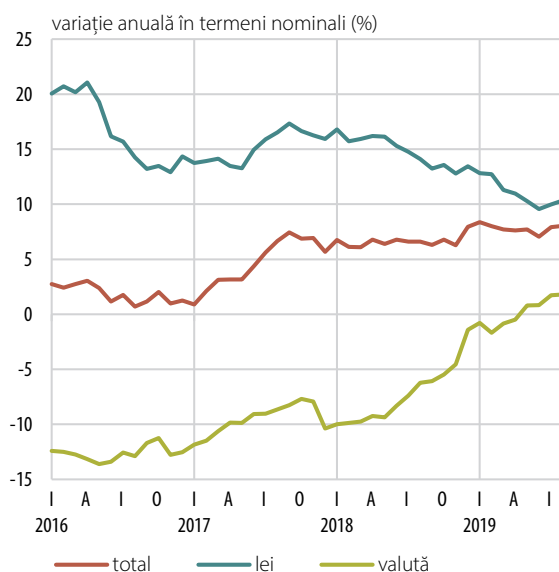
–, precum și cu încetinirea ușoară a avansului în termeni anuali al veniturilor salariale. Plasamentele similare ale societăților nefinanciare și-au reamplificat în schimb ritmul de creștere, inclusiv pe fondul corecției ascendente consemnate în iulie, atribuibilă cu precădere efectuării în devans în luna anterioară a plăților de dividende către bugetul general consolidat de către unele companii cu capital de stat, dar și unui efect de bază<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> Precum cele de personal și cele cu asistența socială (conform execuției bugetului general consolidat).

<sup>62</sup> În luna iunie 2018, a fost devansată plata unor sume aferente unei părți a cheltuielilor cu pensiile pentru luna iulie distribuite prin Compania Națională „Poșta Română”.

Din perspectiva contrapartidelor M3, evoluția variației sale anuale medii a reflectat reîntrarea în teritoriul pozitiv a dinamicii depozitelor administrației publice centrale și, în mai mică măsură, reamplificarea variației pasivelor financiare pe termen lung<sup>63</sup>. Efecte expansioniste de mai mici dimensiuni au decurs din reacelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat și a deținerilor de titluri de stat ale băncilor, precum și din prelungirea trendului ascendent al dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar<sup>64</sup>.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



### Creditul acordat sectorului privat

Creditul acordat sectorului privat și-a reacelerat ușor creșterea anuală în primele două luni ale trimestrului III<sup>65</sup> (la o medie de 8,0 la sută, reprezentând vârful ultimilor șapte ani<sup>66</sup>, de la 7,5 la sută în trimestrul precedent; Grafic 3.8). Ascensiunea a fost antrenată atât de componenta în lei – a cărei variație a urcat din nou pe palierul de două cifre<sup>67</sup>, în condițiile amplificării la un maxim istoric a volumului creditelor noi<sup>68</sup> în luna iulie –, cât și de cea în valută, a cărei dinamică<sup>69</sup> a continuat să se majoreze pe seama creditelor noi acordate societăților nefinanciare. Ponderea în total a împrumuturilor în lei a înregistrat o nouă creștere, ajungând la 66,7 la sută în august – recordul perioadei post-iunie 1996.

Din perspectiva principalelor sectoare instituționale, avansul creditului acordat sectorului privat a fost susținut de împrumuturile societăților nefinanciare, al căror ritm de creștere a atins un maxim al ultimilor aproape șapte ani<sup>70</sup> – devansându-l marginal, în premieră pentru ultimii șase ani, pe cel al creditelor acordate populației – cu aportul major al finanțărilor în valută, mai cu seamă al celor pe termen lung. Și componenta în lei și-a mărit ușor rata de creștere anuală, sub impactul majorării considerabile a volumului creditelor noi, inclusiv pe seama celor pe termen scurt acordate sectorului agricol<sup>71</sup>, contrabalansat însă

<sup>63</sup> Inclusiv conturile de capital.

<sup>64</sup> Inclusiv în condițiile în care în luna iulie MFP a emis pe piața externă obligațiuni în valoare de 2 miliarde euro.

<sup>65</sup> Și în termeni reali variația medie a creditului acordat sectorului privat s-a reacelerat ușor (la 3,8 la sută, de la 3,3 la sută în intervalul aprilie-iunie 2019).

<sup>66</sup> Un nivel similar a fost consemnat în trimestrul I 2019.

<sup>67</sup> După ce în iunie coborâse ușor sub 10 la sută.

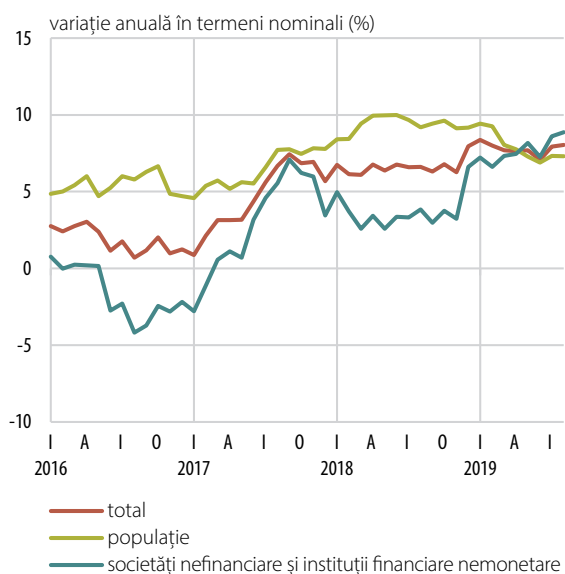
<sup>68</sup> Datele privind creditele noi au fost preluate din Raportarea ratelor dobânzilor și au fost degrevate de operațiunile de renegociere.

<sup>69</sup> Determinată pe baza valorilor exprimate în euro.

<sup>70</sup> Date trimestriale.

<sup>71</sup> Conform datelor de la CRC, volumul creditelor noi acordate sectorului agricol a consemnat o creștere semnificativă în iulie, probabil și în contextul accesării de împrumuturi în vederea finanțării activităților curente de către beneficiarii schemelor de plată implementate de APIA în cadrul Campaniei 2019.

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



parțial de cel provenit dintr-o temperare a creșterii împrumuturilor acordate pe descoperit de cont.

La rândul ei, dinamica creditului acordat populației și-a stopat descreșterea, rămânând la un nivel relativ ridicat (Grafic 3.9). În condițiile relative constanțe a dinamicii negative a creditelor în valută (exprimate în euro), mișcarea a fost imprimată de evoluția împrumuturilor în lei. Variația acestora s-a menținut confortabil pe palierul de două cifre, în contextul în care împrumuturile pentru consum și alte scopuri și-au reaccelerat creșterea, pe fondul sporirii, până la un maxim istoric în iulie<sup>72</sup>, a volumului creditelor noi. Ritmul creditelor pentru locuințe a continuat să decelereze ușor, chiar dacă împrumuturile noi s-au reamplificat față de aceeași perioadă a anului anterior, pe seama celor acordate fără garanția statului<sup>73</sup>, evoluția fiind prin urmare atribuibilă majorării rambursărilor.

<sup>72</sup> Atribuibil parțial volumului ridicat al creditelor pe termen scurt garantate acordate agricultorilor.

<sup>73</sup> Conform datelor de la CRC.

## 4. Perspectivele inflației

Prognoza curentă a ratei anuale a inflației IPC indică plasarea acesteia la 3,8 la sută la finele anului curent, 3,1 la sută în decembrie 2020 și la 3,2 la sută la orizontul proiecției, respectiv trimestrul III 2021. Comparativ cu ediția precedentă a *Raportului*, valorile prognozate au fost revizuite în sens descendent, cu 0,4 puncte procentuale pentru finele anului curent și 0,3 puncte procentuale pentru decembrie 2020. Poziționarea ratei inflației la sfârșitul anului curent la valori situate deasupra limitei superioare a benzii de variație din jurul țintei este determinată de persistența presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate, precum și de evoluțiile nefavorabile din prima parte a anului, determinate de șocuri de natura ofertei. Începând din trimestrul I 2020, rata inflației va reintra în jumătatea superioară a intervalului țintei, unde va rămâne până la orizontul proiecției. Această evoluție se va datora în principal epuizării impactului inflaționist asociat componentelor exogene ale coșului de consum și, într-o măsură mai redusă, indicelui CORE2 ajustat. Rata anuală a inflației de bază este proiectată la 3,4 la sută la sfârșitul anului 2019; ulterior, în contextul manifestării unor efecte de bază favorabile asociate evoluției ascendente a componentei în prima parte a anului curent, aceasta se va reduce până la jumătatea anului viitor, când va atinge 2,8 la sută. Pentru restul intervalului de prognoză se preconizează plasarea indicatorului pe o traiectorie ascendentă, până la nivelul de 3,4 la sută la orizontul proiecției, îndeosebi pe fondul persistenței și chiar al amplificării presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, asociate cu precădere excesului de cerere. La rândul lor, așteptările privind inflația pe termen mediu se vor menține la niveluri ridicate, ancorate în jumătatea superioară a intervalului țintei. Similar rundei precedente, 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, pe seama influenței factorilor interni, cei externi exercitând un potențial impact net dezinflaționist.

### 1. Scenariul de bază

#### 1.1. Ipoteze externe<sup>74</sup>

Cererea externă, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), este anticipată a-și continua decelerarea, urmând să consemneze dinamici medii anuale de 1,5 la sută în 2019 și 1,4 la sută în 2020 (Tabel 4.1), valori inferioare celor înregistrate în ultimii cinci ani. Comparativ cu *Raportul* anterior, traiectoria a

<sup>74</sup> Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și Bloomberg (cotații  *futures*).



fost revizuită descendent, reflectând în principal efecte persistente ale contracției din industria prelucrătoare, pe fondul unui mediu internațional caracterizat de incertitudini majore (potențială încetinire mai accentuată a creșterii economice din China, ambiguitatea cu privire la finalizarea și consecințele procesului *Brexit*, protecționism comercial crescut, cu riscul de amplificare suplimentară). Pe termen

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2019	2020
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,5	1,4
Inflația anuală din zona euro (%)	1,2	1,3
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,2	1,4
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,8	2,1
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,4	-0,6
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,12	1,12
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	63,2	56,8

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

mediu însă, este preconizată disiparea treptată a efectelor adverse provenind din aceste surse, permițând factorilor fundamentali impulsivitatea activității economice, dar cu ritmuri inferioare celor înregistrate în anii anteriori. Astfel, cererea externă este sprijinită de politica monetară persistent acomodativă a BCE, de consumul privat solid și de investițiile din mediul de afaceri. *Gap*-ul PIB UE efectiv, indicator ce reflectă componenta ciclică a activității economice a principalilor parteneri comerciali externi ai României, este anticipat a înregistra valori pozitive, exercitând un impact stimulativ la adresa economiei românești, însă inferior ca magnitudine comparativ cu valorile din *Raportul* anterior.

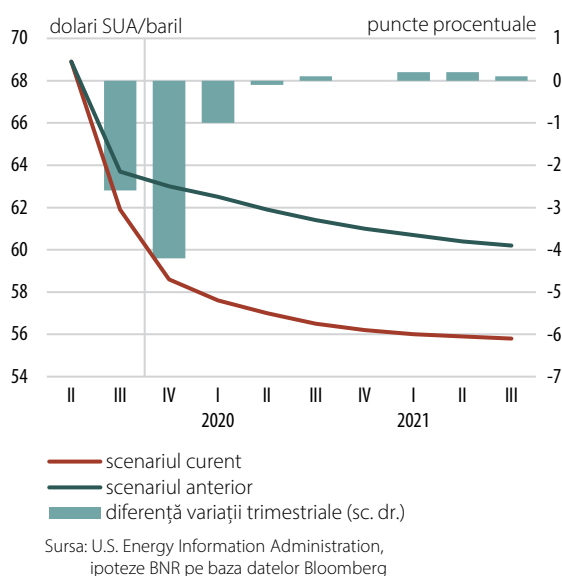
Cu precădere sub influența unor dinamici mai reduse ale prețurilor produselor energetice, rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro a fost marginal revizuită în jos pe tot intervalul de prognoză, fiind previzionată a se înscrie pe o traiectorie ușor ascendentă, poziționată însă sub nivelul reper de 2 la sută. Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice (măsura relevantă pentru configurarea traiectoriei prețurilor bunurilor din import) se va plasa pe o traiectorie moderat ascendentă pe intervalul proiecției, pornind de la 1,2 la sută în 2019 și atingând 1,4 la sută în 2020. Nivelul aferent anului viitor a fost revizuit marginal în jos comparativ cu *Raportul* anterior, pe fondul încetirii activității economice din zona euro. În ceea ce privește rata medie anuală a inflației din SUA, aceasta este prognozată să înregistreze valori superioare celor din zona euro în ambii ani, în 2020 depășind valoarea reper de 2 la sută.

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, întărit prin deciziile adoptate de instituție în perioadele recente<sup>75</sup>, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a avansa și mai mult în teritoriul negativ pe intervalul de prognoză.

Valorile proiectate ale cursului de schimb EUR/USD indică o ușoară apreciere a monedei europene pe intervalul proiecției, atingând nivelul de 1,15 USD/EUR la orizontul acesteia, de la valoarea consemnată în trimestrul III 2019 de 1,11 USD/EUR.

<sup>75</sup> În ședința din 12 septembrie anul curent, Consiliul Governorilor al BCE a hotărât reducerea ratei dobânzii la facilitatea de depozit cu 10 puncte de bază (până la nivelul de -0,5 la sută), păstrarea ratelor dobânzilor de refinanțare la facilitatea de creditare la valorile anterioare și reînceperea programului de achiziționare de active din data de 1 noiembrie 2019 într-un ritm lunar de 20 miliarde euro. Consiliul Governorilor anticipează că acest program va fi activ atât timp cât va fi necesar consolidării impactului stimulativ al ratelor dobânzilor de referință și va înceta cu puțin timp înainte ca acestea să fie majore. Ulterior, în cadrul ședinței din data de 24 octombrie, aceste politici au fost reiterate.

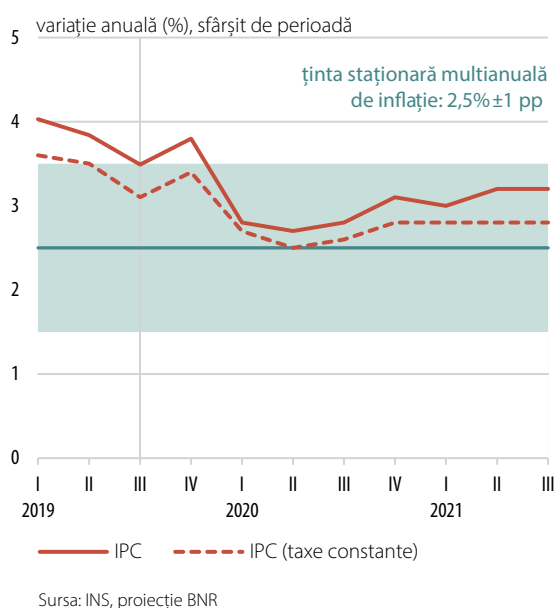
Grafic 4.1. Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



Paritatea celor două monede este însă marcată de un grad ridicat de incertitudine, dependent și de politicile monetare din cele două zone economice.

În ceea ce privește prețul petrolului Brent, scenariul de evoluție a acestuia este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede continuarea traiectoriei descendente pe parcursul intervalului de prognoză, atingând nivelul de 56 USD/baril la orizontul proiecției, de la valoarea de 62 USD/baril în trimestrul III 2019 (Grafic 4.1). Evoluția este însă marcată de incertitudini ample, reflectate și în revizuirea traiectoriilor cotațiilor *futures* din rundele succesive de prognoză. Dinamicile viitoare ale prețului petrolului sunt condiționate atât de factori aferenți ofertei cu potențial preponderent inflaționist, cât și de factori aferenți cererii, cu impact net dezinflaționist, pe fondul perspectivelor unei scăderi a intensității activității economice de la nivel global.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



## 1.2. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată să atingă 3,8 la sută la finele anului, valoare plasată în afara intervalului țintei. Această poziționare este determinată de persistența presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate interne, precum și de șocurile nefavorabile de natura ofertei din primele luni ale anului (scumpirea amplă a cărnii de porc<sup>76</sup>, creșterea prețurilor produselor din tutun, majorarea tarifelor la anumite servicii de telecomunicații, scumpirea legumelor, atenuată doar parțial de evoluția favorabilă din a doua parte a anului<sup>77</sup>). Începând din trimestrul I 2020 rata inflației va reveni în interiorul intervalului țintei, dar se va plasa în jumătatea superioară a acestuia până la orizontul

proiecției (Grafic 4.2). Valorile anticipate pentru sfârșitul anului viitor și pentru trimestrul III 2021 sunt de 3,1 la sută și, respectiv, 3,2 la sută (Tabel 4.2).

<sup>76</sup> Evoluțiile interne și cele globale privitoare la gripa porcină africană sugerează că acest segment va rămâne o sursă de presiuni inflaționiste asupra IPC.

<sup>77</sup> Recolta bogată la nivel european din anul curent a corectat semnificativ rata anuală a acestei grupe, de la 24,6 la sută în iunie la 8,8 la sută în septembrie, însă aceasta rămâne ridicată, semnificativ peste marginea superioară a intervalului țintei, fiind marcată de scumpirile anterioare induse de recolta slabă din 2018.

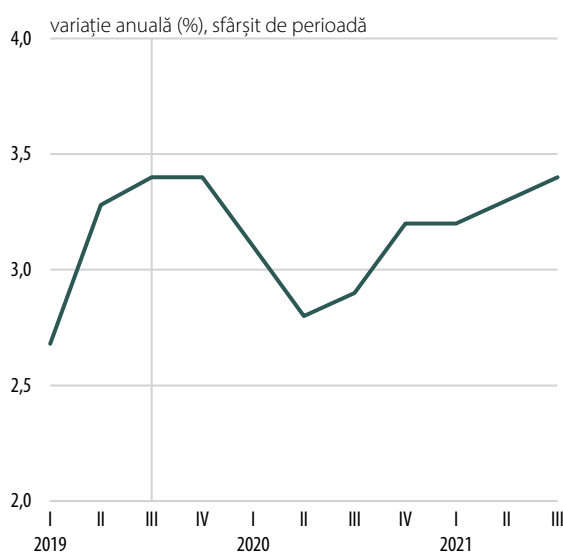
**Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază**

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă								
	2019			2020			2021		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	
Proiecție IPC	3,8	2,8	2,7	2,8	3,1	3,0	3,2	3,2	
Proiecție IPC*	3,4	2,7	2,5	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8	

\*) calculat la taxe constante

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă								
	2019			2020			2021		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
CORE2 ajustat	3,4	3,1	2,8	2,9	3,2	3,2	3,3	3,4	

**Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat**

Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației la taxe constante este evaluată la niveluri inferioare indicatorului *headline* pe tot intervalul de prognoză, contribuția estimată a modificării impozitelor indirecte<sup>78</sup> fiind de 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, 0,3 puncte procentuale la finele celui viitor și de 0,4 puncte procentuale la orizontul proiecției. Rata medie anuală a inflației IPC, indicator ce denotă o persistență sporită, se va reduce continuu până la finele anului viitor, când este anticipată să atingă 2,8 la sută. Ulterior își va inversa tendința, fiind prognozată la 3,1 la sută în trimestrul III 2021.

Comparativ cu *Raportul precedent*, rata anuală a inflației IPC este proiectată pe o traiectorie mai redusă, valorile la finele celor doi ani de proiecție fiind revizuite cu 0,4 puncte procentuale și, respectiv, 0,3 puncte procentuale. Pentru 2019, reevaluările în sens descrescător ale proiecțiilor privind rata inflației de bază și dinamica prețurilor alimentare volatile au fost doar parțial contrabalansate de cele de sens opus vizând dinamica prețurilor administrate și a celor ale combustibililor. Pentru 2020, revizuirea se datorează în totalitate ratei inflației CORE2 ajustat.

După creșterea alertă din prima jumătate a anului curent, pe fondul șocurilor consemnate la nivelul tarifelor anumitor servicii de telecomunicații și al prețului cărnii de porc, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a stabilizat în trimestrul III 2019 la 3,4 la sută, valoare preconizată a fi înregistrată și la finalul anului. În contextul manifestării unor efecte de bază favorabile asociate evoluției ascendente a componentei din prima parte a anului curent, indicatorul este prognozată să coboare până la 2,8 la sută la mijlocul anului viitor. Ulterior, în contextul persistenței presiunilor asociate factorilor

fundamentali, rata anuală a inflației de bază se reînscris pe o traiectorie ascendentă, urmând să atingă 3,4 la sută în trimestrul III 2021 (Tabel 4.3, Grafic 4.3). Această traiectorie este determinată în principal de presiunile inflaționiste provenind din mediul intern, asociate excesului de cerere și anticipațiilor inflaționiste. Acestea din urmă se vor menține la valori superioare benzii de variație din jurul țintei centrale până la finele anului curent, revenind ulterior în interiorul acesteia, dar poziționându-se în jumătatea superioară a intervalului țintei pe termen mediu. Atenuarea treptată a anticipațiilor inflaționiste va fi contrabalansată în a doua parte a intervalului de

<sup>78</sup> În principal creșterea nivelului accizelor la produse din tutun și combustibili.

prognoză de presiuni de amplificare a cererii agregate (*gap*-ul PIB) și de intensificarea ușoară a celor provenind din partea prețurilor bunurilor din import, în contextul traiectoriei gradual ascendente a inflației externe.

Comparativ cu *Raportul* anterior, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sens descendent, cu 0,5 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent și cu 0,4 puncte procentuale pentru finele celui viitor. Revizuirea s-a datorat în bună măsură intensității mai reduse a presiunilor inflaționiste pe termen scurt resimțite pe segmentul bunurilor alimentare. Implicit, au fost afectate valorile din punctul de start al proiecției, precum și efectele de runda a doua asociate acestor presiuni.

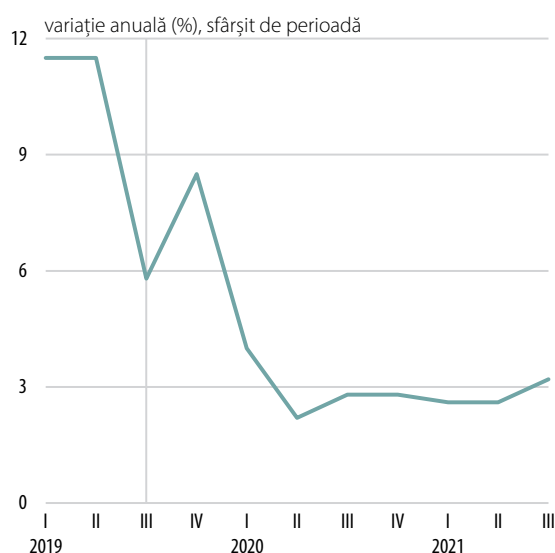
**Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\***

	puncte procentuale	
	2019	2020
Prețuri administrate	0,2	0,4
Combustibili	0,4	0,2
Prețuri LFO	0,5	0,2
CORE2 ajustat	2,1	2,0
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,5	0,3

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

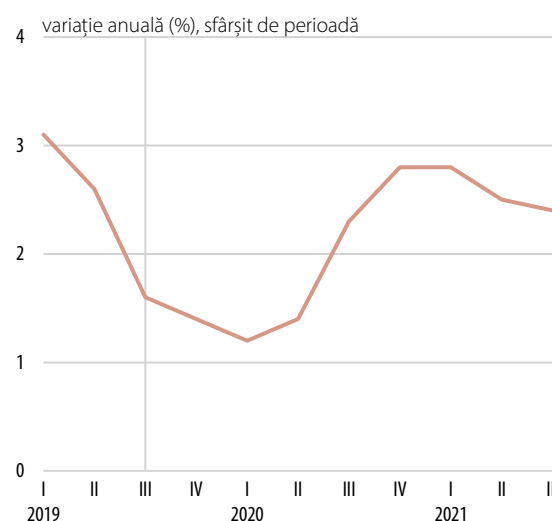
Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,7 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (nivel apropiat celor înregistrate în ultimii doi ani) și de 1,1 puncte procentuale la finele celui viitor, valori relativ similare celor proiectate în runda precedentă (Tabel 4.4).

**Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO**



Sursa: INS, proiecție BNR

**Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate**



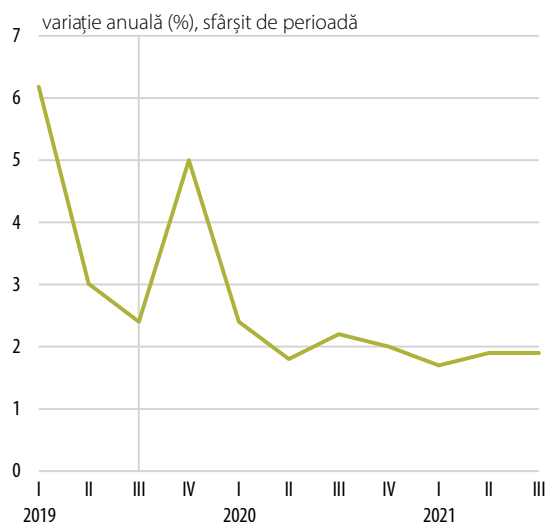
Sursa: INS, proiecție BNR

Traietoria prețurilor volatile ale alimentelor prevede creșteri de 8,5 la sută la sfârșitul anului curent, 2,8 la sută la finele anului viitor și 3,2 la sută la orizontul proiecției (Grafic 4.4). Pentru anul curent prognoza acestora este ajustată descendent cu 2,9 puncte procentuale, preponderent ca urmare a scăderii prețurilor legumelor, pe fondul înregistrării unor recolte bogate atât pe plan local, cât și în cazul principalilor parteneri comerciali europeni. Pentru anii 2020 și 2021 proiecția acestora este

configurată în ipoteza înregistrării unor recolte agricole încadrate în proximitatea unei medii multianuale (ipoteza unor ani agricoli normali). În aceste condiții, odată cu epuizarea efectelor revizuirii operate asupra acestei grupe de produse în cursul anului curent, valoarea prognozată a dinamicii anuale a grupei pentru finele anului viitor este doar marginal revizuită descendent cu 0,1 puncte procentuale față de *Raportul* anterior.

Scenariul exogen privind prețurile administrate anticipează creșteri de 1,4 la sută, 2,8 la sută și 2,4 la sută la sfârșitul anului curent, al celui viitor și respectiv la orizontul prognozei (Grafic 4.5). Comparativ cu *Raportul* anterior, proiecția pentru finele anului curent a fost ajustată în sus cu 0,4 puncte procentuale, în principal pe seama evoluțiilor recente pe segmentul apă, canal, salubritate. În absența unor noi informații relevante, pentru finele anului viitor nivelul proiectat al grupeii prețuri administrate este similar celui prognozat în runda precedentă.

**Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor**



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată la nivelul de 5 la sută pentru finele anului curent, la 2 la sută pentru sfârșitul anului 2020 și la 1,9 la sută la orizontul prognozei (Grafic 4.6). Față de *Raportul* precedent, revizuirile sunt marginale, respectiv 0,3 puncte procentuale în decembrie 2019 și -0,1 puncte procentuale în decembrie 2020. Evoluția ratei inflației în cazul acestei grupe este influențată de plasarea dinamicii anuale a prețului petrolului la valori negative pe întregul interval de prognoză (însă marcată de incertitudini ample), de proiectarea unui curs de schimb al monedei europene în apreciere în raport cu dolarul american, cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra prețurilor în lei ale acestei categorii de produse. La acești factori se adaugă și plasarea așteptărilor inflaționiste pe o traiectorie în scădere începând din prima parte a anului viitor.

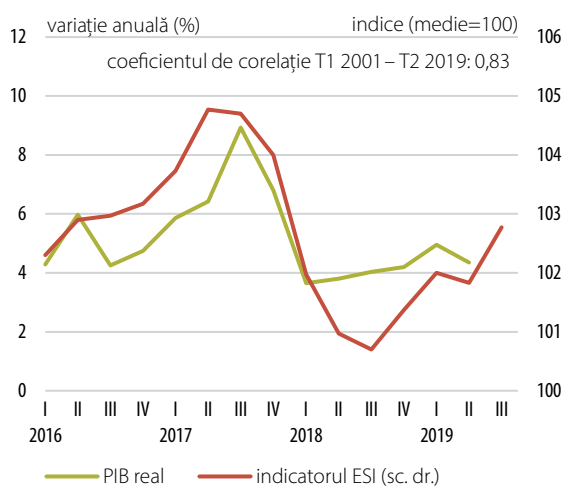
Pentru produsele din tutun și băuturi alcoolice traiectoria ratei anuale a inflației este configurată pe baza legislației privind nivelul accizelor aplicabile acestor produse, fiind marcată de majorările recente ale prețului la țigări în cuantum de 50 de bani, și prevede dinamici anuale de 6,7 la sută, 4,1 la sută și 4,8 la sută la sfârșitul anilor 2019 și 2020 și, respectiv, la orizontul proiecției. Comparativ cu *Raportul* precedent, nivelul aferent finelui anului curent este relativ similar, în timp ce pentru sfârșitul anului viitor acesta a fost revizuit marginal descendent cu 0,1 puncte procentuale. În configurarea scenariului a fost considerat și comportamentul istoric al operatorilor economici din acest domeniu privind ajustarea prețului final în urma aplicării modificărilor din legislația fiscală.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>79</sup>

#### Deviația PIB

În trimestrul II al anului curent, PIB real<sup>80</sup> a consemnat o decelerare cu 0,2 puncte procentuale a variației trimestriale (până la 1,0 la sută, valoare plasată ușor peste cea din proiecția aferentă *Raportului asupra inflației anterior*), având ca efect atenuarea cu 0,6 puncte procentuale a ritmului anual (până la 4,4 la sută)<sup>81</sup>. Consumul a înregistrat un nou aport pozitiv la avansul trimestrial al PIB însă, spre deosebire de anul precedent când această componentă a avut rolul determinant la impulsivizarea activității economice, în primele două trimestre ale anului curent s-a remarcat și contribuția pozitivă din partea FBCF<sup>82</sup>. Exporturile nete au avut o contribuție negativă în trimestrul II, în accentuare față de cea din perioada anterioară, în condițiile unei contracții trimestriale a exporturilor (pe fondul creșterii modeste a activității în zona euro, inclusiv ca urmare a unei dinamici trimestriale negative a PIB în unele economii, în principal Germania) și, respectiv, ale cvasistagnării importurilor. Contribuția variației stocurilor și a discrepanței statistice (pentru care este dificilă atribuirea unui conținut economic) a fost negativă, după manifestarea preponderent a unor valori de semn opus în trimestrele precedente.

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



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pentru a doua jumătate a anului se anticipează continuarea tendinței de decelerare a creșterii economice, evoluție grevată de perspectiva unei producții agricole nefavorabile (privind recolta de cereale și rapiță) în intervalul vizat. Semnale pozitive sunt totuși sugerate de evoluția variabilelor privind indicatorii de încredere – Grafic 4.7, volumul comerțului cu amănuntul (cu excepția celui cu autovehicule și motocicletele) și cel al serviciilor de piață prestate populației. Datele cu frecvență lunară preluate din sondajele derulate pe parcursul trimestrului III indică menținerea pe un palier ridicat a încrederii consumatorilor, susținută de evoluția, în continuare favorabilă, a veniturilor. Nivelul indicatorului de încredere rămâne robust în sectorul serviciilor<sup>83</sup>, dar scade în cel industrial în contextul în care producția în acest domeniu resimte evident de câteva luni impactul mediului extern în

<sup>79</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

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

<sup>81</sup> Conform Comunicatului INS nr. 256 din 10 octombrie 2019. În data de 21 octombrie 2019 INS a revizuit datele istorice din conturile trimestriale pentru a asigura consistența cu cele definitive din conturile anuale, publicate prin comunicat de presă în data de 10 octombrie 2019. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

<sup>82</sup> În primele două trimestre ale anului curent, FBCF a cunoscut o dinamică trimestrială de 5,0 la sută (valoare revizuită de la 1,3 la sută, conform Comunicatului INS nr. 170 din 8 iulie 2019) și, respectiv, 7,3 la sută (semnificativ peste prognoza aferentă *Raportului asupra inflației anterior*), pe seama revigorării sectorului construcțiilor.

<sup>83</sup> În structura indicatorului ESI, pe parcursul trimestrului III 2019 componentele consumatori și servicii au înregistrat creșteri, iar industria, comerțul și construcțiile evoluții de sens opus.

deteriorare. Semnalele rezervate din partea indicatorilor de activitate aferenți zonei euro, disiparea impulsului stimulativ transmis de cursul de schimb real efectiv și deteriorarea încrederii operatorilor și a producției din industrie par a indica evoluții modeste ale exporturilor și importurilor în ultima parte a anului curent. Contractia sectorului industrial și perspectivele mediului extern sunt evaluate a fi factori inhibitori ai FBCF pentru a doua parte a anului 2019 comparativ cu creșterile solide din prima parte. În structură, avansul trimestrial al PIB este evaluat să rămână determinat de cererea internă (cu un aport pozitiv atât din partea consumului, cât și a FBCF, cu valori însă moderate în cazul acesteia din urmă), iar exporturile nete de bunuri și servicii să exercite noi contribuții negative, ușor atenuate.

Pentru anul curent și cel următor, scenariul de bază al proiecției prevede continuarea tendinței de decelerare a dinamicii anuale a PIB, valorile fiind în apropierea celor ale creșterii potențiale. Perspectivele economiei românești continuă să rămână marcate de incertitudini, generate de factori precum conduita politicii fiscale și a celei de venituri, încetinirea economiei zonei euro și a celei globale (în contextul intensificării conflictelor comerciale și a celor privind tehnologia) și, nu în ultimul rând, volatilitatea ridicată a seriilor de date istorice (în evaluarea condițiilor inițiale ale actualei prognoze macroeconomice remarcându-se cele aferente variației stocurilor și FBCF<sup>84</sup>) și magnitudinea revizuirilor succesive ale acestora. În structură, pe parcursul intervalului de prognoză, traiectoria PIB reflectă creșterea consumului final (cu ritmuri anuale apropiate celui din 2018, însă semnificativ mai reduse comparativ cu 2017), la care se adaugă, în special pe parcursul anului curent, avansul mai consistent al FBCF. Deși în ușoară atenuare, contribuția exportului net este prognozată să rămână negativă, pe fondul evoluției sistematic mai lente a exporturilor de bunuri și servicii (grevate de încetinirea cererii externe efective, în structura căreia cea mai mare pondere este asociată Germaniei) relativ la dinamica importurilor.

Dinamica anuală a PIB potențial pe intervalul de proiecție este evaluată în ușoară accelerare, pe fondul unei acumulări mai pronunțate de capital, al menținerii aportului ușor pozitiv al forței de muncă și, în acest context, al unei contribuții importante a productivității totale a factorilor (TFP). Dinamica PIB potențial este similară celei din *Raportul asupra inflației* anterior, înglobând, pe de o parte, acumularea mai însemnată de capital productiv (ca urmare a revizuirii pozitive semnificative a traiectoriei recente a FBCF, concomitent cu anticiparea unor noi creșteri, deși mai temperate, ale volumului investițiilor), iar pe de altă parte, revizuirea în sens ușor descendent a aportului trendului TFP. Dinamica acestuia din urmă, trenantă în perspectivă, va continua să fie plafonată de o serie de deficiențe structurale – alocarea modestă de resurse care să corespundă necesităților de inovație și rețehnologizare, infrastructura deficitară, incertitudinea inerentă frecvenței ridicate a modificărilor legislative, dificultățile în identificarea angajaților care să dispună de competențele solicitate de angajatori<sup>85</sup>. Suplimentar, evaluarea surprinde efecte adverse ale incertitudinilor ce planează asupra evoluției mediului extern și, implicit, ale posibilei volatilități a

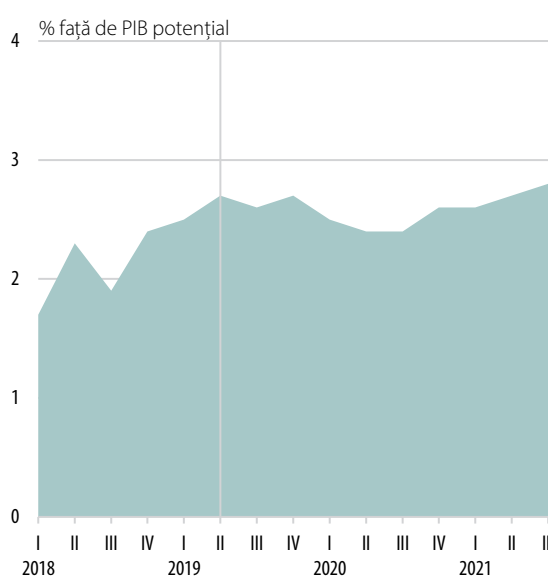
<sup>84</sup> În trimestrul II 2019 se remarcă contribuția negativă semnificativă, de semn opus celor din precedentele cinci trimestre, a variației stocurilor la creșterea anuală a PIB, în timp ce contribuția FBCF a înregistrat o creștere remarcabilă.

<sup>85</sup> Evidențe conexe sunt aduse de analiza *European Innovation Scoreboard* a Comisiei Europene, de clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale sau de *Raportul Global Competitiveness Index* al World Economic Forum.



fluxurilor de investiții străine directe<sup>86</sup>, cu impact asupra proiectelor de dezvoltare derulate de firmele cu capital străin și/sau de cele antrenate în schimburi comerciale internaționale. Totuși, la realizarea unor câștiguri de eficiență ar putea contribui ipoteza valorificării unui volum mai ridicat de fonduri europene structurale și de investiții<sup>87</sup> în cadrul programelor de eficientizare a activității. Similar rundei anterioare, aportul factorului muncă rămâne ușor pozitiv, pe seama plasării ratei șomajului BIM la un nivel semnificativ sub media istorică, evoluție grevată de tendințele multianuale demografice nefavorabile – în principal cea descendentă a populației în vârstă de muncă (15-74 de ani).

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

După creșterile înregistrate în prima jumătate a anului curent (până la o valoare de aproximativ 2,7 la sută), deviația PIB de la nivelul potențial (Grafic 4.8) este proiectată a manifesta o relativă plafonare și chiar o reducere ușoară în primele două trimestre ale anului următor. Ulterior, *gap*-ul PIB este însă anticipat să cunoască noi creșteri, reflectând accentuarea substanțială a stimulilor asociați conduitei discreționare a politicii fiscale, pe seama prevederilor Legii pensiilor (cu un impact semnificativ începând din septembrie 2020<sup>88</sup>). Pe lângă factorul deja menționat, traiectoria proiectată a *gap*-ului PIB reflectă: (i) tracțiunea mai redusă, comparativ cu anul 2018, din partea cererii externe efective și, respectiv, (ii) menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, în diminuare însă pe parcursul întregului interval al proiecției. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată

de cea a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și, într-o mai mică măsură, de cea a 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*-ului PIB și a componentelor acestuia este caracterizată de incertitudine, ce reflectă volatilitatea ridicată a seriilor istorice, dar și frecvența și amplitudinea revizuirilor acestora.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, *gap*-ul PIB este mai redus pe parcursul întregului interval de proiecție, înglobând aportul mai scăzut din partea cererii externe efective pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, pe fondul efectelor deteriorării preconizate a evoluției principalilor parteneri comerciali ai României (cu potențial impact asupra încrederii agenților economici). În sens opus acționează

<sup>86</sup> Investițiile străine directe în primele opt luni din 2019 s-au ridicat la 3,6 miliarde euro, în creștere cu 12 la sută față de perioada similară a anului trecut. Evoluția viitoare a acestora poate fi însă afectată de perspectivele deteriorate de creștere economică din principalele state de proveniență.

<sup>87</sup> Conform Balanței Financiare Nete publicate de MFP, în primele nouă luni ale anului 2019 intrările de fonduri structurale și de coeziune au cumulat 1,6 miliarde euro, valoare remarcabilă pentru această perioadă a anului în Cadrul Financiar Multianual 2014-2020.

<sup>88</sup> Majorare cu 40 la sută a punctului de pensie.



caracterul ușor mai stimulat din partea condițiilor monetare în sens larg (indus de aportul crescut din partea tuturor componentelor sale, cu excepția efectului de avuție și de bilanț, evaluat la valori ușor mai restrictive). Impactul din partea impulsului fiscal este proiectat a fi apropiat de cel din runda anterioară, în condițiile menținerii calendarului majorărilor semnificative ale punctului de pensie.

### Componentele cererii agregate

Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a înregistra noi dinamici trimestriale pozitive în a doua parte a anului curent<sup>89</sup>, pe fondul îmbunătățirii încrederii consumatorilor și prin prisma evoluției favorabile a veniturilor acestora. Pe parcursul intervalului de proiecție, dinamica consumului final o reflectă pe cea a venitului disponibil real, ale cărui ritmuri de creștere anuală sunt previzionate a fi însemnate (însă inferioare celui din 2017), pe fondul majorărilor salariale și al transferurilor sociale, inclusiv în contextul prevederilor incluse în Legea nr. 127/2019 privind sistemul public de pensii<sup>90</sup>. Numeroase incertitudini planează cu privire la aplicarea acestor măsuri, precum și la conduita în ansamblul său a politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind calendarul electoral încărcat din intervalul 2019-2020, precum și necesitatea adoptării unor măsuri compensatorii în vederea încadrării deficitului bugetar în țintele propuse de autorități. Creșterea salariilor va fi impulsionată și de nivelurile ridicate ale gradului de tensionare a pieței forței de muncă, în contextul constrângerilor persistente ale factorilor structurali determinanți. Nu în ultimul rând, avansul anticipat al consumului reflectă și impactul stimulat al ratelor reale ale dobânzilor.

După valoarea negativă înregistrată pe parcursul anului precedent, aportul FBCF la creșterea PIB este prognozat a fi unul semnificativ pozitiv în anul 2019 (pe seama evoluției excepționale din prima jumătate a anului), conducând la o relativă echilibrare, deși prefigurată a fi temporară, a contribuțiilor exercitate de componentele cererii interne. Pentru anul curent, proiecția reflectă în special evoluții în domeniul construcțiilor (unde se anticipează o anumită stabilizare după ritmurile excepționale de creștere înregistrate în prima jumătate a anului, în contextul unor politici fiscale și de venituri stimulative la adresa acestui sector) și, respectiv, în cel al investițiilor publice (care au avut o dinamică relativ favorabilă pe parcursul anului, fiind planificată inclusiv o creștere a cheltuielilor cu echipamente militare)<sup>91</sup>. Pe restul intervalului de prognoză, dinamica anuală a FBCF este anticipată a fi mai temperată. Pe lângă evoluțiile viitoare ale domeniilor menționate mai sus, FBCF va reflecta și efectele antrenante ale absorbției de fonduri europene (ce beneficiază de maturizarea Cadrului Financiar Multianual 2014-2020) și ale atragerii de investiții străine directe (care însă ar putea fi afectate de condițiile economice deteriorate în perspectivă ale principalelor țări de proveniență). Efecte adverse ar putea fi generate de factori structurali precum calitatea deficitară a infrastructurii sau dificultățile întâmpinate în recrutarea salariaților cu abilități adecvate, precum și de incertitudinile în ceea ce privește politicile economice guvernamentale și potențialele relocări sau restructurări ale unor investiții străine directe. De subliniat este și faptul că precizia proiecției rămâne marcată de structura volatilă și revizuirile de amploare ale datelor publicate de INS.

<sup>89</sup> Suplimentar, evoluția consumului individual efectiv al gospodăriilor populației în perioada analizată ar putea fi influențată de subperformanța sectorului agricol, cu impact nefavorabil asupra variabilei prin componenta de autoconsum.

<sup>90</sup> În care sunt specificate majorări semnificative ale punctului de pensie în septembrie 2019, septembrie 2020 și septembrie 2021.

<sup>91</sup> În ceea ce privește investițiile publice, există incertitudini majore survenite pe seama constrângerilor bugetare legate de celelalte tipuri de cheltuieli publice (în special transferurile sociale).

Dinamica trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii este proiectată a se ameliora în a doua jumătate a anului curent, însă valorile preconizate sunt modeste, pe fondul semnalelor rezervate din partea activității zonei euro și al disipării impulsului stimulat transmis de cursul de schimb real efectiv. Astfel, exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a-și continua avansul pe intervalul de proiecție, cu ritmuri anuale care indică o continuare a tendinței de decelerare inițiată în anul 2017. Evoluția anticipată a componentei are în vedere: (i) perspectivele privind încetinirea cererii externe efective (în structura căreia cea mai mare pondere revine Germaniei), (ii) deteriorarea competitivității prin preț, în condițiile inversării efectelor favorabile ale cursului de schimb real efectiv și ale majorării costurilor unitare cu forța de muncă, în ritmuri însă în atenuare și, respectiv, (iii) o serie de caracteristici structurale trenante ale economiei, precum recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura sau gradul de sofisticare în procesele de producție, cu efect direct asupra structurii valorii adăugate a produselor destinate piețelor externe. Față de runda anterioară, dinamicile anuale ale componentei sunt sensibil mai reduse, reflectând efecte persistente ale evoluției sub așteptări din trimestrul II 2019 (când s-a înregistrat o contracție trimestrială, pe fondul creșterii modeste a activității în zona euro), la care se adaugă revizuirea nefavorabilă a perspectivelor cererii externe efective (cu precădere în anul 2020).

Creșterea anuală a importurilor de bunuri și servicii este anticipată a rămâne ridicată pe parcursul anului curent și a se tempera ulterior, reflectând traiectoria cererii interne și efectul de antrenare (chiar dacă mai redus) provenit din partea exporturilor. Dinamica importurilor este prognozată a se menține sistematic peste cea a exporturilor, ecartul fiind însă în diminuare. Astfel, contribuția exportului net nominal de bunuri și servicii la soldul contului curent al balanței de plăți este anticipată să rămână negativă, cu o intensitate în reducere în anul 2020.

În trimestrul II 2019, deficitul contului curent s-a adâncit la valori în jurul a 4,9 la sută din PIB nominal (valori cumulate pe patru trimestre), reflectând menținerea deficitului balanței bunurilor și serviciilor la valori ridicate, ameliorarea ușoară a celui al balanței veniturilor primare și, respectiv, diminuarea surplusului balanței veniturilor secundare. Deficitul contului curent este preconizat să continue să se accentueze, urmând să depășească, în perspectiva ultimilor trei ani, valoarea de tip „reper” de 4 la sută din PIB stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene<sup>92</sup>. Ponderea deficitului de cont curent în PIB este proiectată la valori în creștere și în anul 2020, evoluție imprimată de intensificarea soldului negativ al balanței comerciale. În plan regional, economia românească se remarcă prin accentuarea deficitului de cont curent al balanței de plăți, soldul balanței comerciale cunoscând o deteriorare atât în relație cu statele intra-UE, cât și cu cele extra-UE<sup>93</sup>. Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a rămâne doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. Factorii principali care influențează gradul de acoperire a deficitului de cont curent pe baza acestor fluxuri sunt magnitudinea dezechilibrelor externe și, respectiv,

<sup>92</sup> Indicatorul este calculat ca medie a valorilor pentru ultimii trei ani. Detalii pot fi regăsite pe *website-ul* Comisiei Europene, Secțiunea „Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard”.

<sup>93</sup> În primele opt luni ale anului 2019, soldul negativ al balanței bunurilor a crescut cu aproximativ 2,1 miliarde euro față de aceeași perioadă a anului 2018. Grupele de produse care au avut cea mai mare contribuție la această deteriorare sunt: produse chimice, articole manufacturate diverse și combustibili minerali.

posibilele efecte adverse asupra investițiilor directe asociate revizuirii perspectivelor de creștere economică a principalelor state de proveniență. Un efect de contrabalansare parțială îl are ipoteza îmbunătățirii anticipate a absorbției de fonduri europene. Accentuarea deficitului de cont curent are potențialul de a acționa în sensul deteriorării echilibrelor macroeconomice, cu impact direct asupra volumului și stabilității fluxurilor de capital adresate economiei românești, mai ales în condițiile în care poziția și magnitudinea soldului contului curent din România sunt semnificativ diferite de cele înregistrate în alte economii emergente din regiune.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>94</sup> al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici<sup>95</sup>.

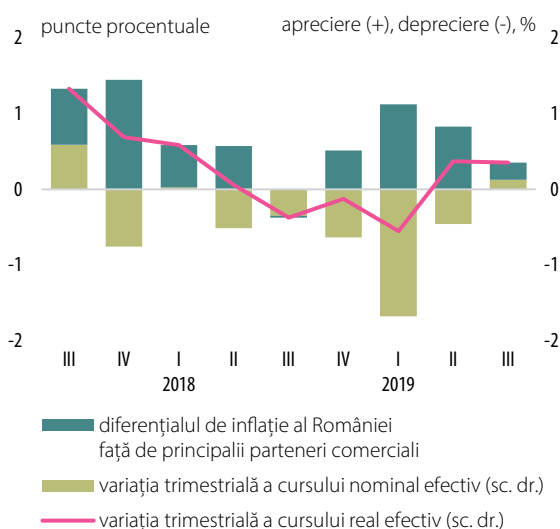
Ratele nominale ale dobânzilor la depozitele noi la termen în lei sunt estimate în trimestrul III 2019 la valori similare celor din perioada anterioară și, respectiv, în ușoară creștere în trimestrul IV 2019. În cazul ratelor nominale ale dobânzilor la creditele noi, prognozele pe termen scurt indică scăderea acestora în trimestrul III 2019 și creșterea ușoară în trimestrul următor. Comportamentul de economisire și investiții al agenților economici este însă influențat de ratele reale ale dobânzilor, calculate pe seama ratelor nominale deflate cu anticipațiile privind inflația. În condițiile creșterii notabile a acestora din urmă în trimestrul III 2019, ratele reale ale dobânzilor (atât la creditele noi, cât și la depozitele noi la termen) sunt estimate în scădere față de cele din trimestrul anterior. Pentru trimestrul IV 2019, pe fondul unei variații ne semnificative a anticipațiilor privind inflația, ratele reale ale dobânzilor sunt prognozate în creștere ușoară, reflectând cu precădere evoluțiile nominale. Ulterior, proiecția indică o tendință de diminuare a impactului stimulat al ratelor reale ale dobânzilor asupra activității economice, pe fondul evoluției descendente a anticipațiilor privind inflația.

Moneda națională s-a apreciat în termeni reali efectivi în trimestrul III 2019, pe seama poziționării ratei interne a inflației la valori sistematic mai ridicate decât cele ale partenerilor comerciali (Grafic 4.9), efect ușor amplificat de evoluția în termeni nominali a cursului de schimb. Pe ansamblul intervalului de prognoză, se anticipează că diferențialul de inflație va continua să rămână determinantul principal, imprimând o tendință de apreciere reală a monedei naționale. Astfel, cursul de schimb real efectiv este estimat a-și inversa caracterul – de la subevaluat, la supraevaluat – încă de pe parcursul anului curent, semnalând erodarea rezervelor de competitivitate prin

<sup>94</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

<sup>95</sup> Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei față de cele în valută.

**Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv**



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

preț ale exportatorilor români și, implicit, un impact restrictiv, în accentuare graduală, asupra activității economice.

Pe ansamblul trimestrelor III și IV 2019, efectul de avuție și de bilanț este evaluat a exercita influențe stimulative asupra activității economice viitoare, atât pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni) sub nivelul său de echilibru pe termen lung (*gap* semnificativ negativ), în condițiile politicii monetare acomodative a BCE, cât și pe fondul evoluției cursului de schimb real efectiv. În sens contrar, prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este evaluată a exercita un efect restrictiv în accentuare, traiectoria acesteia fiind afectată de incertitudini asociate frecvenței ridicate a modificărilor legislative și de efectele acestora inclusiv asupra configurației

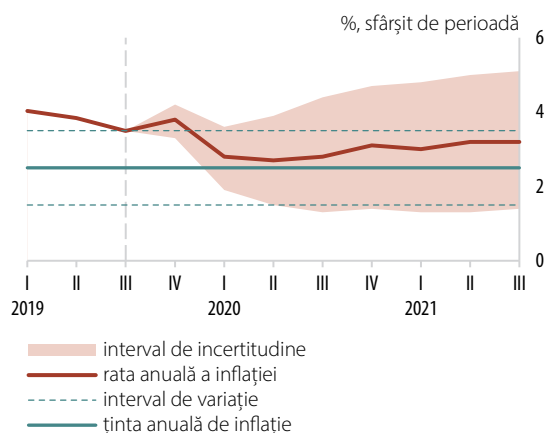
echilibrelor interne și externe ale economiei. Pe parcursul intervalului de prognoză, în principal sub impactul ratei reale a dobânzii externe și, într-o mică măsură, sub cel al deviației cursului de schimb real efectiv, efectul de avuție și de bilanț va transmite un impuls ușor stimulat, relativ constant, asupra activității economice viitoare.

În ansamblu, scenariul de bază al proiecției prevede menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, însă în diminuare pe parcursul întregului interval de prognoză. Această traiectorie este imprimată atât de diminuarea impulsului stimulat al ratelor reale ale dobânzilor, cât și de evoluția

cursului de schimb real efectiv care va exercita, începând din a doua jumătate a anului curent, un efect restrictiv în accentuare asupra competitivității prin preț a exportatorilor români.

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

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2018. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

#### 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 din scenariul de bază (Grafic 4.10). Din această perspectivă, își mențin relevanța incertitudinile ce decurg din conduita

politicii fiscale și a celei de venituri, în timp ce în cazul evoluției viitoare a prețurilor administrate, riscurile par să fi devenit mai relevante. Factori de risc sunt localizați și în mediul extern, aceștia fiind însă evaluați a exercita un impact net dezinflaționist.

În actuala conjunctură, dinamica viitoare a prețurilor administrate reprezintă o sursă sporită de incertitudini. Presiuni inflaționiste suplimentare ar putea proveni din partea prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, evaluarea magnitudinii acestora fiind însă grevată de persistența incertitudinilor privind etapizarea liberalizării acestor piețe. Pe de o parte, aceasta ar putea fi realizată în manieră graduală, conform calendarului de liberalizare propus în Senat<sup>96</sup>. Pe de altă parte, nu este exclusă nici posibilitatea unei liberalizări realizate brusc, în contextul unei posibile abrogări a restricțiilor impuse pe piața energiei prin OUG nr. 114/2018, modificată ulterior de OUG nr. 19/2019. Depinzând de scenariul adoptat, impactul suplimentar semnificativ – comparativ cu coordonatele scenariului de bază –, asupra ratei anuale a inflației, ar fi etapizat pe o perioadă mai lungă de timp, în primul caz, respectiv mai concentrat și implicând presiuni inflaționiste mai ample pe termen scurt, în cel de-al doilea caz.

Un factor de risc care își menține relevanța se referă la conduita politicii fiscale și a celei de venituri, în contextul calendarului electoral încărcat din intervalul 2019-2020, cu runde succesive de alegeri prezidențiale, locale și parlamentare. În același timp însă, dat fiind profilul execuțiilor bugetare din primele trei trimestre ale anului 2019, pe termen scurt s-ar putea impune eventuale măsuri compensatorii în vederea evitării depășirii valorii reper de 3 la sută și, astfel, a riscului declanșării procedurilor specifice brațului corectiv al Pactului de stabilitate și creștere<sup>97</sup>. Totodată, pe termen mediu și lung, o altă sursă de riscuri și mai ales de incertitudini se referă la implementarea prevederilor noii legi a pensiilor. În actuala formă, aceasta are potențialul de a face necesare corecții fiscale semnificative, în vederea menținerii deficitului bugetar sub pragul de 3 la sută din PIB, relevant din perspectiva sustenabilității finanțelor publice. Din aceste considerente, rămân incerte momentul demarării consolidării fiscale, precum și ritmul și magnitudinea acesteia, ceea ce face dificilă evaluarea impactului acestor evoluții asupra coordonatelor inflației din scenariul de bază al proiecției.

Înregistrarea unei creșteri economice durabile și sustenabile este condiționată de implementarea unui mix echilibrat de politici, precum și de accelerarea reformelor structurale. Totodată, în vederea creșterii rezilienței economiei românești în fața unor eventuale șocuri externe, dat fiind contextul internațional tot mai fragil, este necesară crearea de spațiu fiscal suplimentar, pentru a putea absorbi efectele adverse în cazul manifestării unora dintre aceste șocuri ipotetice, dar probabile. În acest context, obiectivul privind stabilitatea prețurilor nu ar fi periclitat.

Situația încordată a pieței muncii își păstrează relevanța ca factor de risc pe intervalul proiecției. În pofida unei atenuări recente, gradul de tensionare a acesteia, caracteristică vizibilă inclusiv în plan regional, este anticipat a se menține la valori ridicate, pe fondul

<sup>96</sup> Calendarul a fost propus spre dezbateri în Senat de către Comisia pentru energie, infrastructură energetică și resurse minerale.

<sup>97</sup> Disciplina bugetară este verificată în baza a două criterii: (i) dacă deficitul bugetar se plasează sub valoarea de referință de 3 la sută din PIB și (ii) datoria publică este sub 60 la sută din PIB.

problemelor structurale cronicizate de-a lungul timpului (mobilitate redusă a forței de muncă, dificultăți întâmpinate de companii în procesul de recrutare, magnitudinea fenomenului de emigrație, îmbătrânirea populației). În aceste circumstanțe, presiunile asupra salariilor au potențialul de a rămâne ridicate, implicit cu impact nefavorabil asupra ratei proiectate a inflației, atenuarea unora dintre aceste surse de șocuri necesitând implementarea de reforme structurale cu adresabilitate directă pe piața forței de muncă, ale căror efecte favorabile s-ar putea concretiza doar într-un orizont de timp mediu.

Din perspectiva prețurilor produselor volatile ale alimentelor, surse de incertitudine inerentă sunt asociate condițiilor meteorologice, cu impact asupra ofertei de produse agricole atât pe plan local, cât și regional sau chiar global. În cazul prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice, orice potențiale abateri survenite de la nivelul reglementat al accizelor aplicabile acestor produse, sub forma unor posibile majorări de mai mare amploare decât cele stipulate în forma actuală a Codului fiscal, vor conduce la abateri în sus ale traiectoriei inflației de la valorile prevăzute în scenariul de bază.

Factorii de risc localizați în mediul extern sunt de natură a exercita preponderent presiuni dezinflaționiste. Incertitudinile sunt asociate ritmului de decelerare a activității economice globale, într-un context internațional marcat de tensiuni geopolitice recurente și posibile escaladări ale conflictelor comerciale și cu privire la tehnologie, în special ale celor dintre SUA și China. O slăbire mai accentuată a economiei chineze ar putea avea consecințe adverse semnificative asupra creșterii globale, pe seama legăturilor robuste dintre China și alți parteneri comerciali, inclusiv România, dat fiind nivelul ridicat de integrare a economiei asiatice în lanțul global de valoare adăugată. Totodată, riscuri elevate decurg dintr-o posibilă încetinire și mai semnificativă a activității economice a Germaniei, cu posibile efecte de contagiune inclusiv la nivelul economiei românești. Persistă incertitudinile privind finalizarea și consecințele procesului *Brexit*. În schimb, influențe de sens contrar sunt asociate efectelor unei posibile relaxări a conduitei politicii monetare de către băncile centrale majore, ce ar putea conduce la o recuperare mai rapidă la nivelul cererii agregate globale.

Evoluțiile prețurilor internaționale ale materiilor prime, cu precădere cele energetice, continuă să fie surse de incertitudini la adresa proiecției ratei anuale a inflației. Similar rundei precedente de proiecție, balanța riscurilor provenind din această sursă este evaluată ca fiind echilibrată. Incertitudinile, inclusiv în contextul volatilității ridicate din perioada recentă, planează asupra dinamicii viitoare a cotațiilor petrolului. Acestea sunt condiționate atât de factori aferenți ofertei, cu potențial preponderent inflaționist – scăderi de producție agreeate de OPEC și Rusia, escaladări recurente ale tensiunilor geopolitice, afectarea semnificativă a unor capacități de producție –, cât și de factori aferenți cererii, cu impact net dezinflaționist – necesar global de energie mai redus, în linie cu tendința de încetinire a economiei globale.

# Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
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
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
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFN	instituții financiare nebancale
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

## Lista tabelelor din text

---

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	50
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	52
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	56
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	58
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	58
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	59

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Prețurile legumelor în Europa	14
Grafic 1.3	Cotația țițeiului și prețul carburanților	14
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază	15
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	15
Grafic 1.6	IAPC mediu anual în UE – sep. 2019	16
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	17
Grafic 2.2	Perspective privind consumul populației	18
Grafic 2.3	Activitatea comercială	18
Grafic 2.4	Investiții	19
Grafic 2.5	Perspective privind construcțiile	19
Grafic 2.6	Exporturi	21
Grafic 2.7	Bunuri de consum: producție internă vs import	22
Grafic 2.8	Cota serviciilor pe piața UE-28	22
Grafic 2.9	Balanța bunurilor	23
Grafic 2.10	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	23
Grafic 2.11	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	24
<b>Casetă</b>		
Grafic A	Evoluția producției de autovehicule la nivel global	26
Grafic B	Fluxurile comerciale în cadrul sectorului auto global	27
Grafic C	Cota de piață a exporturilor auto la nivel mondial	28
Grafic D	Distribuția geografică a producătorilor auto din România	29
Grafic E	Decizia de a investi și de a recruta în cadrul sectorului auto	30
Grafic F	Structura investițiilor nete în utilaje și echipamente pe ansamblul economiei – 2018	31



Grafic G	Calitatea exporturilor de autovehicule	34
Grafic H	Estimări ale efectului competitivității prin preț/cost asupra exporturilor	34
Grafic 2.12	Șomajul și locurile de muncă vacante	38
Grafic 2.13	Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii	38
Grafic 2.14	Efectivul salariaților din economie	39
Grafic 2.15	Câștigul salarial nominal brut	39
Grafic 2.16	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	40
Grafic 2.17	Prețurile producției industriale pentru piața internă	41
Grafic 2.18	Prețurile producției agricole	42
Grafic 2.19	Costurile unitare cu forța de muncă	42
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	46
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	47
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	48
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	49
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	49
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	51
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	52
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	53
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	54
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	57
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	57
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	58
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	59
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	59
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	60
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	61
Grafic 4.8	Deviația PIB	63
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	67
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	67

