

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației februarie 2020

Anul XVI, nr. 59

Raport asupra inflației

Februarie 2020

NOTE

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 7 februarie 2020, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 ianuarie 2020.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	13
2. Evoluții ale activității economice	17
1. Cererea și oferta	17
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	25
2.1. Prețurile de import	25
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	27
3. Politica monetară și evoluții financiare	29
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	33
2.1. Ratele dobânzilor	33
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	36
2.3. Moneda și creditul	38
4. Perspectivele inflației	41
4.1. Ipoteze externe	41
4.2. Perspectivele inflației	43
Casetă. Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2019	46
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	47
4.4. Riscuri asociate proiecției	56
Abrevieri	59
Lista tabelor din text	60
Lista graficelor din text	60

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a depășit limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare în trimestrul IV 2019, încheind anul la valoarea de 4,04 la sută (cu 0,55 puncte procentuale peste nivelul înregistrat în luna septembrie și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale peste nivelul prevăzut în prognoza anterioară). Dincolo de manifestarea unui puternic efect de bază la nivelul grupei combustibililor, evoluția a reflectat impactul unor șocuri de natura ofertei pe segmentul câtorva produse agroalimentare (fructe, carne de porc), a căror transmisie în prețurile finale a fost înlesnită de persistența excedentului de cerere agregată. În sens inflaționist a acționat și ușoara depreciere a leului în raport cu principalele valute. La finele anului 2019, contribuția modificării impozitelor indirecte la rata anuală a inflației IPC a fost de 0,3 puncte procentuale, reprezentând în principal majorări de accize la produse din tutun și combustibili. Exprimată ca medie anuală, rata inflației s-a menținut la nivelul înregistrat la finele trimestrului anterior, respectiv 3,8 la sută în cazul indicelui determinat pe baza metodologiei naționale – IPC, și, respectiv, 3,9 la sută pentru indicatorul calculat conform indicelui armonizat – IAPC. Totodată, indicatorul mediu anual a continuat să înregistreze cel mai ridicat nivel din rândul statelor membre ale UE, ecartul față de media europeană majorându-se până la 2,4 puncte procentuale.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a continuat și pe parcursul trimestrului IV 2019 traiectoria ascendentă vizibilă de la începutul anului, ajungând la 3,7 la sută în luna decembrie, nivel superior cu 0,3 puncte procentuale celui consemnat în septembrie. La accelerarea inflației de bază în acest trimestru a contribuit semnificativ șocul pe partea ofertei manifestat la nivel internațional pe segmentul cărnii de porc. În același timp, inflația de bază a continuat să recepteze în manieră persistentă presiuni pe canalul costurilor unitare cu forța de muncă ale companiilor, pe fondul menținerii unei dinamici salariale robuste și al unor câștiguri de productivitate modeste și în atenuare.

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a urcat ușor în trimestrul III 2019, până la 3,7 la sută (+0,2 puncte procentuale), în timp ce în cazul sectorului manufacturier indicatorul a înregistrat o dinamică anuală similară celei din intervalul anterior, situată în teritoriul de două cifre (13,6 la sută). Dezechilibrul salarii-productivitate manifestat în sectorul prelucrător, cu repercusiuni atât din perspectiva presiunilor inflaționiste, cât și a competitivității, reflectă parcursul fragil al producției industriale, afectat de deteriorarea contextului internațional.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 6 noiembrie 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 septembrie la 3,5 la sută, de la 3,9 la sută în luna august, revenind astfel la limita de sus a intervalului de variație al țintei. Evoluția s-a datorat în principal diminuării accentuate a dinamicii anuale a prețurilor alimentare volatile și a celei a prețului combustibililor. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să crească în trimestrul III, de la 3,3 la sută în iunie la 3,4 la sută în septembrie. Avansul a reflectat influențe de sens opus venite din majorarea prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare, respectiv din reducerea tarifelor serviciilor de telecomunicații, suprapuse presiunilor inflaționiste semnificative pe partea cererii și a costurilor salariale. Cea mai recentă prognoză releva perspectiva plasării ratei anuale a inflației ușor deasupra intervalului țintei la finele anului 2019, urmată de revenirea și menținerea acesteia în jumătatea superioară a intervalului, până la finele orizontului prognozei, pe o traiectorie inferioară celei previzionate anterior.

Principalele incertitudini și riscuri asociate perspectivei inflației decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, mai ales în contextul calendarului electoral 2019-2020, iar nivelul și tendința deficitului de cont curent rămâneau preocupante. Incertitudini sporite continuau să fie asociate slăbirii tot mai evidente a economiei zonei euro și a celei globale, precum și creșterii riscurilor la adresa perspectivei acestora, în contextul războiului comercial și al *Brexit*. Deosebit de relevante au fost apreciate și deciziile de relaxare a politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, datele statistice au indicat scăderea ratei anuale a inflației IPC în luna octombrie la 3,4 la sută, de la 3,5 la sută în luna septembrie și, ulterior, avansul în luna noiembrie până la 3,8 la sută, deasupra intervalului țintei, în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu. Plusul inflaționist față de luna septembrie s-a datorat, în principal, majorării prețurilor legumelor și fructelor, dar și accelerării inflației de bază. Aceasta din urmă a continuat să crească în primele două luni din trimestrul IV, de la 3,4 la sută în septembrie la 3,5 la sută în noiembrie, ușor peste nivelul prognozat. Creșterea a reflectat influențele venite din majorarea prețurilor internaționale ale unor materii prime agroalimentare și din ușoara depreciere a leului în raport cu euro, suprapuse persistenței presiunilor inflaționiste semnificative pe partea cererii și a costurilor unitare cu forța de muncă. Datele statistice privind creșterea economică în trimestrul III 2019 au indicat decelerarea dinamicii anuale a acesteia până la 3 la sută, de la 4,4 la sută în trimestrul anterior. Pe partea cererii, contribuția consumului gospodăriilor populației a rămas semnificativă, însă s-a redus vizibil (până la 3 puncte procentuale, în contextul anului agricol nefavorabil), fiind depășită substanțial de cea a formării brute de capital fix (5,9 puncte procentuale). Exportul net și-a amplificat aportul negativ la dinamica PIB, pe fondul reaccelerării mai pronunțate a creșterii importurilor în raport cu cea a exporturilor de bunuri și servicii. În aceste condiții, deficitul de cont curent și-a reaccentuat adâncirea, inclusiv ca urmare a înrăutățirii

balanței veniturilor primare și a celei a veniturilor secundare, iar gradul de acoperire a acestuia cu investiții străine directe și transferuri de capital s-a redus.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 8 ianuarie 2020, cele mai recente evaluări relevau perspectiva plasării ratei anuale a inflației ușor deasupra intervalului țintei la finele anului 2019, urmată de revenirea și menținerea acesteia în jumătatea superioară a intervalului pe orizontul apropiat de timp, la valori ușor inferioare celor evidențiate în cea mai recentă prognoză pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2019. Factorii de incertitudine identificați anterior își mențineau relevanța, cu accentuarea relativă a celor provenind din partea configurației mediului extern, pe fondul creșterii tensiunilor geopolitice și a vulnerabilităților unor piețe emergente și de la nivel global.

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.

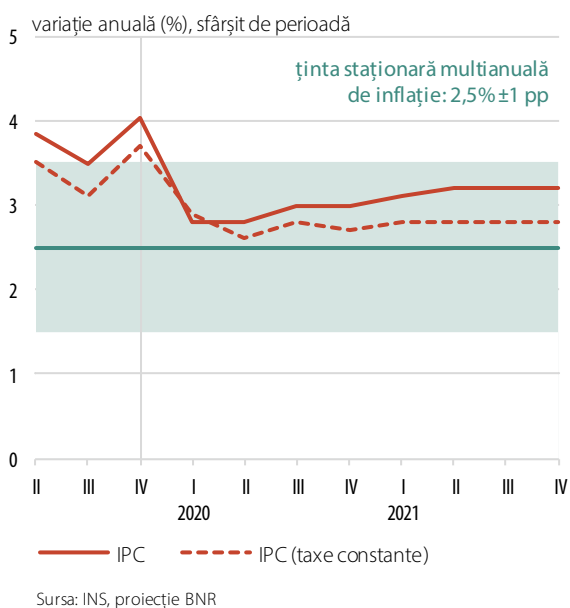
Perspectivile inflației

După înregistrarea unei valori de 4,04 la sută la finele anului 2019, conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC va reveni în intervalul țintei și va atinge 3 la sută la sfârșitul anului 2020 și 3,2 la sută la finele anului 2021. Evoluția efectivă de la sfârșitul anului 2019 a indicat un nivel mai ridicat cu 0,2 puncte procentuale față de cel prognozat în *Raportul* precedent, în timp ce pentru sfârșitul anului curent proiecția

a fost revizuită în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale. La acest orizont, cu excepția ratei anuale a inflației de bază și a celei a produselor din tutun, toate celelalte componente au fost revizuite în jos. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sens ascendent cu 0,2 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent.

Datele publicate ulterior *Raportului* din noiembrie au confirmat așteptările privind încetinirea dinamicii anuale a activității economice în trimestrul III, în condițiile în care cererea de consum a înregistrat o anumită temperare, iar exporturile nete și-au amplificat contribuția nefavorabilă. În același timp, a fost consemnat un avans consistent al investițiilor, asociat unei flexibilizări a reglementărilor de pe piața forței de muncă, stimulilor de natură fiscală ce au vizat sectorul construcțiilor și, respectiv, unei majorări a cheltuielilor de investiții publice, derulate

Prognoza ratei inflației



în contextul ciclului electoral. În cazul formării brute de capital fix, aportul la creșterea economică este de așteptat a fi fost unul semnificativ pe ansamblul anului 2019, însă probabil va redeveni moderat ca intensitate pe termen mediu. Această perspectivă decurge, pe de o parte, din persistența anumitor deficiențe structurale ale economiei, iar pe de altă parte, din intenția declarată a autorităților de a spori finanțarea proiectelor de investiții din fonduri europene, în condițiile în care planează anumite incertitudini cu privire la performanța în atragerea și alocarea acestor fonduri, amplificate de perspectiva apropierei de final a actualului exercițiu multianual de finanțare. În acest context, este de așteptat ca pe termen mediu structura creșterii economice să continue să reflecte contribuția predominantă a consumului populației, în timp ce exporturile nete de bunuri și servicii sunt prevăzute să marcheze noi aporturi negative, în concordanță cu perspectivele mai puțin favorabile privind evoluția activității economice a partenerilor externi.

Pornind de la cele mai recente valori, scenariul de bază prevede continuarea majorării soldului negativ al balanței comerciale pe parcursul intervalului de proiecție, după ce deficitul de cont curent este de așteptat să fi depășit, încă din cursul anului 2019, 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 Europene¹. Pe fondul acumulării într-un ritm mai rapid a dezechilibrelor în plan extern în cazul României comparativ cu economiile din regiune și, implicit, al configurării unor surse de finanțare non-generatoare de noi datorii devenite insuficiente, 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 o plafonare pe parcursul anului 2019, la o valoare de aproximativ 2,9 la sută, deviația PIB de la nivelul potențial este anticipată a se înscrie pe o traiectorie cu o pantă ușor descendentă, atingând 2,5 la sută la finalul anului 2021. Traectoria acestuia va reflecta tracțiunea de mai mică amploare și revizuită în jos pe termen mediu, din partea cererii externe efective, dar și – având în vedere măsurile de natura veniturilor și cheltuielilor legiferați până în prezent – proiectarea impulsului fiscal la valori pozitive, deși cu o magnitudine ușor atenuată în 2021 comparativ cu runda precedentă. În paralel, setul condițiilor monetare reale în sens larg va continua să rămână stimulat, deși în diminuare continuă a intensității în următoarele opt trimestre, până la valori apropiate celor neutre la orizontul de proiecție. Față de *Raportul anterior*, se remarcă revizuirea în jos a deviației PIB pe parcursul anului 2021, pe seama reconfigurării deviației cererii externe efective și, respectiv, a reevaluării efectelor conduitei politicii fiscale și ale celei monetare.

Conform scenariului de bază, după ce a atins 3,7 la sută la sfârșitul anului 2019, traiectoria ratei anuale a inflației CORE2 ajustat va fi marcată de presiuni dezinflaționiste de natură temporară în prima parte a anului curent, ce reflectă efecte de bază asociate unor majorări mai ample ale indicelui în cursul anului anterior. După ce va atinge un nivel minim așteptat pentru iunie 2020, de 3,2 la sută, indicatorul își va inversa traiectoria, în tandem cu menținerea la valori ridicate a presiunilor inflaționiste

¹ 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 mediul intern, respectiv excesul de cerere agregată din economie și anticipațiile inflaționiste ale agenților economici. Totodată, este previzibilă și intensificarea graduală a presiunilor inflaționiste din partea mediului extern, prin impactul exercitat asupra prețurilor bunurilor din import exprimate în lei, contribuind la menținerea inflației CORE2 ajustat în jumătatea superioară a intervalului țintei în următoarele opt trimestre, atingând 3,4 la sută atât în decembrie 2020, cât și în decembrie 2021.

Pentru finele anilor 2020 și 2021, contribuția la rata anuală a inflației IPC provenind din partea modificării impozitelor indirecte este prevăzută a fi de 0,3 puncte procentuale și, respectiv, 0,4 puncte procentuale, reprezentând efectul cuantificat al majorării accizelor la produse din tutun și combustibili.

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 apreciabile continuă să fie asociate și contextului extern, însă presiunile provenind din această sursă sunt evaluate a avea mai degrabă un potențial net dezinflaționist.

Față de *Raportul* din noiembrie 2019, incertitudinile din sfera politicii fiscale și a celei de venituri s-au amplificat. Această evaluare are la bază atât profilul execuției bugetare din ultima parte a anului precedent, ce a condus la deschiderea semnificativă a deficitului bugetar, cât și o serie de măsuri anunțate de autorități, care, deși au fost legiferate, sunt marcate de incertitudini privind atât momentul aplicării acestora, cât și quantumul efectiv al ajustărilor ce vor fi operate². Pentru anul curent, configurația politicii fiscale și a celei privind veniturile este marcată și de calendarul electoral încărcat, cu runde succesive de alegeri locale și parlamentare. În aceste condiții, riscuri asociate conduitei politicii fiscale s-ar putea manifesta în ambele sensuri. Totuși, este dezirabilă inițierea cât mai rapidă a măsurilor de consolidare fiscală, în vederea încadrării în plafoanele bugetare consistente cu definiția solidității finanțelor publice și, implicit, cu asigurarea unui mix echilibrat de politici economice, pentru a diminua riscurile unei continuări a amplificării dezechilibrului extern.

Un risc a cărui relevanță se menține și în runda curentă se referă la evoluția viitoare a prețurilor administrate, în special din perspectiva etapizării și magnitudinii procesului de liberalizare a pieței gazelor naturale și a celei a energiei electrice pentru consumatorii casnici finali. Incertitudini vizează, pe de o parte, modalitatea de transpunere a prevederilor OUG nr. 1/2020 în norme specifice emise de autoritățile de profil, iar pe de altă parte, prețurile prevalente pe piețele libere ale energiei și gazelor naturale la momentul finalizării etapelor de liberalizare preconizate de autorități, cu impact asupra coordonatelor scenariului de bază al proiecției macroeconomice.

² De exemplu, aplicarea Legii nr. 14/2020 privind dublarea alocațiilor pentru copii.

În pofida unei ușoare detensionări în perioada recentă a pieței forței de muncă, rămân deosebit de preocupante și în runda curentă riscurile asociate evoluțiilor de pe această piață, pe fondul penuriei de forță de muncă pe anumite segmente ale pieței, al ponderii relativ ridicate a populației inactive ori al migrației populației active. În aceste condiții, presiuni în accentuare asupra salariilor prezintă un potențial apreciabil, putând conduce la reconfigurarea traiectoriei inflației raportat la cea din scenariul de bază, cu atât mai mult cu cât reformele structurale cu adresabilitate directă pe această piață ar putea produce efecte tangibile, cel mai probabil, doar într-un orizont de timp mediu.

Față de runda precedentă, riscurile privind decelerarea activității economice din zona euro s-au temperat, s-au acumulat semnalele unei posibile relaxări a tensiunilor comerciale și tehnologice între principalii actori ai războiului comercial, iar incertitudinile aferente procesului *Brexit* s-au diminuat. Cu toate acestea, deși acordul de retragere a Marii Britanii din Uniunea Europeană a fost semnat, rezultatele negocierilor privind un posibil acord de liber schimb, precum și prelungirea perioadei de tranziție rămân incerte. Totodată, riscuri sunt asociate unor potențiale escaladări ale tensiunilor geopolitice și ale conflictelor comerciale, de natură să potențeze vulnerabilitățile de ordin fundamental ale unor piețe emergente. Un alt factor de risc conturat recent, dar cu potențial apreciabil de a afecta coordonatele scenariului de bază, se referă la posibilitatea extinderii epidemiei de coronavirus, cu efecte atât directe, cât și propagate asupra creșterii economice și evoluției prețurilor la nivel global. Efecte de sens opus, de stimulare a creșterii economice, sunt asociate unei posibile relaxări a conduitei politicii monetare de către BCE și Fed. Rămân totodată relevante și acțiunile probabile ale altor bănci centrale din regiune, date fiind atât contextul local, cât și cel global.

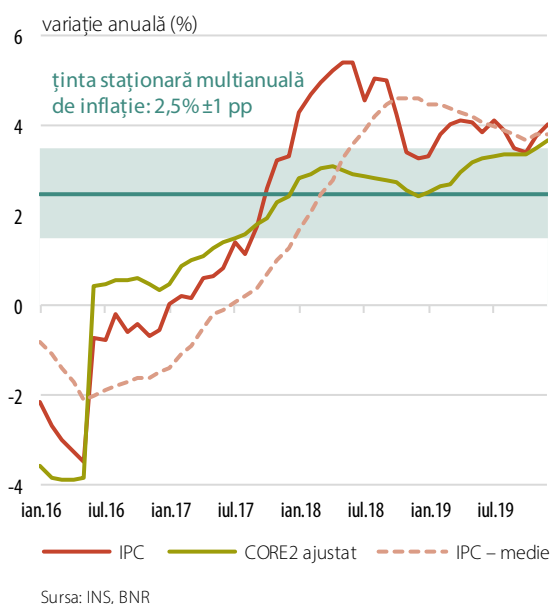
Decizia de politică monetară

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 deciziilor de politică monetare ale BCE și Fed, precum și al atitudinii probabile a băncilor centrale din regiune, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 7 februarie 2020 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 nivelului actual al ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit. În același timp, date fiind evoluția creditului în valută și nivelul adecvat al rezervelor valutare, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 6 la sută de la 8 la sută începând cu perioada de aplicare 24 februarie – 23 martie 2020. Măsura vizează inclusiv continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale din statele membre ale Uniunii Europene.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a depășit limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare în trimestrul IV 2019, încheind anul la valoarea de 4,04 la sută (cu 0,55 puncte procentuale peste nivelul înregistrat în luna septembrie). Dincolo de manifestarea unui puternic efect de bază la nivelul grupei combustibili, evoluția a reflectat efectul conjugat al unor șocuri pe partea ofertei în cazul unor produse agroalimentare (fructe, carne de porc), a căror transmisie în prețurile finale a fost înlesnită de menținerea presiunilor din partea factorilor fundamentali. În sens inflaționist a acționat și ușoara depreciere a leului în raport cu principalele valute. Pe acest fond, inflația de bază CORE2 ajustat s-a menținut pe traiectorie ascendentă, variația anuală atingând 3,7 la sută în luna decembrie (Grafic 1.1). În același timp, anticipațiile pe termen scurt ale agenților economici s-au ajustat în sens descendent.

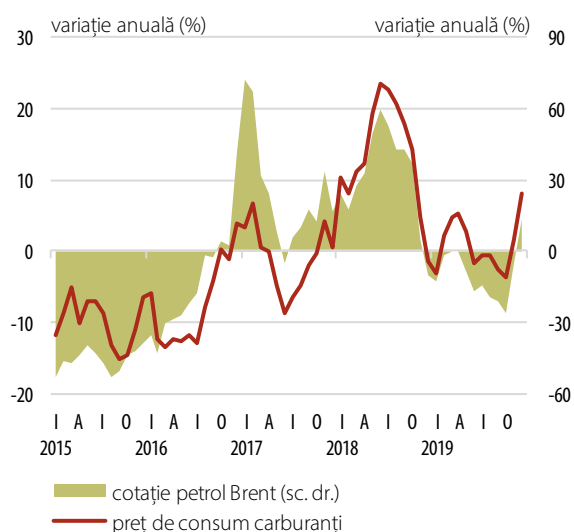
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Mai mult de jumătate din avansul ratei anuale a inflației din ultimul trimestru al anului a fost indusă de grupa combustibili. Deși cotația internațională a petrolului a rămas relativ neschimbată comparativ cu media perioadei precedente, dinamica anuală a prețurilor pe această componentă a fost marcată decisiv de un efect de bază nefavorabil asociat ieftinirii accelerate a carburanților în ultimele două luni ale anului 2018. O contribuție marginală a venit și cursului de schimb RON/USD, moneda națională depreciindu-se ușor în raport cu dolarul SUA în trimestrul IV 2019 (în medie cu 1,1 la sută față de intervalul iulie-septembrie). A doua parte a lunii decembrie a consemnat totuși o creștere a prețului barilului de petrol pe piețele internaționale, în contextul optimismului generat de perspectiva unui acord comercial între SUA și China, dar și al escaladării temporare a conflictului geopolitic din Orientul Mijlociu (Grafic 1.2).

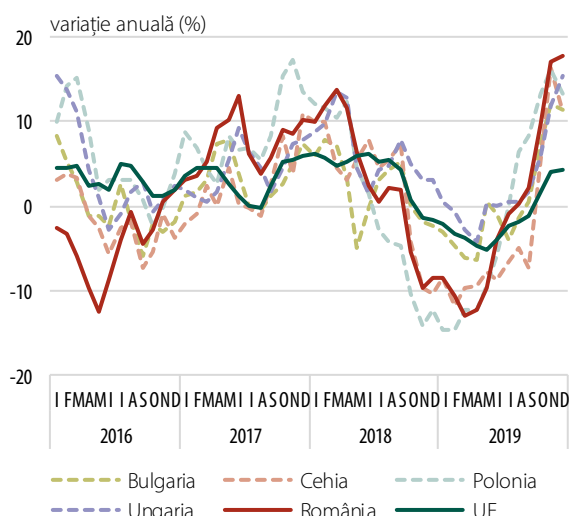
Tot în sfera bunurilor cu prețuri volatile, grupa fructelor a înregistrat mișcări ample în trimestrul IV 2019, ritmul anual urcând la 16,7 la sută, cu 14,7 puncte procentuale peste nivelul de la finele trimestrului anterior. Scumpirile repetate ale subcomponentei fructe proaspete, net superioare mediilor obișnuite pentru acest interval al anului, reflectă condițiile meteorologice nefavorabile din regiune pe ansamblul anului 2019: fluctuații ample de temperatură, perioade de îngheț târziu în primăvară sau intervale secetoase îndelungate, mai recent. Astfel, tendința de scumpire a acestor bunuri s-a

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul carburanților



Sursa: INS, Bloomberg

Grafic 1.3. Prețurile fructelor în Europa



Notă: Conform structurii armonizate a prețurilor.

Sursa: Eurostat

manifestat la nivelul celor mai multe state europene, rata anuală a inflației intrând în teritoriul de două cifre și în Polonia, Ungaria sau Bulgaria (Grafic 1.3).

Componentele exogene cu un ușor impact dezinflaționist – grupa produselor din tutun și cea a bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate – au compensat numai în mică măsură aceste evoluții. În primul caz, traiectoria s-a datorat unui efect statistic favorabil asociat ieșirii din baza de calcul a scumpirii în avans a țigaretelor în decembrie 2018, anterior intrării în vigoare a accizei majorate în prima zi a anului 2019. În cel de-al doilea caz, factorul determinant a fost ieftinirea energiei termice în noiembrie, ca urmare a unor măsuri la nivel local privind subvențiile pentru populație. În sens contrar a acționat decizia de majorare a contribuției pentru cogenerarea de înaltă eficiență în ultima lună din 2019, cu impact asupra facturii de energie electrică pentru consumatorii casnici.

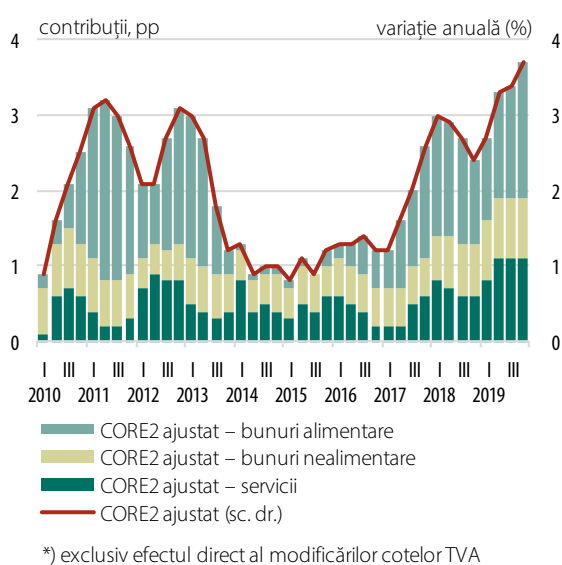
La accelerarea inflației de bază CORE2 ajustat din trimestrul IV 2019 a contribuit semnificativ șocul pe partea ofertei manifestat la nivel internațional pe segmentul cărnii de porc, marcat în continuare de epidemia globală de pestă africană. Virusul a afectat îndeosebi China, cel mai mare consumator de carne de porc din lume, înjumătățind practic într-un an și jumătate, de când a fost raportat primul caz, efectivele de porcine de pe teritoriul acestei țări. Ca urmare, importurile Chinei din Europa și America de Sud s-au extins într-un ritm alert pe tot parcursul anului 2019, în încercarea de a acoperi nevoia de consum a populației, imprimând prețurilor internaționale o tendință puternic ascendentă. În Europa, România a fost cea mai afectată de răspândirea pestei africane, cele circa 550 000 de sacrificări realizate până la finele anului 2019

reprezentând peste 10 la sută din efectivele existente la momentul semnalării prezenței virusului în țară. În acest context, prețul agricol ale cărnii de porc pe plan local a traversat un nou episod de majorare accelerată în luna noiembrie, ajungând la sfârșitul anului cu aproximativ 50 la sută mai mare decât cel consemnat cu un an în urmă. Ramificațiile fenomenului se întind însă dincolo de acest segment, în China observându-se deja o tendință generalizată de creștere a prețurilor la alte produse alimentare, pe măsură ce populația încearcă să suplinească absența cărnii de porc din alimentație prin intermediul altor surse proteice precum ouă, carne de pui sau carne de vită. Este de așteptat ca evoluția să își pună amprenta asupra dinamicii cotațiilor

internaționale ale mărfurilor de acest tip, ceea ce va menține și în perioada următoare presiunea asupra prețurilor interne.

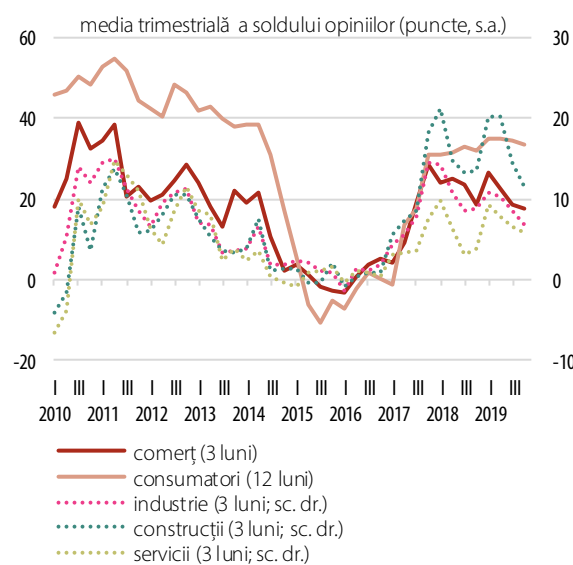
Dată fiind amploarea fenomenului, dar și excedentul de cerere agregată din economie, favorabil transmisiei în prețul final, rata anuală de creștere a inflației de bază CORE2 ajustat a urcat în trimestrul IV 2019 până la 3,7 la sută (+0,3 puncte procentuale față de luna septembrie), un nou maxim al ultimilor 10 ani³. Totodată, producătorii au continuat să resimtă presiunea din partea costului unitar cu forța de muncă (cu ritmuri anuale de două cifre în industria prelucrătoare în cea mai mare parte a anului), menținerea unei dinamici robuste a salariilor fiind însoțită de un parcurs dezamăgitor al productivității muncii. În afara grupei alimentare (a cărei inflație anuală a urcat până la 4,5 la sută), celelalte componente ale CORE2 ajustat au fost caracterizate de evoluții relativ benigne: (i) dinamica anuală a prețurilor bunurilor nealimentare s-a menținut în jurul valorii de 2,4 la sută, (ii) iar cea aferentă serviciilor a urcat ușor până la 4 la sută, reflectând scumpirea polițelor RCA pentru mașinile cu capacitate cilindrică mare, respectiv deprecierea marginală a monedei naționale în raport cu euro (Grafic 1.4).

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază*



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor

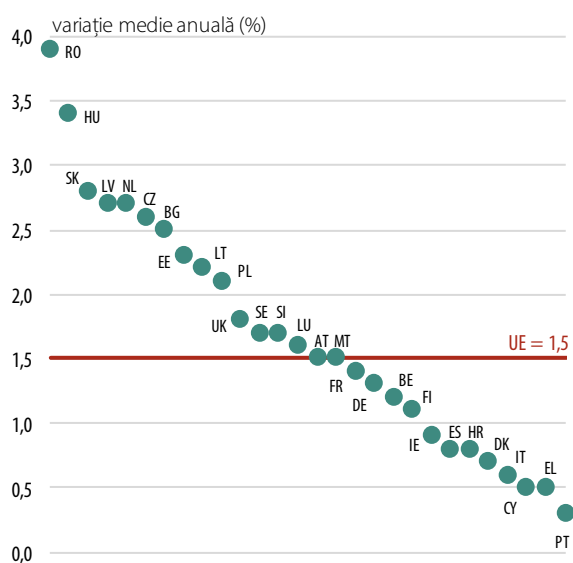


Sursa: CE-DG ECFIN

Pe ansamblul trimestrului IV 2019, anticipațiile privind evoluția prețurilor s-au menținut pe o traiectorie descendentă, soldurile opiniilor exprimate în cadrul Sondajului DG ECFIN ajustându-se atât în cazul consumatorilor (orizont de 12 luni), cât și în cel al agenților din toate sectoarele economiei (orizont de 3 luni; Grafic 1.5). În ceea ce privește analiștii bancari, aceștia anticipează ritmuri de creștere a prețurilor similare cu rezultatele sondajului precedent, prognozând menținerea ratei anuale a inflației în intervalul de variație asociat țintei staționare, la 3,3 la sută pentru finalul anului 2020, respectiv la 3,0 la sută pentru orizontul de doi ani.

³ Odată excluse efectele de runda I ale modificărilor cotelor TVA.

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



Sursa: Eurostat

Exprimată ca medie anuală, rata inflației s-a menținut la nivelul înregistrat la finele trimestrului anterior: valoarea determinată conform metodologiei naționale a atins 3,8 la sută în luna decembrie 2019, în timp ce indicatorul calculat pe baza structurii armonizate a consemnat un nivel de 3,9 la sută. România rămâne însă țara cu cel mai ridicat nivel al ratei medii anuale a IAPC în rândul statelor membre ale UE (pentru a șaptesprezecea lună consecutiv), diferența față de media europeană extinzându-se până la 2,4 puncte procentuale, în condițiile diminuării marginale a mediei UE (Grafic 1.6).

Față de proiecția elaborată în ediția din luna noiembrie a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației IPC a înregistrat un nivel efectiv ușor superior la finele anului 2019, cu 0,2 puncte procentuale peste valoarea anticipată. Principala contribuție a revenit subestimării traiectoriei CORE2 ajustat (care a

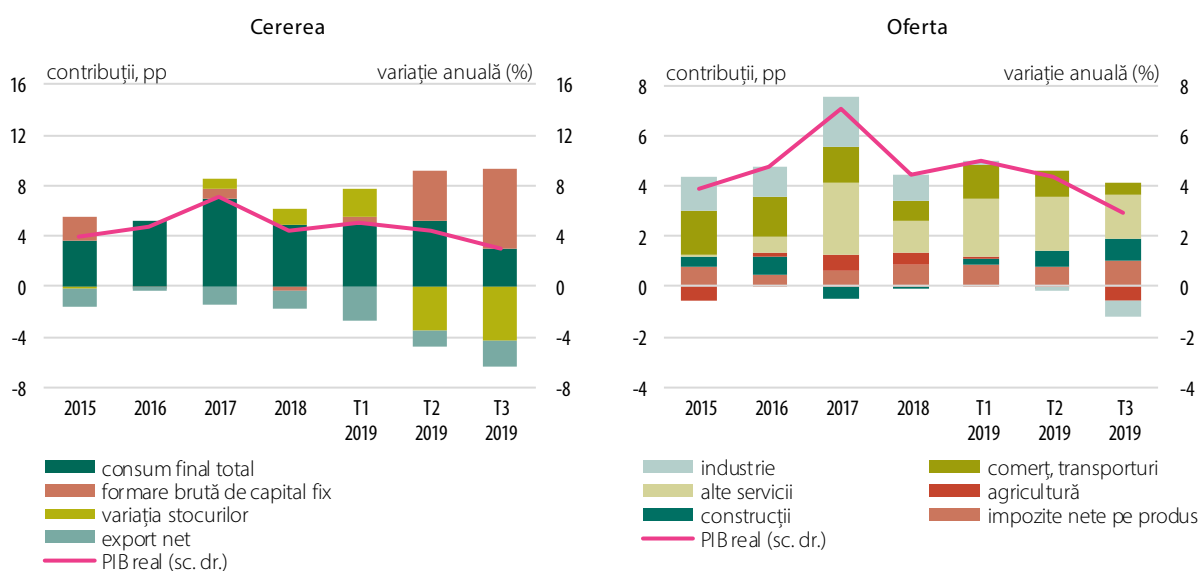
încheiat anul cu 0,3 puncte procentuale peste valoarea prognozată), ca urmare a scumpirii mai ample decât fusese anticipat a cărnii de porc și a preparatelor din carne. O influență în sens ascendent, dar de mai mică amploare, a revenit și grupei combustibili, în contextul unei cotații a barilului de petrol ceva mai ridicate decât cea așteptată.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

PIB real și-a moderat rata anuală de creștere în trimestrul III (până la 3 la sută), în condițiile în care cererea de consum a consemnat o anumită temperare, iar exporturile de bunuri și-au prelungit parcursul nesatisfăcător. La nivelul primelor trei trimestre economia a avansat cu 4 la sută, o contribuție notabilă revenind creșterii accelerate a investițiilor, impulsionate în special de redresarea lucrărilor de construcții (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



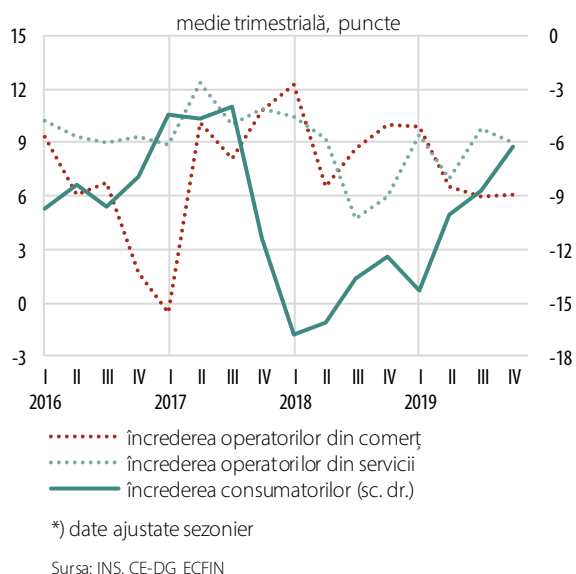
Sursa: INS, calcule BNR

Atenuarea de ritm anual înregistrată de consumul privat în trimestrul III (până la 3,8 la sută) este atribuibilă componentelor⁴ sensibile la evoluția producției agricole, având în vedere faptul că în 2019 acest sector nu a repetat performanța remarcabilă din anul precedent. În schimb, apetitul populației pentru achiziții din sfera comercială s-a accentuat, pe fondul creșterilor reale cu peste 10 la sută la nivelul ambelor surse principale de finanțare (venituri din salarii și împrumuturi nou-contractate). Evoluția va rămâne cel mai probabil în aceleași coordonate în următoarea perioadă, fiind prevăzute noi majorări ale veniturilor populației, precum și menținerea cererii pentru credite de consum pe un palier similar celui din trimestrul III⁵. Această perspectivă este surprinsă de indicatorul de încredere a consumatorilor, care s-a îmbunătățit

⁴ Autoconsumul gospodăriilor populației, achizițiile de pe piața țărănească și industria casnică.

⁵ Potrivit Sondajului BNR privind creditarea companiilor financiare și a populației (noiembrie 2019).

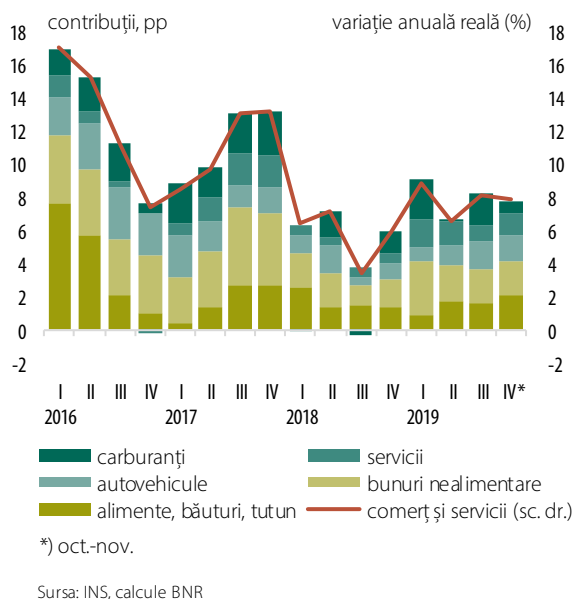
Grafic 2.2. Perspective privind consumul populației*



succesiv pe parcursul anului 2019, atingând în trimestrul IV o valoare record pentru ultimii doi ani (potrivit Sondajului DG ECFIN) – Grafic 2.2.

Tonusul ridicat al cererii de consum pe final de an se regăsește și în dinamica alertă a cifrei de afaceri din comerț și servicii în intervalul octombrie-noiembrie (peste 8 la sută, variație anuală care nu include vânzările de carburanți, componentă cu volatilitate pronunțată). Traectoria a fost susținută de extinderea achizițiilor de bunuri de folosință îndelungată (până la circa 12 la sută), precum și de avansul mai consistent al cheltuielilor populației pentru servicii de piață (cu precădere HoReCa). În cazul celor dintâi, evoluții favorabile au consemnat achizițiile de bunuri pentru dotarea locuinței, stimulate inclusiv de promoțiile „Black Friday” din luna noiembrie, precum și comerțul cu autoturisme. Pe acest din urmă segment, ritmul de creștere a rămas alert în octombrie-noiembrie (9,9 la sută), dar s-a temperat ușor comparativ cu media trimestrului III. Tendința este posibil să se accentueze în perioada imediat următoare, informațiile furnizate de Asociația Producătorilor și Importatorilor de Automobile reflectând deja o scădere ușoară a livrărilor de autoturisme în luna noiembrie, în contextul în care impulsul oferit de Programul de reînnoire a parcului auto s-a estompat (fondurile disponibile pentru acest program s-au epuizat la finele lunii octombrie). Un ritm relativ înalt au înregistrat și vânzările de bunuri de uz curent (peste 5 la sută), însă comparativ cu trimestrul III se observă o anumită temperare, localizată la nivelul comerțului nealimentar (Grafic 2.3).

Grafic 2.3. Activitatea comercială



Execuția bugetului general consolidat a generat în trimestrul III din 2019 un deficit de 7,0 miliarde lei (echivalent cu 0,7 la sută din PIB), semnificativ mai mare decât cel din aceeași perioadă a anului

precedent (1,8 miliarde lei, respectiv 0,2 la sută din PIB). Totodată, comprimarea acestuia în raport cu soldul negativ înregistrat în trimestrul II (14,5 miliarde lei, respectiv 1,4 la sută din PIB) a fost relativ inferioară celei din anii anteriori. Ea s-a produs în principal pe fondul unei majorări a veniturilor bugetare totale⁶, rezultată predominant din avansul componentelor de TVA și accize⁷, dar și dintr-un efect de

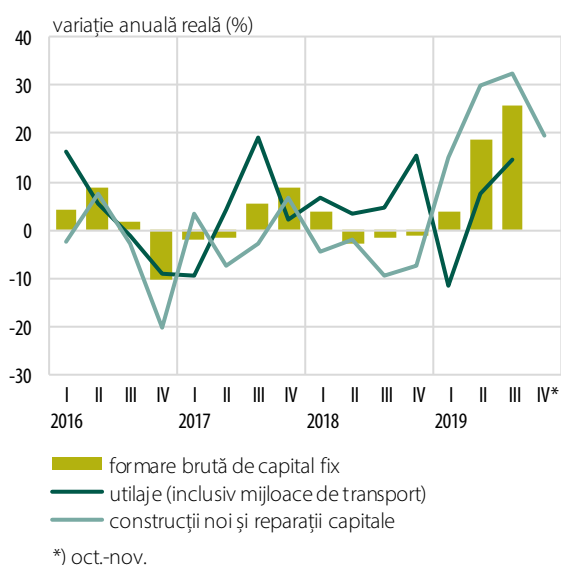
⁶ Creșterea lor anuală reală a consemnat însă o încetinire vizibilă (la 5,7 la sută, de la 8,3 la sută în trimestrul precedent), produsă totuși predominant pe fondul scăderii componentei nefiscale, inclusiv ca urmare a unui efect de bază asociat devansării plății unor dividende de către entități cu capital de stat în trimestrul II 2019.

⁷ Contribuții similare, dar de mai mică amploare, au venit din partea evoluției veniturilor din impozitele și taxele pe proprietate (inclusiv ca urmare a încasărilor din taxa pe activele financiare de la instituțiile de credit), din impozitul pe profit și respectiv pe salarii și pe venit, toate acestea înregistrând dinamici anuale reale vizibil superioare celor din trimestrul anterior.

bază asociat unor restituiri de taxe în trimestrul precedent. La rândul lor, cheltuielile bugetare totale au înregistrat o scădere⁸, însă doar marginală, în condițiile în care impactul creșterii cheltuielilor de capital, cu bunuri și servicii și asistență socială⁹ a fost contrabalansat de cel al diminuării componentelor cu dobânzile și de personal¹⁰.

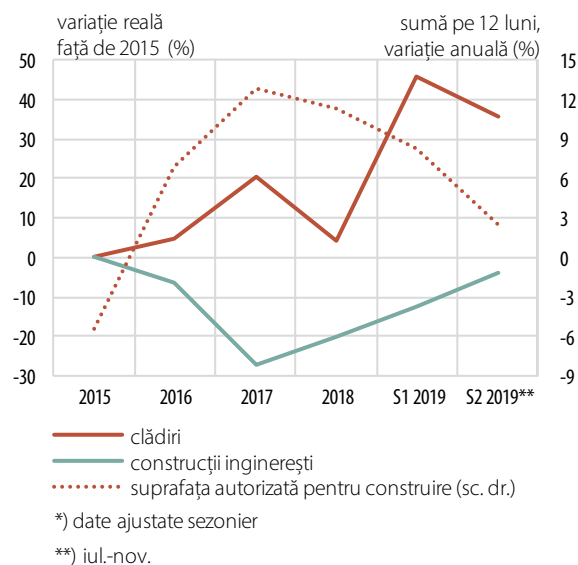
Formarea brută de capital fix a continuat să avanseze în termeni anuali, accelerarea până la 25,6 la sută fiind susținută de ambele componente majore. Suflul investițiilor se va atenua probabil în următoarele luni, în condițiile în care activitatea de construcții pare să piardă în intensitate, iar achizițiile de echipamente este posibil să se ajusteze ulterior dinamicilor înalte consemnate în trimestrele II și III¹¹ (Grafic 2.4).

Grafic 2.4. Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.5. Activitatea de construcții*



Sursa: INS, calcule BNR

Pentru sectorul construcțiilor, anul 2019 se prefigurează a marca recuperarea celor trei ani de scăderi consecutive (care au cumulat circa 10 la sută), o contribuție semnificativă revenind ameliorării reglementărilor pe piața forței de muncă, prin acordarea de facilități fiscale și relaxarea condițiilor privind angajarea de personal non-UE. Traectoria ascendentă pare totuși să caracterizeze doar prima jumătate a anului (rate trimestriale de 18 și respectiv 15 la sută), intervalul iulie-noiembrie consemnând inversarea acesteia. Evoluția este atribuită lucrărilor pentru clădiri (-11,4 la sută față de media trimestrului II), a căror dinamizare este puțin probabilă în perioada următoare, în pofida îmbunătățirii așteptărilor conturate în rândul operatorilor de profil pe parcursul anului 2019. Un indiciu în acest sens este furnizat de pierderea graduală de ritm înregistrată de suprafața autorizată pentru construire

⁸ În raport cu aceeași perioadă a anului trecut, creșterea lor în termeni reali a cunoscut chiar o ușoară accelerare (la 12,2 la sută, de la 11,6 la sută în trimestrul II).

⁹ Inclusiv pe fondul majorării punctului de pensie și a indemnizației sociale pentru pensionari începând cu luna septembrie 2019.

¹⁰ Dinamica anuală reală a acestora revenind, pentru prima dată în ultimii trei ani, pe un palier cu o singură cifră.

¹¹ Această categorie nu poate fi caracterizată din perspectiva evoluțiilor în termeni trimestriali, fiind disponibili doar indici de volum anuali.

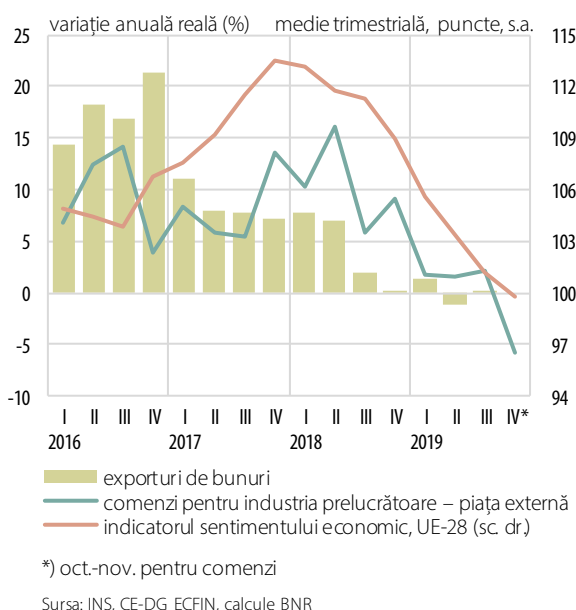
(de la 14 la sută în ianuarie la mai puțin de 3 la sută în noiembrie, variație pe 12 luni), vizibilă atât pe segmentul rezidențial, cât și pe cel nerezidențial. Semnale similare sunt emise și de analiștii pieței imobiliare, potrivit cărora performanța remarcabilă din 2019 în planul livrărilor de suprafețe noi (în special cu destinație nerezidențială) va fi greu de egalat în anul 2020 (Grafic 2.5).

Spre deosebire de construcțiile de clădiri, lucrările ingineresti au confirmat tendința de revenire manifestată de la începutul anului 2019, avansând cu 2,7 la sută în intervalul iulie-noiembrie față de trimestrul II. Menținerea pantei ascendente și în perioada următoare va fi însă condiționată de îmbunătățirea absorbției de fonduri europene (observată către sfârșitul anului 2019 și previzibilă și în continuare, în contextul apropierii de final a actualului exercițiu multianual de finanțare); totodată, un impuls favorabil ar putea fi asociat calendarului electoral pentru anul 2020.

Achizițiile de echipamente și-au dublat viteza anuală de creștere în trimestrul III 2019 (până la 14,6 la sută), rezultat puțin probabil să fi fost susținut de sectorul industrial, având în vedere faptul că redresarea acestuia continuă să se lase așteptată. În primele cinci luni ale semestrului II producția s-a comprimat, iar volumul comenzilor și-a păstrat dinamica anuală modestă (0,7 la sută), ceea ce s-a reflectat într-o nouă scădere a gradului de utilizare a capacităților de producție în trimestrul IV, în timp ce operatorii industriali au rămas pesimiști. Chiar dacă mai puțin frecvente decât odinioară, informațiile din piață referitoare la investiții derulate de producători industriali permit identificarea unor ramuri (precum producția materialelor de construcții, industria auto, producția bunurilor de consum), cu semnale mai ferme în sensul încheierii recente sau al derulării de proiecte investiționale pentru deschiderea/extinderea capacităților de producție, modernizări în plan tehnologic și logistic și extinderea activității de cercetare-dezvoltare. În afara sferei industriale, companii care și-au intensificat probabil efortul investițional sunt cele de construcții (în asociere cu expansiunea din ultimul an a activității de producție) și cele de transport rutier de mărfuri, un indiciu în acest sens constituindu-l creșterea în primele trei trimestre a importurilor de utilaje de construcții (cu circa 27 la sută) și respectiv de autovehicule de mare tonaj (cu aproape 6 la sută).

În perioada următoare, investițiile de natură tehnologică pe ansamblul economiei își vor atenua probabil dinamica, în a doua jumătate a anului remarcându-se o temperare a cererii de bunuri de capital, atât de proveniență locală, cât și externă. Astfel, portofoliul comenzilor interne adresate industriilor de profil și-a frânat vizibil ritmul anual de creștere în intervalul iulie-noiembrie comparativ cu media semestrului I, iar dinamica anuală a importurilor de bunuri de capital a intrat în teritoriul negativ în intervalul iulie-octombrie. Aceeași perspectivă se conturează și la nivelul anumitor surse de finanțare – influxurile sub forma participațiilor la capital (inclusiv profitul reinvestit în economie de companii ISD nerezidente) s-au restrâns față de valoarea cumulată în perioada iulie-noiembrie 2018, iar stocul creditelor pentru echipamente a cunoscut o ușoară decelerare comparativ cu semestrul I.

Grafic 2.6. Exporturi



Trenarea activității zonei euro, pe fondul prelungirii incertitudinilor și tensiunilor pe plan internațional, a afectat și în trimestrul III parcursul sectorului *tradables* autohton, volumul producției industriale plasându-se în primele 11 luni cu 2,2 la sută sub cel consemnat în perioada corespunzătoare din anul 2018. La nivelul exporturilor de bunuri, situația s-a concretizat într-o nouă contracție în termeni trimestriali, a cincea în ultimele șase perioade. Peisajul pare să rămână neschimbat și în lunile următoare, în condițiile în care sentimentul operatorilor europeni a continuat să se deterioreze, atingând în trimestrul IV minimul ultimilor cinci ani. Traectoria se reflectă în suflul tot mai slab al comenzilor pentru piața externă adresate companiilor industriale locale, volumul acestora reducându-se cu 1,4 la sută în termeni anuali, în intervalul iulie-noiembrie. Pe termen mai lung, cererea externă este însă posibil să cunoască o

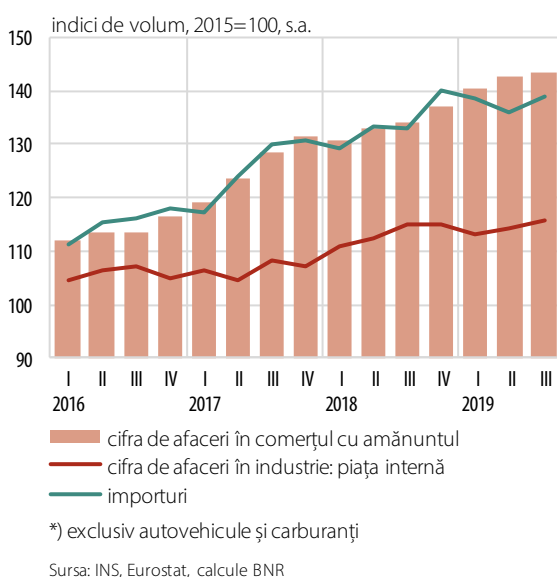
revenire, evoluție sugerată, printre altele, de atenuarea conflictului comercial dintre SUA și China și de perspectiva apropiată a finalizării *Brexit* (Grafic 2.6).

Chiar dacă parcursul descendent al exporturilor de bunuri a fost mai puțin vizibil în termeni anuali (datele de conturi naționale relevând stagnarea acestora), situația delicată a prezenței pe piețele externe a continuat să fie evidentă pe segmentul componentelor auto. În acest caz, volumul livrărilor s-a redus cu 6,8 la sută (variație anuală), producătorii autohtoni resimțind influența declinului sectorului auto german și consemnând totodată noi scăderi pe relația extra-UE (reduceri ale vânzărilor către Iran și Rusia). O contracție de volum au înregistrat și exporturile de autovehicule

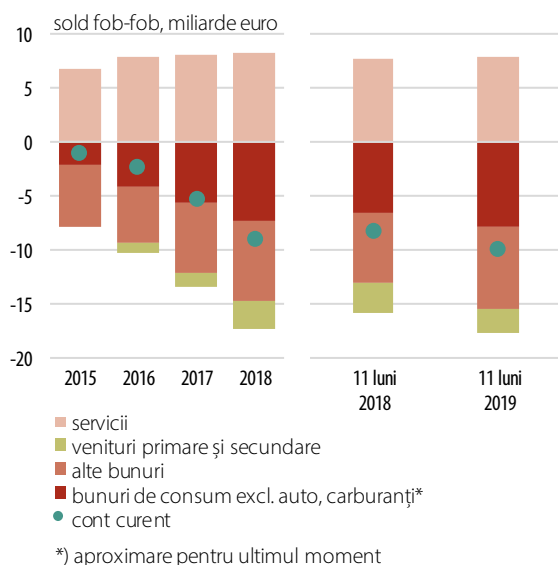
(-6,4 la sută), dar situația este probabil temporară, având în vedere perspectiva mai optimistă la nivelul ambilor producători locali de autoturisme – în cazul companiei Dacia, anul 2020 ar urma să marcheze finalizarea programului de creștere a capacității de producție, în timp ce Ford a demarat deja producția noului SUV Puma. Evoluții pozitive ale vânzărilor au consemnat categorii de mărfuri precum mașini și echipamente, mobilier, dar și exporturile de produse petroliere, materii prime agricole (porumb) și mijloace de transport naval – în cazul ultimelor trei grupe, principala contribuție a venit livrărilor către piețele extracomunitare.

Menținerea nivelului robust al absorbției interne a alimentat intensificarea importurilor de bunuri și servicii (până la 9 la sută în termeni anuali), vizibilă la nivelul bunurilor intermediare, dar mai ales al bunurilor de consum. În acest din urmă caz, s-a

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



Grafic 2.8. Contul curent



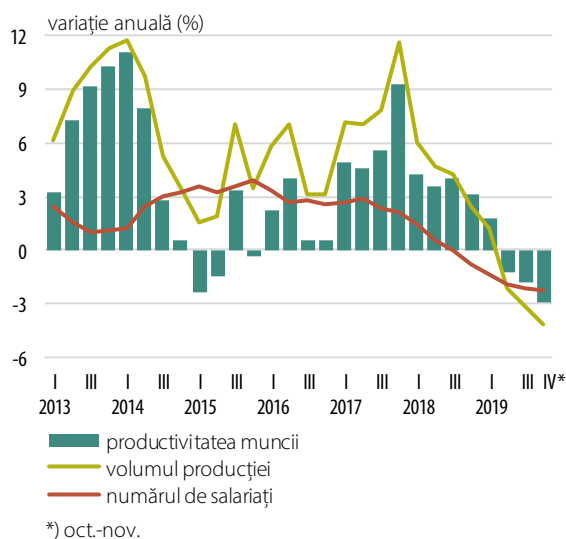
Sursa: Eurostat, BNR, calcule BNR

în același interval, deficitul contului curent s-a lărgit cu 21 la sută (până la 9,9 miliarde euro), ponderea acestuia în PIB fiind foarte probabil să punteze, pe ansamblul anului 2019, cea de-a cincea creștere succesivă (Grafic 2.8).

Productivitatea muncii

Pe ansamblul economiei, productivitatea muncii a decelerat ușor în termeni anuali în trimestrul III față de intervalul anterior (-0,6 puncte procentuale, până la 4 la sută), cu contribuții din partea tuturor domeniilor majore. Activitățile care încă înregistrează dinamici ridicate ale productivității muncii sunt sectorul construcțiilor, beneficiar al

Grafic 2.9. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare



Sursa: INS

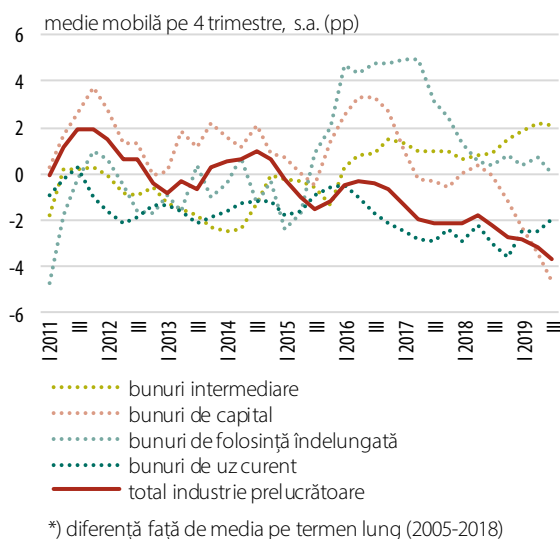
remarcat dinamizarea achizițiilor din sfera dotării locuinței (produse electrice, electronice, de comunicație, mobilier), în posibilă asociere cu apropierea campaniei „Black Friday”, care a suscitât în anul 2019 un interes sporit din partea consumatorilor. Cu o creștere de 6 la sută, importurile de bunuri de consum au devansat și în trimestrul III ritmul anual al cifrei de afaceri pentru piața internă a subsectorului industrial corespunzător (1,2 la sută), reflectând perpetuarea incapacității producătorilor autohtoni de a valorifica expansiunea cererii de consum din ultimii ani (Grafic 2.7). În același timp, competitivitatea companiilor industriale de profil a continuat să se erodeze și pe piețele externe (în bună măsură pe seama creșterilor persistente ale costului unitar cu forța de muncă), astfel încât balanța tranzacțiilor cu bunuri de consum și-a păstrat o contribuție majoră la adâncirea dezechilibrului comercial (cu 2,5 miliarde euro în primele 11 luni ale anului 2019). Prin urmare,

măsurilor fiscale stimulative și al unui context ciclic favorabil, respectiv sectorul IT, cu al patrulea trimestru consecutiv de creștere de două cifre a acestui indicator, oglindită inclusiv într-o performanță robustă la export.

Contextul fragil la nivel internațional și-a pus decisiv amprenta asupra parcursului industriei autohtone și în trimestrul III 2019 (Grafic 2.9). Sectorul auto continuă să reprezinte unul dintre punctele nevralgice, cu ramificații majore în numeroase alte ramuri prelucrătoare și chiar în domeniul serviciilor, dată fiind complexitatea ridicată a lanțurilor de producție. Conform estimărilor FMI¹², în anul 2018 declinul industriei auto a determinat peste un sfert din încetinirea economică globală și circa o treime din scăderea volumului comerțului internațional, iar informațiile preliminare pentru anul 2019 sugerează o contracție a vânzărilor auto la nivel mondial de

¹² Include în cea mai recentă ediție a publicației *World Economic Outlook*.

Grafic 2.10. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie*



Sursa: CE-DG ECFIN, calcule BNR

peste două ori mai amplă comparativ cu perioada precedentă. În acest context, jucători importanți din domeniul auto (unii prezenți inclusiv la nivel local) și-au anunțat planurile privind restructurări de personal, invocând rezultatele financiare în deteriorare și costul ridicat al investițiilor în adaptarea proceselor de producție la noile realități ale electromobilității, iar productivitatea muncii în industria autohtonă a traversat un trimestru foarte slab, comprimându-se cu 2,5 la sută față de perioada anterioară. De altfel, doar cinci ramuri manufacturiere mai înregistrează dinamici anuale pozitive ale productivității muncii, cele mai multe dintre acestea însă în contextul reducerii numărului de salariați. Avansul moderat al volumului comenzilor interne adresate industriei a fost insuficient pentru a suplini stagnarea celor provenind din piața externă, rezultanta fiind o nouă reducere a gradului de utilizare a capacităților de producție (nivelul de 73,1 la sută a reprezentat un nou minim postcriză) – Grafic 2.10. Totodată,

Sondajul DG ECFIN în rândul producătorilor industriali semnalează prevalența condițiilor neprielnice de cerere în fața constrângerilor legate de forța de muncă insuficientă ca principal obstacol în calea dezvoltării capacităților de producție.

O revenire a activității industriale autohtone pe o traiectorie pozitivă nu se întrevide în perioada imediat următoare. Indicatorul de încredere a operatorilor s-a adâncit în teritoriu negativ în Germania pe final de an, evoluând la valori apropiate de 0 la nivelul sectorului industrial autohton, iar semnalele în plan local privind investițiile productive sunt limitate. Există totuși indicii în acest sens în ramuri precum industria materialelor de construcții, industria alimentară, industria echipamentelor electrice (odată cu intrarea în funcțiune a unei noi fabrici importante de electrocasnice) sau industria auto (ulterior implementării investițiilor necesare lansării unui nou model SUV la Craiova), dar o inversare de tendință la nivel agregat continuă să fie puțin probabilă în absența ameliorării condițiilor macroeconomice globale.

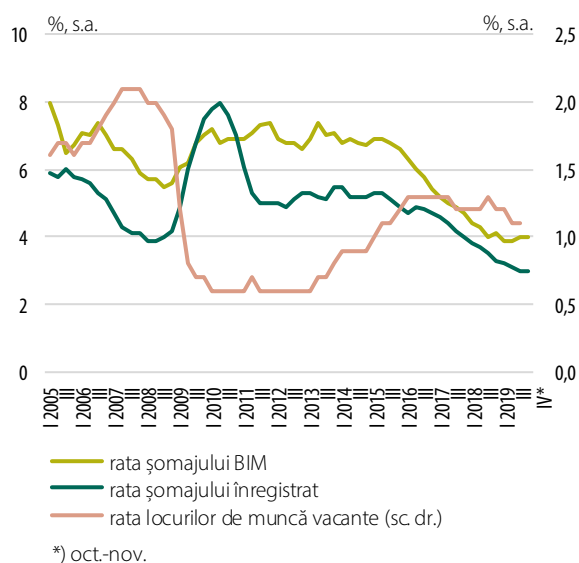
Evoluții pe piața muncii¹³

Piața muncii își păstrează imaginea conturată în ultimul an – ofertă redusă de forță de muncă disponibilă, consolidarea trendului descendent al avansului anual al numărului de angajați, dinamică anuală alertă a câștigurilor salariale.

Oferta disponibilă de forță de muncă a rămas și în perioada iulie-noiembrie la valori foarte scăzute (4 la sută rata șomajului BIM și 3 la sută rata șomajului ANOFM la sfârșitul intervalului) – Grafic 2.11. Totodată, rata locurilor de muncă vacante și-a consolidat tendința de ușoară ajustare în sens descendent observată începând cu ultimul trimestru al anului 2018, evoluție datorată preponderent diminuării numărului de posturi disponibile în administrația publică și HoReCa. În acest context, s-a conturat un trend de atenuare a gradului de tensionare a condițiilor pe piața

¹³ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier, având ca surse principale INS, Eurostat și ANOFM.

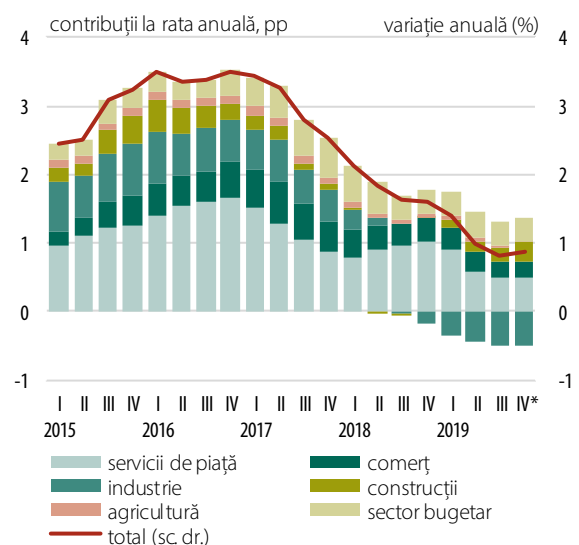
Grafic 2.11. Șomajul și locurile de muncă vacante



*) oct.-nov.

Sursa: ANOFM, Eurostat, calcule BNR

Grafic 2.12. Efectivul salariaților din economie



*) oct.

Sursa: INS, calcule BNR

muncii, neacompaniată însă de ameliorări în plan structural – inadecvarea sistemului de învățământ la cerințele economiei (din punct de vedere al competențelor, dar și al calității pregătirii¹⁴), rata înaltă de emigrare în rândul persoanelor de vârstă activă, mobilitatea internă redusă. Această situație este reflectată și de studiul „Starea funcțiunii de HR în România”¹⁵, unde printre problemele menționate de companii se numără atragerea oamenilor potriviți (amintită de 28 la sută dintre respondenți), retenția angajaților (24 la sută) și lipsa de competențe specifice (23 la sută). Cercetările de profil pun, de asemenea, în evidență neconcordanța dintre cererea și oferta de forță de muncă cu un nivel mai scăzut de instruire, un sfert dintre companiile interogate de PwC Romania în cadrul studiului „PayWell 2019” luând în calcul importul de forță de muncă, în special de muncitori necalificați, pentru a-și acoperi deficitul de angajați. În acest sens, pentru anul 2020 a fost decisă menținerea numărului de 30 000 de lucrători străini nou-admiși pe piața românească. Dificultățile existente pe piața muncii sunt ilustrate și de ponderea ridicată (peste 60 la sută) a companiilor care consideră criza forței de muncă drept principala provocare pentru 2020, conform rezultatelor „Barometrului privind starea economiei” realizat de Frames în perioada 1-15 decembrie 2019, pe un eșantion de 450 de firme.

În acest context, trendul descendent pe care s-a plasat în ultimii doi ani de rata de creștere a efectivului salariaților din economie s-a consolidat în intervalul iulie-octombrie (0,8 la sută în termeni anuali). Astfel, coordonatele procesului de recrutare rămân similare perioadei anterioare – temperare a angajărilor în serviciile de piață (cu precădere în comerț, servicii administrative și de suport) și în serviciile profesionale, științifice și tehnice, respectiv contracție a numărului

de salariați în industria auto și în ramurile conexe, concomitent cu o intensificare a ritmului recrutărilor în construcții, ca urmare a facilităților fiscale acordate la începutul anului 2019 (Grafic 2.12).

În perspectivă, studiul Manpower indică pentru trimestrul I 2020 creșteri ale numărului de angajați în majoritatea sectoarelor, cele mai solide intenții de angajare fiind în

¹⁴ Confirmat de rezultatele slabe la testele internaționale, un exemplu în acest sens îl reprezintă testul PISA din 2018, unde toate cele trei domenii examinate (citire, matematică și științe) consemnează valori foarte modeste, sub cele din anii anteriori (2012 și 2015).

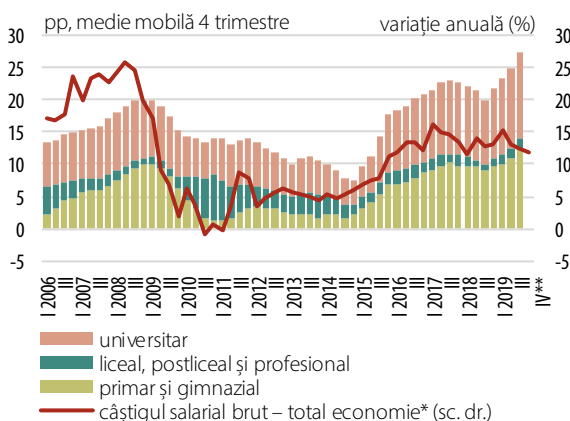
¹⁵ Studiul a fost realizat cu ocazia HR Smart Conference (30 octombrie 2019), pe baza unui eșantion de peste 100 de companii.

construcții și în sectorul financiar, asigurări și servicii imobiliare (în cazul celui din urmă, așteptările privind angajările se situează la cel mai ridicat nivel din ultimii doi ani). De altfel, recrutări sunt anticipate pentru întregul an 2020 și conform studiului „PwC HR Barometru” din octombrie 2019, la care au participat 65 de companii

– peste jumătate dintre acestea intenționează să crească în 2020 numărul de angajați în medie cu 11 la sută, cea mai mare cerere venind din sectorul IT&C. În schimb, Sondajul DG ECFIN sugerează pentru perioada decembrie 2019 – februarie 2020 extinderi ale schemelor de personal doar în comerț, pentru restul sectoarelor fiind anticipată stabilitate.

Câștigul salarial mediu brut și-a păstrat ritmul robust de creștere în intervalul iulie-noiembrie 2019 (12,2 la sută în termeni anuali), în contextul deficitului acut de forță de muncă¹⁶, indicatorul de necorelare a pregătirii candidaților atingând în trimestrul III un nou maxim al seriei istorice (Grafic 2.13). O dinamică înaltă este așteptată și în perioada următoare, având în vedere majorarea salariului minim brut pe economie de la 1 ianuarie 2020 (cu 7,2 la sută, până la 2 230 de lei), precum și creșterile prevăzute de legea salarizării unitare în sectorul bugetar.

Grafic 2.13. Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii¹⁷ și câștigul salarial nominal brut



*) exclusiv efectul transferului contribuțiilor sociale începând cu anul 2018

**) oct.-nov.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

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

În contextul ritmului temperat al creșterii economice la nivel global pe parcursul trimestrului III 2019 și al absenței unei redresări din partea sectorului industrial, rata anuală de creștere a cotațiilor materiilor prime a revenit în teritoriu pozitiv abia la finalul anului, atingând pe ansamblu valori destul de moderate; pe segmentul produselor alimentare s-au creat totuși influențe inflaționiste.

2.1. Prețurile de import

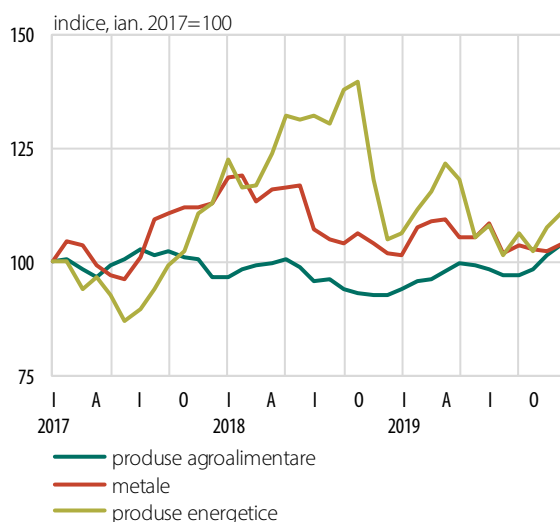
Creșterea economică mondială s-a menținut moderată și în al treilea trimestru al anului 2019 – avans anual de 1,6 la sută în cazul economiilor avansate, respectiv 3,8 la sută în cazul celor emergente, valori similare perioadei anterioare (conform datelor Băncii Mondiale; serii ajustate sezonier), în timp ce sectorul industrial și-a continuat parcursul fragil. În aceste condiții, variația anuală a prețurilor materiilor prime a ieșit

¹⁶ Concluzie întărită și de indicele de percepție calculat de Consiliul Investitorilor Străini, două treimi dintre respondenți reclamând, în septembrie 2019, lipsa forței de muncă adecvate (cel mai ridicat nivel de până în prezent).

¹⁷ 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).

din plaja valorilor negative abia spre sfârșitul anului 2019, după o serie de scăderi ample în lunile premergătoare.

Grafic 2.14. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Ulterior unor diminuări în termeni anuali de peste 20 la sută în perioada iulie-octombrie 2019, cotațiile produselor energetice și-au diminuat semnificativ amplitudinea contracției anuale în luna noiembrie, revenind în teritoriu pozitiv la finele anului, până la 5,9 la sută. Evoluția a fost imprimată de traiectoria prețului petrolului, ca urmare a unui efect statistic, dar și a unei redresări în perioada recentă, cu susținere din partea condițiilor financiare acomodative, a semnalelor favorabile asociate negocierilor sino-americane, a demersurilor de limitare a ofertei de petrol care au făcut obiectul înțelegerilor OPEC+, dar și a unor tensiuni geopolitice; în cazul gazelor naturale, oferta abundentă a favorizat noi scăderi ample în termeni anuali ale prețurilor. Dinamica anuală a indicelui prețurilor metalelor¹⁸ a rămas la valori negative în perioada analizată, mai puțin notabile pe final de an, reflectând fragilitatea activității industriale globale,

dar și cele câteva potențiale semnale de redresare mai recente. Materiile prime alimentare și-au intensificat ritmul anual în T4 2019, până la 9,1 la sută, în condițiile în care indicele FAO a atins cel mai înalt nivel ai ultimilor cinci ani. Influențe în acest sens au provenit mai ales din partea prețurilor produselor din carne (pe fondul menținerii deficitului de ofertă de carne de porc în zona asiatică, în asociere cu epidemia de pestă porcină africană), dar și a unor produse oleaginoase și lactate (Grafic 2.14).

Mișcarea cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale s-a regăsit și la nivelul prețurilor de import în intervalul iulie-septembrie. Astfel, pe parcursul trimestrului III 2019 indicele anual al valorii unitare a importurilor¹⁹ a înregistrat o decelerare notabilă față de perioada anterioară, ajungând subunitar (99,2 la sută). Contribuțiile decisive la reducerea indicelui agregat vin din partea produselor farmaceutice (99,6 la sută, -16,6 puncte procentuale), a produselor petroliere (89 la sută, -14,4 puncte procentuale), precum și a celor chimice (96,8 la sută, -9,4 puncte procentuale).

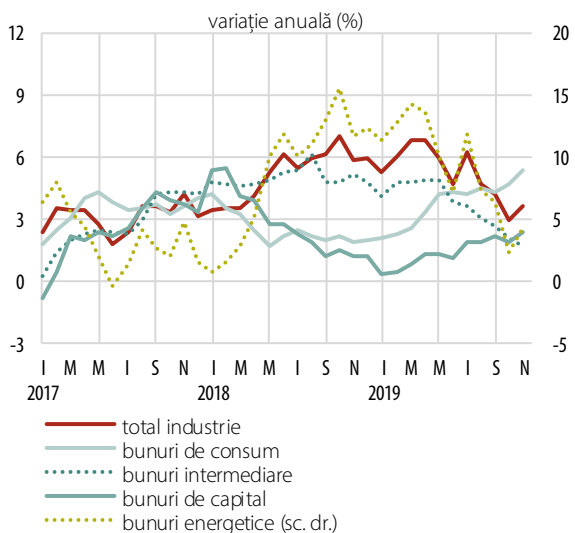
În cazul bunurilor relevante pentru coșul de consum, pe segmentul produselor din carne s-au menținut presiunile, rezultând o creștere cu 9,4 puncte procentuale (până la 118,3 la sută). De asemenea, în cazul produselor zaharoase, IVU a revenit în plaja valorilor supraunitare, până la 104,4 la sută, în timp ce nivelul corespunzător bunurilor vegetale a avansat doar marginal (+0,6 puncte, până la 103 la sută).

¹⁸ Indicele nu cuprinde și cotația minereului de fier.

¹⁹ Exprimat în euro.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Grafic 2.15. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

Prețurile producției industriale pentru piața internă și-au temperat puternic dinamica anuală în intervalul octombrie-noiembrie 2019, până la 3,2 la sută (-1,7 puncte procentuale față de media trimestrului III) – Grafic 2.15.

Dinamica prețurilor de producție în sectorul energetic a consemnat cea mai vizibilă decelerare, până la 3,4 la sută, în condițiile unei amplificări a scăderii anuale a cotațiilor materiilor prime energetice pe piețele internaționale în luna octombrie (influență de așteptat a se diminua până la sfârșitul trimestrului IV).

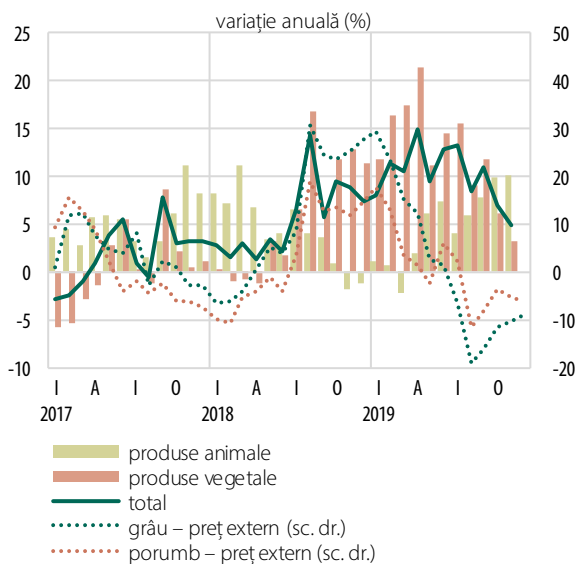
De asemenea, prețurile din industria energiei electrice și-au redus rata de creștere, însă ritmul lor rămâne ridicat (10 la sută), în contextul producției scăzute de pe parcursul anului 2019, mai ales al celei din surse regenerabile. O decelerare au consemnat în perioada analizată și prețurile bunurilor intermediare

– dar de amplitudine mai restrânsă, până în jurul valorii de 2 la sută, sub influența parcursului cotațiilor materiilor prime; totuși, în perioada următoare este probabilă o accelerare de dinamică. În schimb, la nivelul bunurilor de consum au fost vizibile intensificări notabile ale ratei anuale de creștere a prețurilor de producție, până la 4,9 la sută, traiectoria prețurilor alimentelor la nivel internațional constituind principalul factor explicativ.

În intervalul octombrie-noiembrie 2019, rata anuală de creștere a prețurilor producției agricole pe piața internă a coborât puternic, până la 5,9 la sută (față de 16,7 la sută în trimestrul III). Parcursul a fost imprimat de segmentul vegetal, atenuări de ritm mai pronunțate fiind înregistrate în cazul cartofilor, în timp ce variații anuale negative s-au observat în cazul unor cereale (grâu, porumb). La polul opus, rata anuală a prețurilor produselor de origine animală a continuat parcursul ascendent până la pragul de

10 la sută (adăugând 4,7 puncte procentuale la media trimestrului III), în principal în asociere cu mișcările ascendente pe segmentul cărnii de porc și al celei de ovine (Grafic 2.16).

Grafic 2.16. Prețurile producției agricole

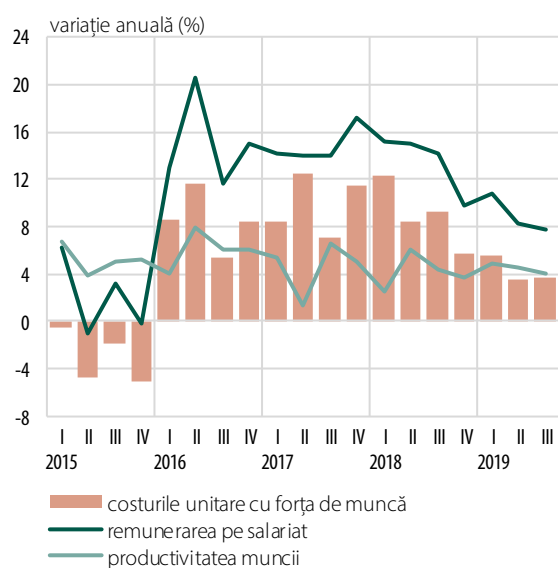


Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a urcat ușor în trimestrul III 2019 până la 3,7 la sută (+0,2 puncte procentuale), sub influența atenuării ritmului de creștere a productivității muncii

Grafic 2.17. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

(Grafic 2.17). Și în cazul sectorului industrial a continuat mișcarea ascendentă a dinamicii anuale a costurilor salariale unitare, până la 14,5 la sută în perioada iulie-noiembrie 2019 (+1,4 puncte procentuale), pe fondul accentuării pierderilor de productivitate. Evoluția s-a datorat ramurii extractive și celei energetice, producția acestora resimțind efectele măsurilor de restrângere a segmentelor poluante (costuri suplimentare asociate certificatelor pentru emisiile de carbon); în ultimul caz, în același sens au acționat deficitul de precipitații din timpul verii și prevederile Programului de iarnă în domeniul energetic referitoare la creșterea cu 25 la sută a rezervei de energie din marile amenajări hidroenergetice. În sectorul prelucrător, dinamica anuală a costurilor salariale unitare s-a menținut la un nivel ridicat (13,6 la sută), similar intervalului anterior. De altfel, dezechilibrul salarii-productivitate a continuat să se manifeste în toate ramurile

manufacturiere, în condițiile în care contextul internațional nefavorabil s-a repercutat asupra parcursului fragil al producției industriale. Astfel, majoritatea ramurilor consemnează rate anuale ale costurilor salariale unitare de două cifre, cuprinse între 10,4 și 35,9 la sută, cu puține excepții, precum industria auto sau cea de prelucrare a hidrocarburilor (cu dinamici mai temperate de 3,8 la sută, respectiv 3,3 la sută).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În perioada noiembrie 2019 – ianuarie 2020, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută, iar ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare la 1,50 la sută, respectiv la 3,50 la sută, în condițiile păstrării controlului 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 ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de timp mai îndepărtat, în condiții de protejare a stabilității financiare.

Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna noiembrie au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației a coborât în septembrie la limita de sus a intervalului țintei²⁰ – reducându-se astfel ușor peste așteptări în trimestrul III –, iar presiunile inflaționiste din economie erau anticipate să se calmeze pe orizontul relevant pentru politica monetară, inclusiv în raport cu previziunile din luna august, dar să rămână semnificative și să se reintensifice ușor începând cu semestrul II al anului 2020. Potrivit noii prognoze pe termen mediu, după o probabilă creștere modestă deasupra intervalului țintei în decembrie 2019, la 3,8 la sută²¹, rata anuală a inflației era așteptată să coboare confortabil în jumătatea lui superioară în semestrul I 2020, pentru ca apoi să se reînscrie pe o traiectorie lent crescătoare, ajungând la 3,1 la sută în decembrie 2020 și la 3,2 la sută la finele orizontului prognozei²². Probabila sa corecție descendentă din prima parte a anului 2020, precum și plasarea ei pe termen scurt la valori sensibil inferioare celor previzionate anterior erau atribuibile cvasiintegral acțiunii factorilor pe partea ofertei²³. În schimb, din partea factorilor fundamentali se anticipau în continuare presiuni inflaționiste semnificative și în creștere ușoară²⁴ – deși ceva mai temperate decât în prognoza din august –, date fiind

²⁰ La 3,5 la sută, de la 3,8 la sută în iunie.

²¹ Față de 4,2 la sută în prognoza publicată în *Raportul asupra inflației* din august 2019.

²² Față de nivelurile de 3,4 la sută și respectiv de 3,3 la sută în precedentă proiecție pentru aceleași momente de referință.

²³ Rezultând din scăderile mai mari/conjuncturale consemnate în ultimele luni de prețurile legumelor, respectiv de prețurile serviciilor de telecomunicații, precum și din efectele de bază asociate evoluției anterioare a prețurilor LFO, tutunului și combustibililor, dar și taxei impuse în telecomunicații, al căror impact conjugat era doar în mică măsură compensat de cel anticipat să provină din dinamica prețurilor administrate.

²⁴ La nivelul inflației de bază prognozate, acestea erau întrucâtva ecranate în prima parte a anului 2020 de efectele de bază dezinflaționiste ale șocurilor pe partea ofertei produse în anul anterior, reprezentate de introducerea taxei în sectorul telecomunicațiilor și de majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare.

previziunile privind poziția ciclică a economiei, costurile salariale și dinamica prețurilor importurilor, reflectând inclusiv evoluția așteptată a cursului de schimb al leului²⁵.

Astfel, excedentul de cerere agregată era așteptat să se majoreze considerabil în 2019, până la un nou vârf postcriză, iar apoi să oscileze ușor în jurul acestui nivel, pe un palier totuși mai scăzut decât cel previzionat anterior, în condițiile anticipării unei încetiniri treptate a creșterii economice în 2019-2020 – ceva mai pronunțată pe termen scurt decât în prognoza precedentă –, urmată însă de o reaccelerare în 2021. Totodată, consumul gospodăriilor populației era așteptat să redevină în 2020 și să rămână ulterior principalul determinant al creșterii economice – pe fondul dinamicii robuste, deși în temperare, a venitului disponibil real și al evoluției ratelor reale ale dobânzilor –, în timp ce din partea exportului net se anticipa în continuare o contribuție negativă la dinamica PIB, implicând o probabilă prelungire a deteriorării, inclusiv în termeni relativi, a soldului contului curent.

Incertitudini și riscuri în creștere la adresa previziunilor decurgeau însă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri – presupusă a-și prelungi caracterul prociclic, mai ales în contextul calendarului electoral –, date fiind creșterea considerabilă a deficitului bugetar în 2019, precum și mărirea impactului anticipat al noii legi a pensiilor, de natură să facă necesare măsuri de stopare a deteriorării poziției fiscale, inclusiv din perspectiva Pactului de stabilitate și creștere. Incertitudini și riscuri semnificative proveneau și din slăbirea tot mai evidentă a economiei zonei euro și a celei globale, precum și din implicațiile adverse ale războiului comercial și ale *Brexit*. În contextul diferențialului mai ridicat al ratei dobânzii și al tendinței de deteriorare a balanței comerciale, deosebit de relevante erau deciziile de relaxare a politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Datele statistice apărute ulterior au arătat că rata anuală a inflației a scăzut în octombrie la 3,4 la sută, iar în noiembrie a urcat din nou deasupra intervalului țintei, la 3,8 la sută, conform previziunilor. Avansul față de septembrie a fost determinat în principal de majorarea prețurilor legumelor și fructelor, dar și de creșterea, ușor peste așteptări, a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, la 3,5 la sută în noiembrie. Dincolo de efectele majorării prețurilor internaționale ale unor materii prime agroalimentare și ale ușoarei slăbiri a leului în raport cu euro, accelerarea inflației de bază reflecta presiuni inflaționiste semnificative din partea cererii și a costurilor cu forța de muncă.

În același timp, încetinirea mai pronunțată decât cea anticipată a creșterii economice în trimestrul III²⁶ a avut loc în condițiile unei scăderi minore, sensibil sub așteptări, a dinamicii ei trimestriale și atribuibilă contracției producției agricole, de natură să implice o prelungire a trendului ascendent al excedentului de cerere agregată, neconformă cu așteptările de stopare temporară a acestuia în prima jumătate a semestrului II 2019. Totodată, contribuția consumului gospodăriilor populației la

²⁵ În aceste condiții, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era așteptată să se mențină la 3,4 la sută în decembrie 2019 – ușor sub nivelul de 3,9 la sută prognozat anterior – și să coboare în prima parte a anului 2020 la valori vizibil mai joase decât cele previzionate în august, dar să își revină apoi creșterea și să urce progresiv, la 3,2 la sută în decembrie 2020 și la 3,4 la sută la finele orizontului de prognoză, față de nivelul de 3,6 la sută indicat pentru ambele momente de referință de proiecția precedentă.

²⁶ La 3,0 la sută, de la 4,4 la sută în trimestrul II.

avansul economic a rămas semnificativă, cu toate că s-a redus notabil, fiind devansată vizibil de aportul formării brute de capital fix, în timp ce exportul net și-a mărit contribuția negativă, pe fondul reaccelerării mai evidente a creșterii importurilor în raport cu cea a exporturilor de bunuri și servicii, regăsită și în reamplificarea dinamicii anuale a deficitului balanței comerciale; totodată, deficitul de cont curent a continuat să se adâncească în termeni anuali, chiar dacă ceva mai lent, în condițiile ameliorării soldului balanței veniturilor.

În același timp, încordarea pieței muncii s-a menținut la cote înalte, în condițiile în care rata locurilor de muncă vacante și-a stopat descreșterea în trimestrul III 2019, iar rata șomajului BIM s-a cantonat în ultimele luni în apropierea minimumului istoric atins la finele trimestrului II, crescând doar marginal. În asociere cu aceste evoluții, dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut nominal, dar și a celui net real s-au menținut la niveluri de două cifre, în timp ce variația anuală de două cifre a costului salarial unitar din industrie a continuat chiar să crească, pe fondul accentuării deteriorării productivității muncii.

În debutul trimestrului IV, valoarea IRCC s-a majorat marginal în raport cu cea aferentă intervalului anterior, la 2,66 la sută. În același timp, principalele cotații ROBOR și-au stopat în noiembrie 2019 tendința lent descendentă, pentru ca în decembrie să consemneze o creștere, în contextul relativei înăsprii temporare a condițiilor lichidității, dar și al absorbirii consecvente de către BNR a excedentului de lichiditate de pe piața monetară, prin atragerea de depozite la termen. Pe acest fond, și ratele dobânzilor la tranzacțiile interbancare au urcat și s-au menținut în decembrie ușor deasupra ratei dobânzii de politică monetară, media lor trimestrială mărindu-se astfel marginal față de cea din trimestrul III. Și cursul de schimb leu/euro a tins să crească în trimestrul IV, cu precădere la mijlocul acestuia – în relativă discordanță cu mișcarea prevalentă în regiune –, stabilizându-se totuși spre finele anului, în condițiile diferențialului considerabil al ratei dobânzii, ale îmbunătățirii sentimentului pieței financiare internaționale și ale deciziilor/așteptărilor privind prelungirea conduitei acomodative a politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și a atitudinii băncilor centrale din regiune.

Creșterea creditului acordat sectorului privat a rămas robustă în primele două luni ale trimestrului IV²⁷, temperându-se doar ușor, exclusiv datorită scăderii, chiar în teritoriul negativ, a variației componente în valută. Avansul celei în lei a rămas însă constant, pe fondul cvasistagnării dinamicii împrumuturilor populației pe palierul de două cifre – cu aportul majoritar al celor pentru locuințe –, dar și al reaccelerării ușoare a creșterii împrumuturilor societăților nefinanciare, context în care ponderea în total a creditelor în lei a urcat în noiembrie la 67,2 la sută. La rândul ei, masa monetară și-a amplificat ușor dinamica²⁸, cel mai probabil pe seama execuției bugetare și a intrărilor de fonduri europene.

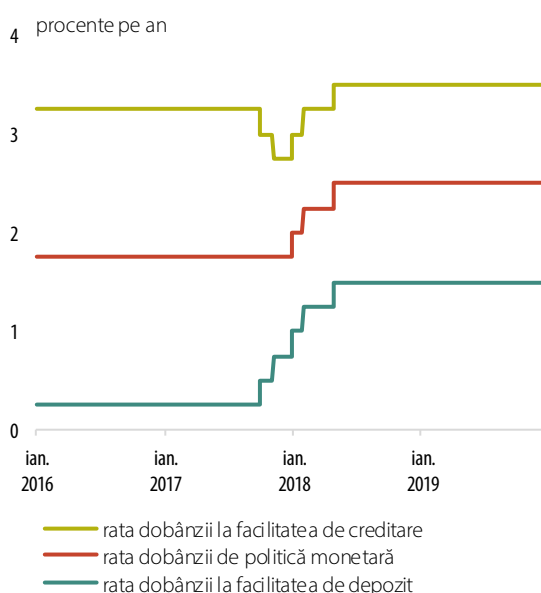
²⁷ Media acesteia reducându-se la 7,3 la sută, de la 7,9 la sută în trimestrul III.

²⁸ Pe ansamblul lunilor octombrie-noiembrie 2019, media dinamicii anuale s-a majorat la 9,6 la sută (de la 8,8 la sută în trimestrul III).

Evaluările realizate în acest context au reconfirmat perspectiva plasării ratei anuale a inflației ușor deasupra intervalului țintei la finele anului 2019, urmată de coborârea ei confortabil în jumătatea superioară a acestuia în primele luni din 2020, exclusiv sub acțiunea factorilor pe partea ofertei, la valori ușor inferioare celor evidențiate în prognoza pe termen mediu din noiembrie. Relativa amplificare a anticipății corecții descendente se datora previzibilei decelerări mai pronunțate a creșterii prețului combustibililor, ca efect al eliminării în ianuarie 2020 a supraaccizei la carburanți. Acțiunea factorilor fundamentali se prefigura a fi însă ușor mai inflaționistă pe orizontul scurt de timp decât în prognoza anterioară, în principal datorită presiunilor din partea cererii, în condițiile în care se anticipa o relativă accelerare a creșterii economice pe ansamblul trimestrelor IV 2019 și I 2020, implicând o cvasistaționare a *gap*-ului pozitiv al PIB în acest interval la valoarea relativ mai ridicată atinsă în trimestrul III 2019, respectiv peste nivelurile proiectate în noiembrie.

Incertitudinile care decurgeau din conduita politicii fiscale și a celei de venituri, precum și riscurile astfel induse la adresa celei mai recente prognoze pe termen mediu erau însă deosebit de mari, având în vedere, pe de o parte, probabila creștere a deficitului bugetar în 2019 mult peste limita de 3 la sută din PIB prevăzută de Pactul de stabilitate și creștere și, pe de altă parte, dificultatea inițierii în 2020, în contextul calendarului electoral și al prevederilor noii legi a pensiilor, a consolidării fiscale prezumate de ținta de deficit stabilită pentru acest an. Incertitudini mari continuau să provină și din mediul extern, în condițiile relativei stopări a tendinței de slăbire a economiei zonei euro și a celei globale, dar și ale creșterii tensiunilor geopolitice și ale potențialei reamplificări a riscurilor induse de conflictul comercial și de *Brexit*.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



În acest context, adecvarea condițiilor monetare din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a readucerii și menținerii 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 8 ianuarie 2020, 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

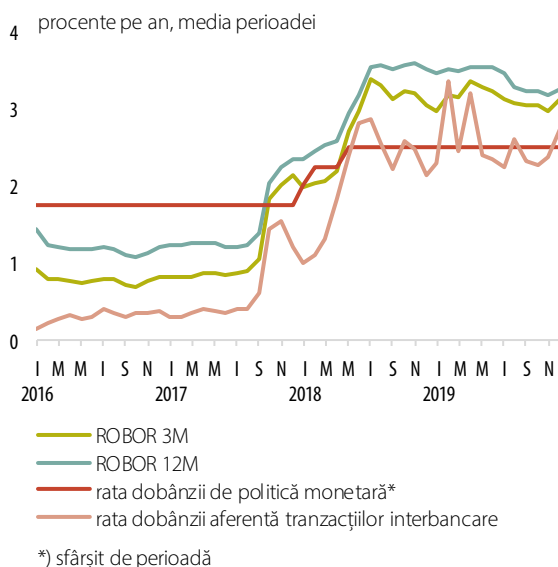
În debutul trimestrului IV 2019, IRCC a crescut marginal, la 2,66 la sută. Totodată, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au stopat trendul lent descendent în noiembrie, iar în decembrie s-au re poziționat pe un palier mai înalt, media lor trimestrială continuând totuși să scadă, dar mai lent. În schimb, rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor interbancare²⁹ s-a reamplificat în trimestrul IV. Cursul de schimb leu/euro și-a accentuat la mijlocul trimestrului IV mișcarea ascendentă, pentru ca în ultima lună a anului 2019 să tindă să se stabilizeze pe palierul mai înalt astfel atins. Creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat a încetinit ușor în intervalul octombrie-noiembrie, în timp ce dinamica anuală a lichidității din economie s-a reamplificat, în premieră pentru ultimele opt trimestre.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a continuat să își reducă volatilitatea în trimestrul IV, iar media sa lunară s-a menținut practic constantă în octombrie, și apoi s-a mărit gradual, urcând în decembrie peste nivelul ratei dobânzii de politică monetară (Grafic 3.2). Media trimestrială a indicatorului s-a reamplificat astfel la 2,52 la sută (+0,12 puncte procentuale peste nivelul intervalului precedent),

fără a depăși totuși valorile consemnate în primele două trimestre din 2019.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



BNR a continuat să organizeze în mod consecvent licitații săptămânale de atragere de depozite cu scadența 1W, la rată fixă a dobânzii și alocare integrală, în vederea absorbirii excedentului net de lichiditate din sistemul bancar. Acesta s-a restrâns însă sub acțiunea factorilor autonomi, mai accentuat în a doua parte a trimestrului³⁰, condițiile lichidității căpătând chiar un ușor caracter restrictiv în luna decembrie³¹. În acest context, randamentele ON ale pieței monetare interbancare și-au redus variabilitatea, menținându-se ușor sub rata dobânzii de politică monetară în intervalul octombrie-noiembrie³², pentru ca în decembrie să urce și să rămână deasupra ratei dobânzii-cheie, mărindu-și chiar temporar ecartul față de aceasta în ultima decadă a lunii.

²⁹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

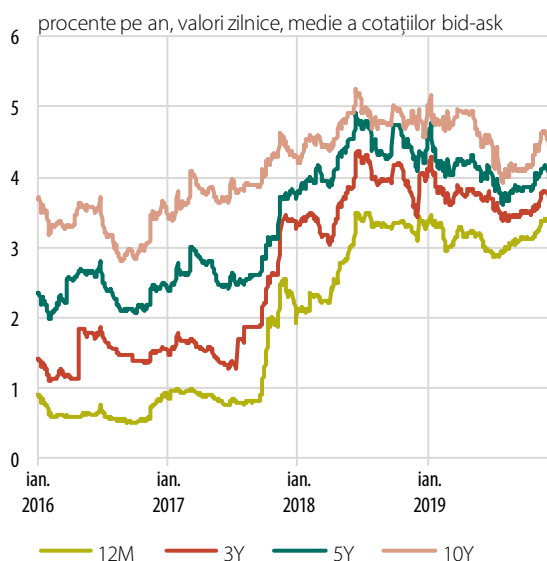
³⁰ Soldul mediu zilnic al depozitelor 1W atrase s-a diminuat la aproximativ 4,4 miliarde lei în octombrie (de la o medie de 6,6 miliarde lei în trimestrul III), la 3 miliarde lei în noiembrie și la 0,3 miliarde lei în decembrie.

³¹ În vederea acoperirii necesarului de rezerve, unele instituții de credit au apelat în acest interval facilitatea de creditare a băncii centrale.

³² Cu excepția scăderilor temporare spre limita de jos a coridorului ratelor dobânzilor consemnate la finele perioadelor de constituire a RMO.

La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au stopat în noiembrie trendul lent descendent pe care și l-au prelungit în prima lună a trimestrului IV, iar în decembrie s-au re poziționat pe un palier mai înalt, pe fondul modificării condițiilor curente ale lichidității și, probabil, al revizuirii anticipațiilor privind perspectiva acestora. Valorile medii trimestriale ale cotațiilor au continuat totuși să se reducă pentru al doilea trimestru consecutiv, dar mai lent, la 3,05 la sută în cazul ROBOR 3M (-0,04 puncte procentuale) și la 3,12 la sută, respectiv 3,22 la sută în cazul termenelor de 6 și 12 luni (-0,08, respectiv -0,11 puncte procentuale).

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



Piața titlurilor de stat a resimțit și influențele venite din majorarea substanțială în a doua parte a trimestrului a necesarului de finanțare al MFP, concomitent cu reconsiderarea riscului asociat de investitori acestor plasamente³³, dar și din prevalența sentimentului favorabil pe piața financiară internațională. Pe acest fond, cotațiile de referință de pe piața secundară³⁴ au cvasistagnat în octombrie și în primele zile din noiembrie, pentru ca ulterior să cunoască o creștere relativ alertă³⁵, succedată, în a doua parte a lunii decembrie, de o ușoară corecție descendentă în cazul celor aferente maturităților mai lungi, în condițiile revigorării cererii investitorilor pentru asemenea titluri (Grafic 3.3). Astfel, valorile medii din decembrie ale cotațiilor s-au majorat sensibil față de cele din ultima lună a trimestrului III pentru toate categoriile de titluri, situându-se la 3,29 la sută, respectiv 3,39 la sută în cazul scadențelor de 6 și 12 luni (+0,42 puncte procentuale, respectiv

+0,34 puncte procentuale) și la 4,08 la sută, respectiv 4,56 la sută în cazul termenelor de 5 și 10 ani (+0,28 puncte procentuale, respectiv +0,45 puncte procentuale). Panta curbei randamentelor s-a reaccentuat, inversându-și tendința de aplatizare observată în a doua parte a anului 2019.

Și pe segmentul primar al pieței³⁶, randamentele medii acceptate au fost relativ staționare în prima jumătate a trimestrului, dar s-au majorat apoi atât în a doua parte a lunii noiembrie (cu până la 0,2 puncte procentuale pentru titlurile pe 12 ani), cât și în decembrie (cu până la 0,3 puncte procentuale, în cazul titlurilor pe 15 ani³⁷). Evoluțiile

³³ În contextul evidențierii unei deteriorări mai pronunțate a poziției fiscale în 2019 și probabil în 2020.

³⁴ Medii *bid-ask*.

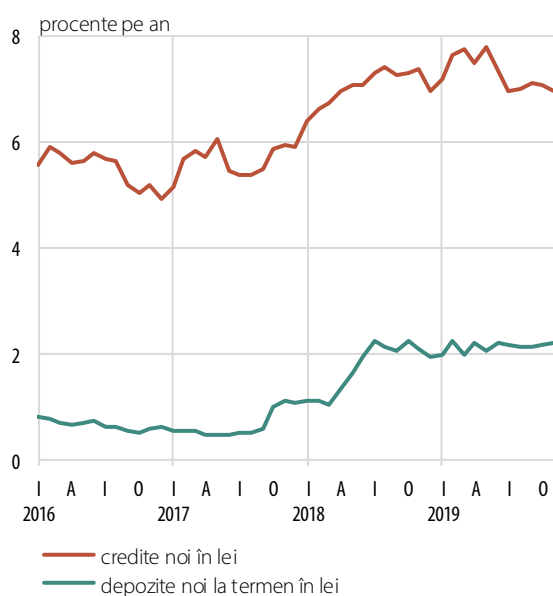
³⁵ Atingând maxime ale ultimelor 17 luni, în cazul scadențelor scurte, respectiv 7 luni, în cazul celor mai lungi.

³⁶ MFP a desfășurat în noiembrie și decembrie și licitații pentru obligațiuni denumite în euro. Astfel, pe 6 și 27 noiembrie au fost puse în circulație înscriri aparținând aceleiași serii scadente în decembrie 2023, în valoare de 338 milioane euro, respectiv 332,6 milioane euro, la randamente medii de 0,24 la sută, respectiv 0,31 la sută; pe 18 decembrie, MFP a emis obligațiuni denumite în euro în valoare de 416,1 milioane euro, scadente în februarie 2021, la un randament mediu de 0,13 la sută și a respins integral ofertele instituțiilor de credit în valoare de 233,2 milioane euro în cazul unei emisiuni noi scadente în aprilie 2025, randamentele solicitate în cazul acestora fiind cuprinse între 0,65 la sută și 0,78 la sută.

³⁷ În cazul licitației pentru titluri cu scadență de 5 ani, randamentele medii acceptate au rămas totuși practic nemodificate față de luna noiembrie.

s-au asociat majorării considerabile de către MFP a ofertei de titluri de stat³⁸, dublată de creșterea raportului dintre volumul acceptat și cel programat³⁹, context în care volumul emisiunilor nete a atins în trimestrul IV un vârf al ultimilor aproximativ opt ani⁴⁰. Și raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat a crescut pe ansamblul intervalului, la 2,2, de la 2,0 în precedentele trei luni, în condițiile în care acesta s-a revigorat constant, ajungând de la 1,3 în septembrie la 2,4 în decembrie; totodată, scadența medie a titlurilor emise s-a diminuat doar ușor, la 5,4 ani, de la 5,7 ani în perioada iulie-septembrie 2019.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancași s-a redus marginal în octombrie și ceva mai evident în noiembrie (la 6,96 la sută – minimul ultimelor 20 de luni), media sa pe ansamblul intervalului menținându-se neschimbată față de cea din trimestrul III 2019. În schimb, randamentul depozitelor noi la termen a avansat ușor în ambele luni (până la 2,22 la sută), urcând ca medie cu 0,05 puncte procentuale comparativ cu precedentele trei luni (Grafic 3.4). Din perspectiva celor două categorii de clienți, evoluțiile au fost oarecum eterogene. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației și-a reluat și accentuat tendința descendentă observată începând cu trimestrul II 2019, ajungând la 7,68 la sută în noiembrie – minimul ultimelor 22 de luni –, iar media sa a coborât cu 0,24 puncte procentuale față de cea din trimestrul III, la 7,83 la sută. Declinul a fost antrenat de scăderea consistentă în luna noiembrie a ratei medii a dobânzii

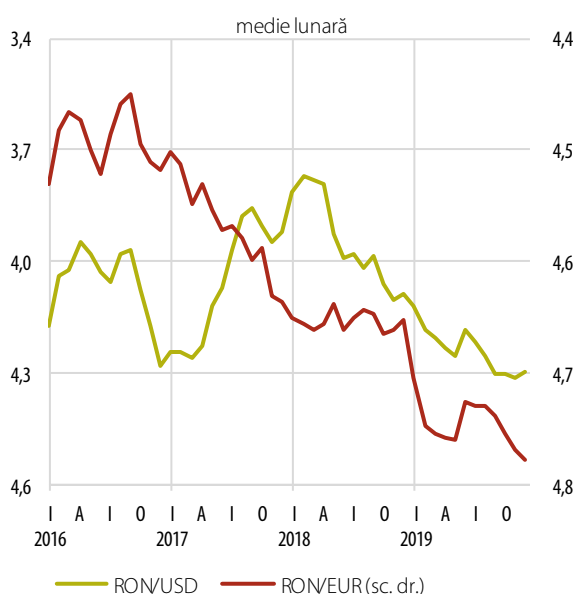
la creditele de consum, regăsită la nivelul creditelor cu rată fixă a dobânzii și reflectând probabil inclusiv efectul unor oferte promoționale. În schimb, rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe a înregistrat creșteri minore în ambele luni, în corelație cu majorarea marginală a valorii IRCC în trimestrul IV. Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a temperat ajustarea ascendentă, mărindu-se marginal în lunile octombrie și noiembrie (până la 5,90 la sută) și rămânând astfel semnificativ sub valorile atinse în prima jumătate a anului 2019; valoarea sa medie aferentă celor două luni s-a majorat față de trimestrul III cu 0,18 puncte procentuale, la 5,89 la sută. Avansul a fost imprimat de evoluția ratei medii a dobânzii la creditele de valoare mare (peste echivalentul a 1 milion de euro), care s-a majorat relativ consistent în ambele luni, în timp ce rata dobânzii aferentă creditelor sub acest prag s-a redus ușor. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației și-a continuat creșterea lentă începută în luna martie, majorându-se ceva mai vizibil în octombrie, dar marginal în luna următoare (până la 2,07 la sută); valoarea sa medie a crescut față de trimestrul III cu 0,15 puncte procentuale.

³⁸ La 14,1 miliarde lei pe ansamblul trimestrului IV (al treilea vârf al perioadei post-2009), de la 12,3 miliarde lei în precedentele trei luni, mai cu seamă datorită creșterii în luna decembrie a volumului programat al emisiunilor la 5,9 miliarde lei.

³⁹ La 1,1 pe ansamblul trimestrului IV (de la 0,9 în trimestrul anterior), indicatorul înregistrând valori supraunitare în octombrie și noiembrie (1,1, respectiv 1,2) și un nivel doar marginal subunitar în decembrie.

⁴⁰ Acesta a crescut la 13,5 miliarde lei, de la 10,5 miliarde lei în trimestrul III.

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



În schimb, rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare a consemnat variații minore în ambele sensuri, astfel încât media sa aferentă intervalului octombrie-noiembrie s-a menținut neschimbată comparativ cu trimestrul III.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a accentuat la mijlocul trimestrului IV mișcarea ascendentă amorțată în septembrie, pentru ca în ultima lună a anului 2019 să tindă să se stabilizeze pe palierul mai înalt astfel atins (Grafic 3.5).

Rata de schimb leu/euro a continuat să crească în octombrie, dar mai lent decât în luna precedentă, iar în ultima decadă și-a întrerupt ascensiunea, în contextul influențelor mixte venite, pe de o parte, din tendința de creștere a deficitului comercial în asociere cu majorarea celui bugetar, iar, pe de altă parte, din ameliorarea apetitului global pentru risc pe fondul relativei calmări a tensiunilor comerciale dintre SUA și China⁴¹ și al creșterii șanselor unui *Brexit* ordonat⁴² (Tabel 3.1). Cele din urmă au fost receptate mai pregnant de cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune, care s-au înscris și s-au menținut în această lună pe o traiectorie descendentă relativ accentuată, recuperând integral/parțial creșterile acumulate pe parcursul trimestrului III. Față de dolarul american, leul și-a stopat deprecierea, în condițiile în care acesta a slăbit în raport cu euro, inclusiv pe fondul înrăutățirii unor indicatori ai economiei SUA și al creșterii probabilității atașate de investitori efectuării unei noi reduceri a ratei dobânzii de către Fed la finele lunii octombrie.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	11 luni 2018			11 luni 2019		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	2 520	7 785	-5 265	2 638	8 381	-5 743
Investiții directe	1 126	5 850	-4 725	789	5 900	-5 111
Investiții de portofoliu	393	2 989	-2 596	1 265	3 503	-2 238
Derivate financiare	99	x	99	-32	x	-32
Alte investiții	2 329	-1 055	3 383	107	-1 022	1 129
– numerar și depozite	1 346	-243	1 588	-1 182	-635	-548
– împrumuturi	51	-1 919	1 970	-97	-1 229	1 132
– altele	932	1 107	-175	1 386	842	545
Active de rezervă ale BNR (net)	-1 427	0	-1 427	509	0	509

*) „+” creștere/„-” scădere

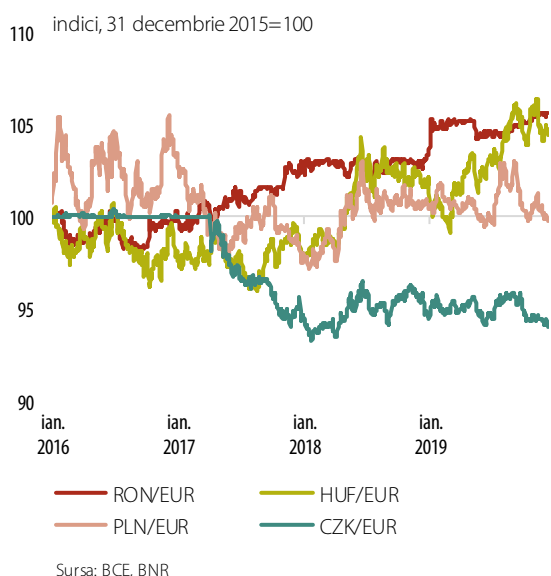
Sentimentul pieței financiare internaționale a rămas favorabil în luna noiembrie, în contextul evoluțiilor pozitive consemnate în disputa comercială dintre SUA și China⁴³,

⁴¹ În data de 11 octombrie, autoritățile americane au anunțat agreearea unui acord comercial restrâns cu China, implicând inclusiv suspendarea creșterii de către SUA a taxelor vamale asupra unor importuri din China, prevăzută pentru 15 octombrie, și majorarea de către China a cumpărărilor de produse agricole din SUA.

⁴² UE a aprobat în 25 octombrie amânarea *Brexit* până la 31 ianuarie 2020.

⁴³ SUA și China au convenit ca, pe măsură ce se înregistrează progrese în definitivarea acordului comercial, să anuleze treptat/parțial unele taxe vamale reciproce aplicate anterior; pe acest fond, s-au format așteptări ca taxele vamale prevăzute să intre în vigoare pe 15 decembrie 2019 să fie anulate.

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



al scăderii riscului unui *Brexit* fără acord, dar și al valorilor ușor peste așteptări înregistrate de indicatori relevanți pentru economiile zonei euro și SUA. Presiunile asupra cursului de schimb al leului au crescut însă considerabil în acest interval, pe fondul evidențierii/anticipării unei deteriorări mai pronunțate a poziției fiscale în 2019-2020 – în principal ca efect al noii legi a pensiilor –, cu implicații inclusiv asupra poziției externe a economiei⁴⁴, de natură să determine o revizuire a așteptărilor privind evoluția ratei de schimb leu/euro, precum și o modificare în consecință a comportamentului investitorilor pe piața financiară locală (Grafic 3.6). În același timp, cererea netă de devaluație formulată de rezidenți pe piața valutară interbancară s-a amplificat, posibil în corelație cu tendința de deteriorare a soldului balanței comerciale/contului curent. În aceste condiții, cursul de schimb leu/euro și-a reluat și și-a accelerat apoi ascensiunea⁴⁵.

În decembrie, raportul leu/euro a tins însă să se stabilizeze, în contextul relativei înăspriri a condițiilor de pe piața monetară, dar și al continuării îmbunătățirii sentimentului pieței financiare internaționale, ulterior anunțării finalizării primei etape a acordului comercial SUA-China și ca urmare a rezultatului alegerilor parlamentare din Marea Britanie⁴⁶. Presiunile asociate operațiunilor rezidenților pe piața valutară interbancară au crescut însă în intensitate, mai cu seamă spre finele lunii. Soldul acestora s-a deteriorat astfel substanțial pe ansamblul trimestrului IV, determinând creșterea deficitului total al pieței valutare interbancare la maximum ultimelor șase trimestre.

Pe ansamblul trimestrului IV⁴⁷, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,8 la sută în termeni nominali⁴⁸ și s-a apreciat cu 0,2 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 0,1 la sută în termeni nominali și cu 1,2 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a sporit deprecierea nominală față de euro, dar și-a diminuat-o pe cea în raport cu dolarul SUA.

⁴⁴ În acest context, Agenția de rating S&P a revizuit, pe 10 decembrie, perspectiva rating-ului suveran al României la „negativă”, de la „stabilă”.

⁴⁵ Și ratele de schimb ale forintului și zlotului în raport cu euro și-au reluat creșterea în noiembrie, preponderent sub influența unor factori interni.

⁴⁶ Pe acest fond, cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune au urmat o mișcare descendentă în decembrie, corectându-și, în cazul zlotului și al forintului, creșterea din luna anterioară.

⁴⁷ Față de trimestrul anterior, pe baza valorilor medii din decembrie, respectiv septembrie, ale cursului de schimb.

⁴⁸ În același interval, principalele monede din regiune s-au întărit față de euro (forintul cu 0,5 la sută, coroana cehă cu 1,5 la sută, iar zlotul cu 1,9 la sută).

2.3. Moneda și creditul

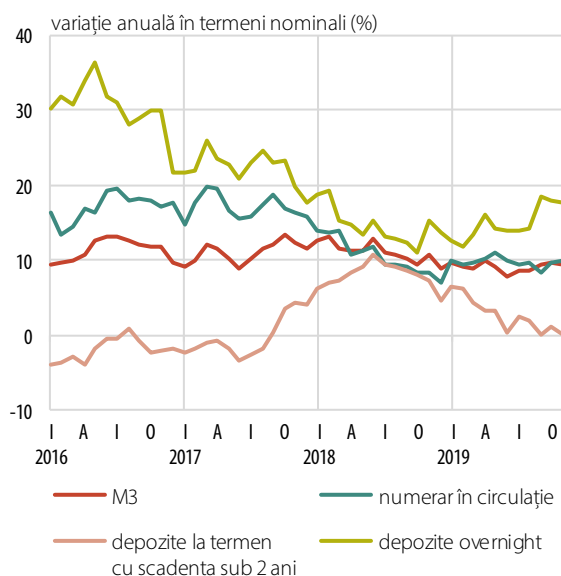
Moneda

Dinamica anuală⁴⁹ a masei monetare (M3) s-a reamplificat pe ansamblul intervalului octombrie-noiembrie 2019, în premieră pentru ultimele opt trimestre (la 9,6 la sută, de

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2018	2019				
	IV	I	II	III	oct.	nov.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	9,7	9,3	8,9	8,8	9,8	9,5
M1	11,7	11,8	13,5	13,6	15,5	15,6
Numerar în circulație	8,0	9,7	10,4	9,2	9,8	10,1
Depozite overnight	13,3	12,7	14,8	15,5	18,0	17,8
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	6,8	5,7	2,3	1,5	1,2	0,0

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



la 8,8 la sută în trimestrul III⁵⁰; Tabel 3.2), în condițiile intensificării creării de monedă pe seama execuției bugetare și a fondurilor europene, doar parțial contrabalansată ca impact de accelerarea creșterii deținerilor de titluri de stat ale entităților nebancale.

Reaccelerarea creșterii M3 s-a datorat exclusiv componentei sale cele mai lichide (M1), a cărei variație anuală a consemnat un salt (la maximum ultimelor șapte trimestre), în principal sub impactul evoluției depozitelor ON ale societăților nefinanciare, și, în mai mică măsură, al reamplificării avansului depozitelor similare ale populației și al numerarului în circulație (Grafic 3.7). În schimb, creșterea depozitelor la termen sub 2 ani a continuat să slăbească, până la un minim al ultimelor nouă trimestre. Comportamentul său s-a datorat atât prelungirii tendinței descendente a dinamicii plasamentelor populației – regăsită în principal la nivelul depozitelor în lei și corelată probabil inclusiv cu nivelul ratelor dobânzilor aferente –, cât și menținerii în teritoriul negativ a variației depunerilor societăților nefinanciare. În acest context, ponderea M1 în M3 și-a prelungit ascensiunea, ajungând la 64,4 la sută în noiembrie – un nou nivel record al perioadei post-octombrie 1994⁵¹.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, avansul de ritm al M3 a reflectat cu precădere noua accelerare a creșterii depozitelor totale ale societăților nefinanciare (până la maximum ultimelor șase trimestre), asociată în principal majorării dinamicii

cheltuielilor bugetare cu bunurile și serviciile, precum și amplificării volumului sumelor plătite în contul fondurilor europene⁵². Totodată, plasamentele similare ale populației și-au cvasistopat tendința descendentă a ritmului anual, în condițiile majorării variației cheltuielilor bugetare cu asistența socială și ale creșterii veniturilor

⁴⁹ În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁵⁰ În termeni reali, variația medie anuală a M3 a continuat să se mărească, ajungând la 5,8 la sută în primele două luni ale trimestrului IV, de la 4,8 la sută în perioada iulie-septembrie.

⁵¹ Un nivel similar a fost înregistrat în noiembrie 1994.

⁵² Conform execuției bugetului general consolidat.

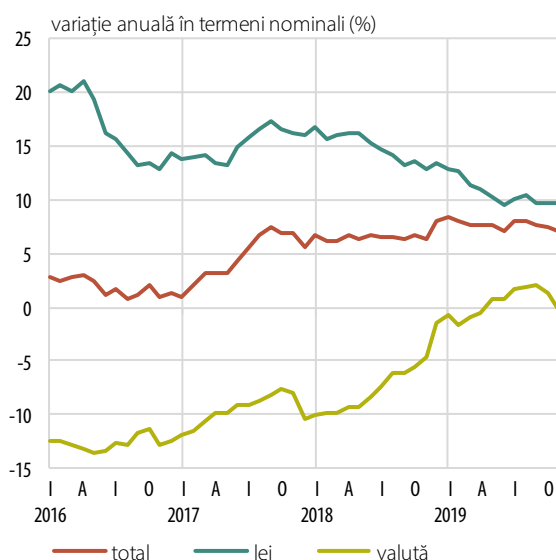
din fonduri europene și în pofida sporirii volumului deținerilor de titluri de stat în lei ale acestui sector.

La nivelul contrapartidelor, reamplificarea dinamicii M3 pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie s-a regăsit în contracția în termeni anuali suferită de depozitele administrației publice centrale și, în mai mică măsură, în încetinirea creșterii pasivelor financiare pe termen lung⁵³. Influențe de sens opus au decurs din reducerea dinamicii creditului acordat sectorului privat și a celei a activelor externe nete ale sistemului bancar, precum și din scăderea ușoară a ratei de creștere anuală a deținerilor de titluri de stat ale băncilor.

Creditul acordat sectorului privat

Creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat a încetinit ușor în primele două luni ale trimestrului IV⁵⁴ (o medie de 7,3 la sută, față de 7,9 la sută în perioada iulie-

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



septembrie; Grafic 3.8) – în corelație cu evoluția dinamicii anuale a fluxului de credite⁵⁵ și a celei a împrumuturilor acordate sub forma liniilor de credit⁵⁶, precum și cu intensificarea operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante. Decelerarea s-a datorat în principal componentei în valută, a cărei variație anuală⁵⁷ a suferit un recul, redevenind chiar negativă în noiembrie, după ascensiunea prelungită consemnată începând din martie 2019. Un aport mai mic la temperarea de ritm a avut componenta în lei, al cărei avans s-a menținut în proximitatea palierului de două cifre, dar a continuat să se reducă lent, pe seama scăderii dinamicii creditelor noi și a celor acordate sub forma liniilor de credit, precum și a creșterii volumului externalizărilor de credite neperformante. Pe acest fond, ponderea în total a creditelor în lei s-a mărit în noiembrie la 67,2 la sută – cel mai ridicat nivel din mai 1996⁵⁸, în pofida unui efect statistic nefavorabil al cursului de schimb al leului față de euro.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, încetinirea creșterii creditului acordat sectorului privat a fost dată în principal de scăderea dinamicii împrumuturilor societăților nefinanciare, rămasă totuși în zona valorilor relativ înalte prevalente de la începutul anului 2019. Scăderea s-a datorat pierderii de ritm consemnate de componenta în valută (exprimată în euro), în timp ce creditele în lei și-au mărit ușor

⁵³ Inclusiv conturile de capital.

⁵⁴ Și în termeni reali variația medie a creditului acordat sectorului privat a încetinit ușor (la 3,6 la sută, de la 3,9 la sută în trimestrul III).

⁵⁵ Datele privind creditele noi au fost preluate din Raportarea ratelor dobânzilor și au fost degrevate de operațiunile de renegociere.

⁵⁶ Credite reînnoibile automat, acordate pe descoperit de cont și prin carduri de credit.

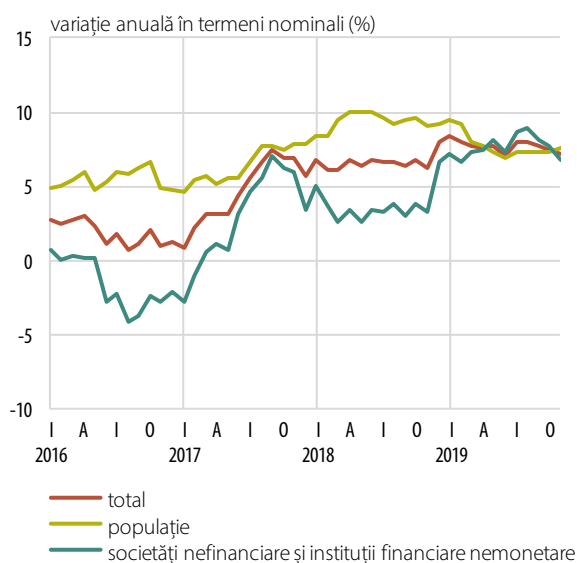
⁵⁷ Determinată pe baza valorilor exprimate în euro.

⁵⁸ Un nivel similar a fost consemnat în iunie 1996.

variația, pe seama celor cu scadența peste 5 ani, chiar în condițiile amplificării externalizărilor de credite neperformante.

Un efect de temperare a decurs și din decelerarea creșterii creditului acordat instituțiilor financiare nemonetare, îndeosebi a componentei în lei, având o influență vizibilă la nivel agregat în pofida ponderii reduse a acestui sector.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



În schimb, dinamica anuală a creditului acordat populației a rămas cvasiconstantă pe palierul ceva mai coborât atins în trimestrul II 2019, în condițiile în care creșterea împrumuturilor în lei s-a menținut confortabil în zona valorilor de două cifre, deși a încetinit ușor, iar componenta în valută (exprimată în euro) și-a păstrat aproape nemodificată contracția în termeni anuali (Grafic 3.9). Evoluția creditului în monedă națională a reflectat reamplificarea marginală, în premieră pentru ultimele șapte trimestre, a ritmului de creștere a creditelor pentru locuințe – în contextul majorării dinamicicii creditelor noi acordate prin programul „Prima casă” și al prelungirii avansului alert al celor acordate fără garanția statului⁵⁹, compensate totuși probabil în mare parte de amplificarea volumului rambursărilor –, dar și ușoara decelerare a creșterii împrumuturilor pentru consum și alte scopuri, pe fondul diminuării variației creditelor noi și a celei aferente finanțării

acordate prin carduri de credit, respectiv al intensificării operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante.

⁵⁹ Pe baza datelor de la CRC privind creditele acordate cu garanția statului, asociate programului „Prima casă”.

4. Perspectivele inflației

După înregistrarea unei valori de 4,04 la sută la finele anului 2019, prognoza curentă a ratei anuale a inflației IPC indică revenirea și menținerea acesteia în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale pe parcursul următoarelor opt trimestre, fiind proiectată la 3,0 la sută la sfârșitul anului curent și la 3,2 la sută în decembrie 2021. Comparativ cu ediția precedentă a *Raportului*, valoarea înregistrată în decembrie 2019 a fost cu 0,2 puncte procentuale mai ridicată, în timp ce pentru sfârșitul anului curent proiecția a fost revizuită în jos cu 0,1 puncte procentuale. Revenirea ratei inflației în interiorul intervalului țintei la începutul anului curent se va datora în principal atenuării dinamicii componentelor exogene ale coșului de consum și, într-o măsură mai redusă, indicelui CORE2 ajustat, preponderent pe seama unor efecte de bază determinate de evoluțiile nefavorabile din prima parte a anului precedent. Rata anuală a inflației de bază este prognozată să-și întrerupă tendința ascendentă vizibilă pe tot parcursul anului 2019 și să consemneze valori în reducere până la mijlocul anului curent. Ulterior, aceasta va cunoaște o dinamizare, atingând 3,4 la sută la finele anului, valoare la care se va stabili până la orizontul prognozei. Menținerea anticipată a inflației de bază la valori poziționate în jumătatea superioară a intervalului țintei este cauzată în principal de persistența presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, asociate excesului de cerere și anticipațiilor inflaționiste, în timp ce pe termen mediu este preconizată și o amplificare a presiunilor provenind din partea inflației importate. 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, cu precădere pe seama influenței factorilor interni.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe⁶⁰

Scenariul de bază prevede o încetinire a dinamicii cererii externe, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), la 1,3 la sută pentru anul curent și o ușoară revenire a acesteia pe parcursul anului viitor la un nivel similar celui din 2019, de 1,5 la sută (Tabel 4.1). Comparativ cu *Raportul* anterior, nivelul pentru anul în curs a fost revizuit în sens descendent cu 0,1 puncte procentuale, pe fondul perioadei extinse de performanță redusă în sectorul industriei prelucrătoare și al încetinirii activității comerciale la nivel global, în contextul unui mediu internațional marcat de incertitudini majore (schimbări structurale la nivelul economiei chineze,

⁶⁰ Sursa: Ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și Bloomberg (cotații futures).

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2020	2021
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,3	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)	1,1	1,4
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,4	1,5
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,0	2,1
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,4	-0,4
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,12	1,14
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	61,3	58,0

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

relațiile viitoare dintre Marea Britanie și restul țărilor din Uniunea Europeană în urma finalizării procesului *Brexit*, modificarea preferințelor consumatorilor cu impact asupra industriei de automobile⁶¹). Consumul privat reprezintă în continuare principalul resort al creșterii economice, acesta beneficiind de politica monetară persistent acomodativă a BCE și a băncilor centrale din regiune, de politica fiscală stimulativă din unele state membre și de avansul salariului real, pe fondul unei piețe robuste a forței de muncă și al reducerii ratei șomajului (acesta fiind la niveluri inferioare perioadei precriză). *Gap*-ul PIB UE efectiv, indicator ce reflectă componenta ciclică a activității economice a principalilor parteneri comerciali externi

ai României, este evaluat să exercite un impact stimulativ, în reducere, la adresa economiei românești, fiind în același timp inferior ca magnitudine comparativ cu cel din *Raportul* anterior.

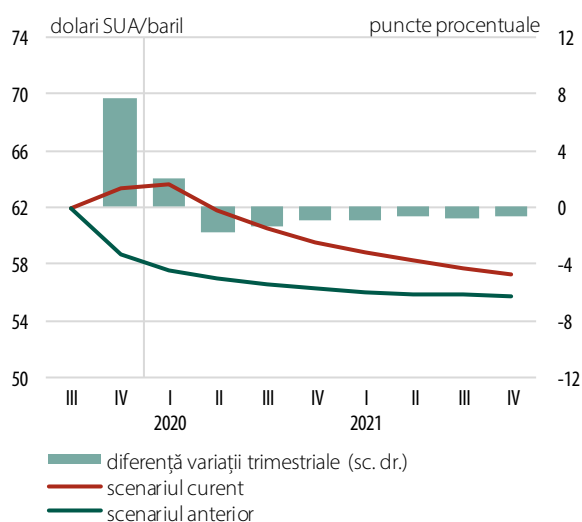
Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este previzionată să urmeze o traiectorie ascendentă pe intervalul de proiecție, însă revizuită marginal în jos comparativ cu *Raportul* precedent (pe fondul unei creșteri economice preconizate mai reduse), și în continuare poziționată sub nivelul reper de 2 la sută. Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro exclusiv produse energetice (măsura relevantă pentru configurarea dinamicilor prețurilor bunurilor din import) este anticipată a se plasa pe

o traiectorie moderat ascendentă pe intervalul prognozei, pornind de la 1,4 la sută în 2020 și atingând 1,5 la sută în 2021, în contextul atenuării efectelor adverse la adresa creșterii economice ale incertitudinilor menționate anterior.

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al BCE, întărit prin deciziile adoptate de instituție⁶², rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a se plasa în continuare în teritoriul negativ pe intervalul de prognoză.

Cursul de schimb EUR/USD indică o ușoară apreciere a monedei europene pe intervalul proiecției, atingând nivelul de 1,14 USD/EUR în 2021, de la valoarea de 1,12 USD/EUR în 2020. Date fiind episoadele istorice de evoluții oscilante ale celor două monede, prognoza traiectoriei cursului de schimb este marcată de un grad ridicat de incertitudine.

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



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

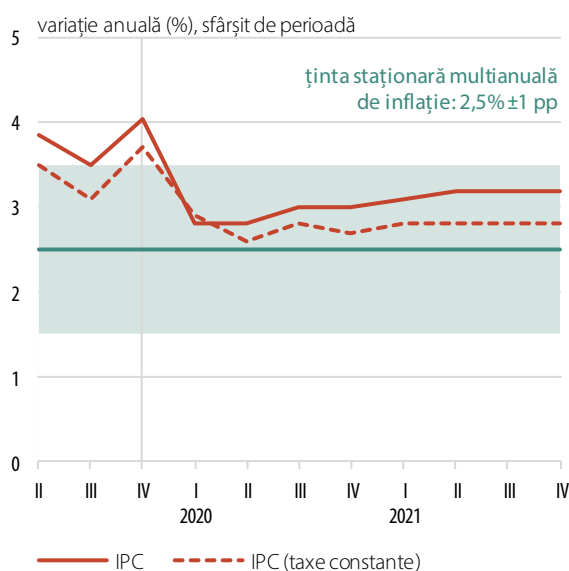
⁶¹ Conform evaluărilor realizate de Comisia Europeană și publicate în Previiziunile economice de toamnă 2019.

⁶² În cadrul ședinței din 23 ianuarie 2020, Consiliul Guvernatorilor al BCE a hotărât reiterarea politicilor adoptate anterior, respectiv menținerea la aceleași valori a ratelor dobânzilor la facilitatea de depozit, la cea de refinanțare și, respectiv, la facilitatea de creditare și a programului de achiziționare de active într-un ritm lunar de 20 miliarde euro. Consiliul Guvernatorilor anticipează că acest program va fi activ atâta timp cât va fi necesar consolidării impactului stimulativ al ratelor dobânzilor de referință și va înceta cu puțin timp înainte ca acestea să fie majorate.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie descendentă pe parcursul intervalului de prognoză, aceasta atingând nivelul de 57 USD/baril la orizontul proiecției, de la valoarea de 64 USD/baril proiectată în trimestrul I 2020 (Grafic 4.1). Evoluția anticipată a acesteia este însă marcată de incertitudini ample reflectate și în revizuirile traiectoriilor cotațiilor *futures* din rundele succesive de prognoză. Dinamicile viitoare ale prețului petrolului sunt condiționate atât de factori aferenți ofertei (tensiuni geopolitice din Orientul Mijlociu, scăderi de producție agreeate de OPEC și Rusia, re poziționarea SUA ca exportator net de petrol), cât și de factori aferenți cererii (preocupări privind un necesar global de energie posibil mai redus).

4.2. Perspectivele inflației

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2020				2021			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	2,8	2,8	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2
Proiecție IPC*	2,9	2,6	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8

*) calculat la taxe constante

După înregistrarea unei valori de 4,04 la sută în decembrie 2019, rata anuală a inflației IPC este prognozată să reîntre în jumătatea superioară a intervalului țintei la începutul anului curent. Repoziționarea va avea loc ca urmare a atenuării impactului inflaționist asociat componentelor exogene ale coșului de consum și, într-o măsură mai redusă, indicelui CORE2 ajustat, preponderent pe fondul unor efecte de bază determinate de evoluțiile nefavorabile din prima parte a anului precedent⁶³. Ulterior, rata inflației este proiectată în ușoară creștere până la mijlocul anului viitor, menținându-se în interiorul intervalului țintei (Grafic 4.2). Valorile anticipate pentru sfârșitul anului curent și al celui viitor sunt de 3,0 la sută și, respectiv, 3,2 la sută (Tabel 4.2).

Rata anuală a inflației la taxe constante este evaluată la niveluri inferioare indicatorului *headline*, contribuția estimată a modificării impozitelor indirecte⁶⁴ fiind de 0,3 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și de 0,4 puncte procentuale la finele celui viitor. Exprimată ca medie anuală, rata inflației IPC se va reduce până la începutul anului viitor, când este anticipată să se situeze la 2,9 la sută, reversându-și ulterior traiectoria, pentru a atinge 3,2 la sută la orizontul proiecției, valoare similară celei a ratei anuale a inflației din decembrie 2021.

⁶³ În cazul componentelor exogene, majorările de preț înregistrate de combustibili și legume (atenuate doar parțial de evoluția favorabilă din a doua parte a anului trecut) și, respectiv, scumpirea însemnată a cărnii de porc și majorarea tarifelor la serviciile de telecomunicații în cazul indicelui CORE2 ajustat.

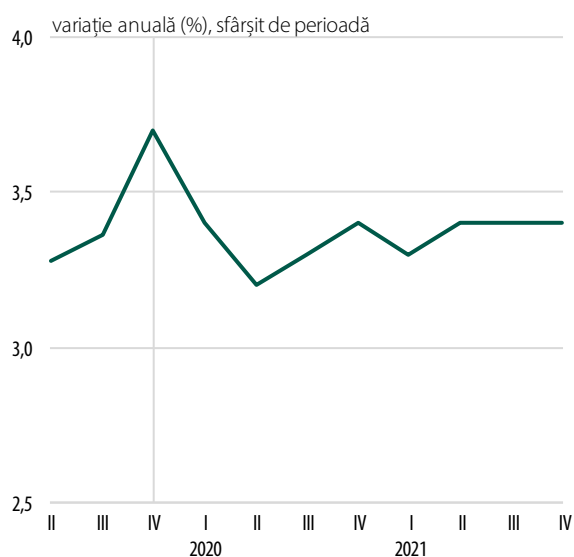
⁶⁴ Modificarea nivelului accizelor la produse din tutun și combustibili.

Comparativ cu proiecția publicată anterior, scenariul de bază curent anticipează înregistrarea unei rate anuale a inflației IPC mai reduse cu 0,1 puncte procentuale la sfârșitul anului 2020. Cu excepția ratei anuale a inflației de bază și a celei a produselor din tutun, toate celelalte componente ale coșului IPC înregistrează contribuții mai scăzute.

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

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

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este anticipată să-și întrerupă tendința ascendentă înregistrată pe parcursul anului trecut. Aceasta s-a accentuat în ultimul trimestru al anului 2019, ca urmare a șocului de ofertă manifestat la nivel internațional pe segmentul cărnii de porc. În contextul unor efecte de bază favorabile, asociate evoluțiilor din prima parte a anului 2019 la nivelul tarifelor la anumite servicii de telecomunicații și al prețului cărnii de porc, indicatorul este prognozat să coboare până la 3,2 la sută la mijlocul anului curent. Ulterior, va cunoaște o dinamizare până la finele anului, când va atinge 3,4 la sută, valoare la care se va stabili până la orizontul prognozei (Tabel 4.3, Grafic 4.3). Persistența inflației de bază la valori poziționate în jumătatea superioară a intervalului de variație asociat țintei este în principal rezultatul menținerii presiunilor inflaționiste provenind din mediul intern, asociate excesului de cerere și anticipațiilor inflaționiste. Acestea din urmă vor reintra în jumătatea superioară a benzii de variație din jurul țintei centrale în a doua parte a anului curent, unde vor rămâne până la finele intervalului de prognoză. Presiuni inflaționiste de mai mică amploare pe termen scurt, însă mai pregnante pe termen mediu, sunt proiectate și din partea prețurilor bunurilor din import, sub impactul creșterii lente a inflației externe.

Pe termen scurt persistă însă incertitudini privind evoluția cotațiilor globale ale mărfurilor agroalimentare, în special în contextul epidemiei de pestă porcină africană, cu potențial inflaționist însemnat, dată fiind ponderea ridicată a alimentelor în indicele CORE2 ajustat.

Comparativ cu *Raportul* anterior, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus, cu 0,2 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent. Revizuirea s-a produs în contextul reamplificării presiunilor inflaționiste pe termen scurt manifestate la nivelul bunurilor alimentare – scumpirea peste așteptări a cărnii de porc și a preparatelor din carne. Implicit, au fost afectate valorile din punctul de start al proiecției, precum și efectele de runda a doua asociate acestor presiuni.

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

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2020	2021
Prețuri administrate	0,4	0,4
Combustibili	-0,1	0,1
Prețuri LFO	0,1	0,2
CORE2 ajustat	2,1	2,1
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,5	0,4

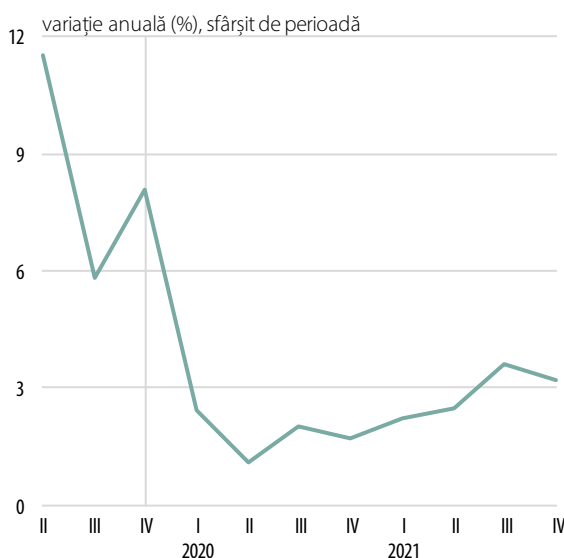
*) calcule sfârșit de perioadă; valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală

IPC este de 0,9 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (nivel revizuit în sens descendent cu 0,2 puncte procentuale), și de 1,1 puncte procentuale la finele celui viitor (Tabel 4.4).

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt anticipate să înregistreze o dinamică anuală de 1,7 la sută la finele anului curent și de 3,2 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.4), acestea fiind configurate sub ipoteza înregistrării unor recolte agricole încadrate în proximitatea unei medii multianuale⁶⁵ în anii 2020

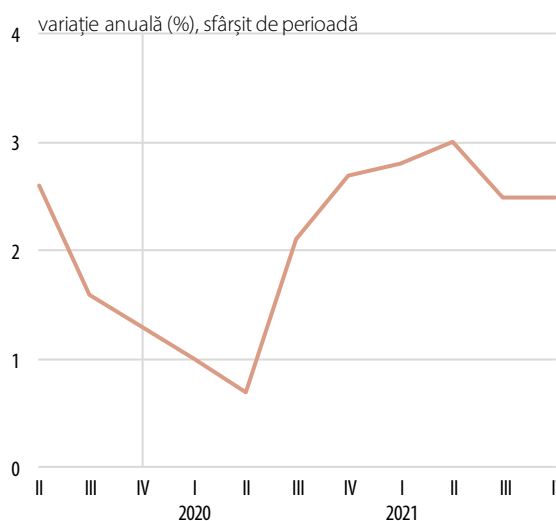
și 2021. Comparativ cu *Raportul* anterior, valoarea prognozată a dinamicii anuale a grupei pentru finele anului curent este revizuită în sens descendent cu 1,1 puncte procentuale, având în vedere cele mai recente evoluții cu impact favorabil asupra prețurilor din segmentul legumelor.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate

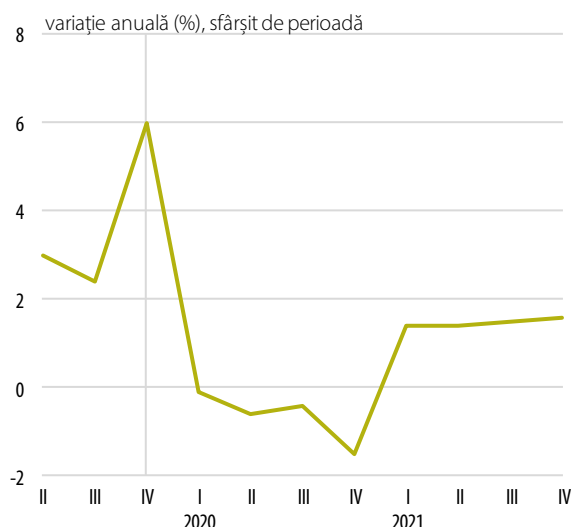


Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria prețurilor administrate prevede creșteri de 2,7 la sută și 2,5 la sută la sfârșitul anului curent și al celui viitor (Grafic 4.5). Comparativ cu *Raportul* anterior, proiecția pentru finele anului curent a fost ajustată marginal în sens descendent, cu 0,1 puncte procentuale, cu precădere pe seama evoluțiilor de la nivelul tarifelor energiei electrice, în contextul unei creșteri a cotei de achiziție de certificate verzi de amploare mai redusă decât se anticipa. Incertitudinile asociate valorilor prognozate sunt însă evaluate a fi semnificative, în condițiile procesului, aflat în desfășurare, de liberalizare a pieței energiei electrice și a celei a gazelor naturale.

⁶⁵ Ipoteza standard în lipsa altor informații relevante.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată la nivelul de -1,5 la sută pentru finele anului curent și la 1,6 la sută pentru sfârșitul anului 2021 (Grafic 4.6). Față de *Raportul precedent*, revizuirea de -3,5 puncte procentuale pentru finele anului 2020 se datorează în principal reducerii nivelului accizelor de la 1 ianuarie pentru această categorie de produse (evaluată a avea o contribuție de -0,2 puncte procentuale la rata anuală a inflației IPC). Traectoria componentei este influențată și de tendința, indicată de cotațiile *futures*, de reducere a prețului petrolului pe tot intervalul de prognoză, cu excepția trimestrului I 2020 și de proiectarea unui curs de schimb al monedei europene în apreciere în raport cu dolarul american, cu impact asupra cotației USDRON, relevantă pentru evoluția prețurilor în lei ale acestei categorii de produse. La acești factori se adaugă continuarea pe intervalul proiecției a tendinței de scădere a așteptărilor inflaționiste,

anticipate a reintra în interiorul intervalului din jurul țintei staționare de inflație pe parcursul anului curent și a se stabiliza ulterior în jumătatea superioară a acestuia.

Scenariul de evoluție a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice prevede dinamici anuale de 6,5 la sută și 4,7 la sută la finele anilor 2020 și 2021. Traectoria acestora pentru anul 2020 este marcată de majorarea în două etape a cuantumului accizei totale la 1 000 de țigarete de la 483,74 lei la 533,97 lei⁶⁶, cu un impact total estimat asupra ratei anuale a inflației IPC de +0,5 puncte procentuale. În acest context, comparativ cu *Raportul precedent*, nivelul aferent sfârșitului anului curent este reevaluat în sens ascendent cu 2,4 puncte procentuale. Ulterior, dinamicile anuale sunt configurate pe baza legislației în vigoare privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, luând în considerare și comportamentul istoric al operatorilor economici din acest domeniu privind ajustarea prețului final în urma aplicării modificărilor din legislația fiscală.

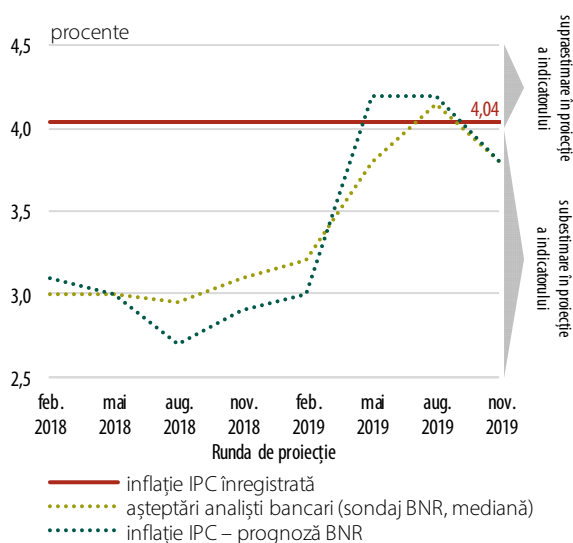
Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2019

Caseta de față prezintă o evaluare a acurateții prognozelor realizate de BNR în runde succesive pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului 2019⁶⁷, vizând îmbunătățirea cadrului de proiecție prin înțelegerea cauzelor care au contribuit la realizarea erorilor de prognoză. Acest demers, demarat în anii precedenți, reprezintă o practică obișnuită în cadrul băncilor centrale care au un regim de politică monetară de țintire a inflației, având în vedere importanța prognozelor

⁶⁶ Prima etapă a acestei majorări a avut loc în data de 1 ianuarie 2020, de la 483,74 lei/1 000 țigarete la 503,97 lei/1 000 țigarete, iar a doua etapă este anticipată a fi implementată începând cu data de 1 aprilie 2020, de la 503,97 lei/1 000 țigarete la 533,97 lei/1 000 țigarete.

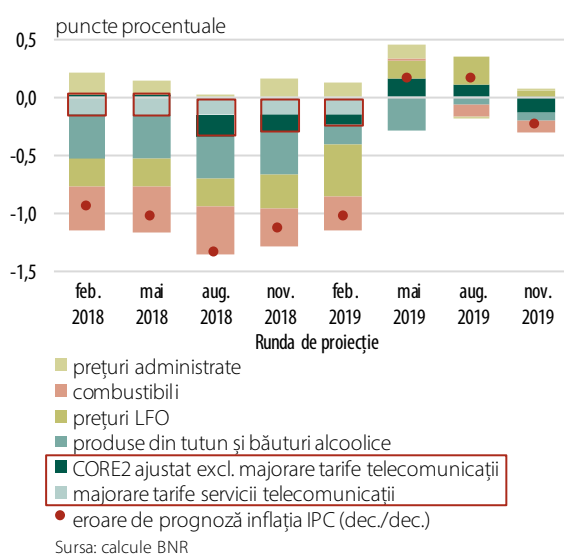
⁶⁷ Pornind de la acest criteriu au fost vizate runde de proiecție corespunzătoare *Rapoartelor asupra inflației* publicate în intervalul februarie 2018 – noiembrie 2019.

Grafic A. Prognosele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2019



Sursa: INS, proiecții BNR, sondaj BNR

Grafic B. Erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale componentelor IPC



Sursa: calcule BNR

macroeconomice în procesul de influențare a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici.

Rata anuală a inflației IPC din decembrie 2019 (4,04 la sută, conform Comunicatului INS nr. 15/14 ianuarie 2020) s-a încadrat în interiorul plajei valorilor proiectate de BNR pentru acest orizont, însă în majoritatea rundelor analizate aceasta a fost subestimată. Erorile de prognoză, definite ca diferență între valoarea prognozată și cea înregistrată⁶⁸, au fost cuprinse între -1,3 puncte procentuale (nivel aferent *Raportului asupra inflației* din august 2018) și +0,2 puncte procentuale (valoare corespunzătoare *Rapoartelor* din mai și august 2019). Magnitudinea acestora este comparabilă cu cea a erorilor calculate pe baza mediane prognozelor analiștilor bancari, acestea din urmă fiind preluate din sondajele privind așteptările de inflație derulate de BNR în lunile în care au fost publicate ediții ale *Raportului asupra inflației* pentru a se asigura comparabilitatea cu prognozele realizate de BNR (Grafic A).

Descompunerea erorilor de prognoză pe componente ale coșului de consum (Grafic B) relevă contribuția dominantă la explicarea acestora a celor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare. Se remarcă primele cinci runde de prognoză analizate, când cele mai mari contribuții la subestimarea inflației au provenit din partea combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice și, respectiv, prețurilor volatile ale alimentelor (LFO). În același timp, prețurile administrate au avut un aport marginal de sens contrar. Prețul combustibililor a contribuit la subestimarea ratei anuale a inflației IPC îndeosebi în rundele cuprinse în perioada februarie 2018 și

februarie 2019, pe fondul unei depreciere a monedei europene (față de o apreciere anticipată a acesteia) în raport cu dolarul american, cu impact asupra cotației leului față de dolarul SUA și implicit asupra prețului în lei al acestei categorii de produse. În plus, au avut loc revizuri succesive ale traiectoriilor cotațiilor *futures* pentru petrolul Brent, pe o piață marcată de accentuarea volatilității prețului țițeiului⁶⁹, în condițiile sporirii incertitudinii privind atât factorii de natura ofertei, cât și cei de natura cererii.

⁶⁸ O diferență pozitivă implică supraestimarea variabilei de interes, în timp ce o diferență negativă reprezintă subestimarea acesteia.

⁶⁹ Pentru detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.1. Ipoteze externe, corespunzătoare edițiilor *Raportului asupra inflației* publicate în perioada analizată.

Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) pentru decembrie 2019 a fost semnificativ afectată atât de producția redusă de cartofi pe plan local, cât și de scumpirea amplă a prețului legumelor la nivel european de la începutul anului trecut, informații incluse în coordonatele scenariilor de bază începând din runda mai 2019.

La nivelul dinamicii anuale a prețului produselor din tutun, subestimarea din prima jumătate a intervalului analizat s-a produs în principal pe fondul majorării de mai mare amploare decât cea anticipată (pe baza legislației în vigoare la momentul realizării prognozelor) a accizei specifice la țigarete, în contextul adoptării OUG nr. 114/2018. Totodată, agenții economici din acest sector au operat și creșteri de preț superioare celor justificate de modificările fiscale, reflectând cel mai probabil cererea inelastică pentru aceste produse.

În ceea ce privește prețurile administrate, prognoza dinamicii acestora a fost grevată de incertitudinile privind impactul măsurilor din OUG nr. 114/2018, modificată prin OUG nr. 19/2019, asociate tarifelor la energia electrică și prețului gazelor naturale, în condițiile lipsei, la momentul realizării proiecțiilor, a unor norme detaliate ale autorităților de profil privind modul de transpunere a acestora. Pe măsură ce acestea au fost adoptate, gradul de incertitudine a scăzut, iar contribuția prețurilor administrate la eroarea de prognoză s-a diminuat⁷⁰.

Traectoria ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat a fost influențată de modificările legislative introduse la finalul anului 2018 prin intermediul OUG nr. 114/2018, modificată prin OUG nr. 19/2019, în domeniul taxelor aplicabile companiilor din telecomunicații (acestea având ca efect majorări ale tarifelor pentru serviciile de telefonie și televiziune aplicate de toți marii furnizori din piață), la care s-a adăugat o depreciere mai accentuată a monedei naționale în raport cu euro. Încorporarea în proiecție a impactului majorării tarifelor la serviciile de telecomunicații menționate a condus la reducerea semnificativă a aportului inflației de bază CORE2 ajustat la eroarea de prognoză a inflației *headline* pe parcursul rundelor cuprinse în perioada mai 2019 – noiembrie 2019. Totodată, rata anuală a inflației CORE2 ajustat pentru finele anului 2019 a fost influențată și de evoluția prețurilor alimentelor procesate, pe măsură ce șocurile de ofertă de pe segmentul cărnii de porc s-au transmis în prețurile finale plătite de consumatori, pe fondul persistenței efectelor virusului pestei porcine care a afectat oferta de carne de porc la nivel global și local⁷¹.

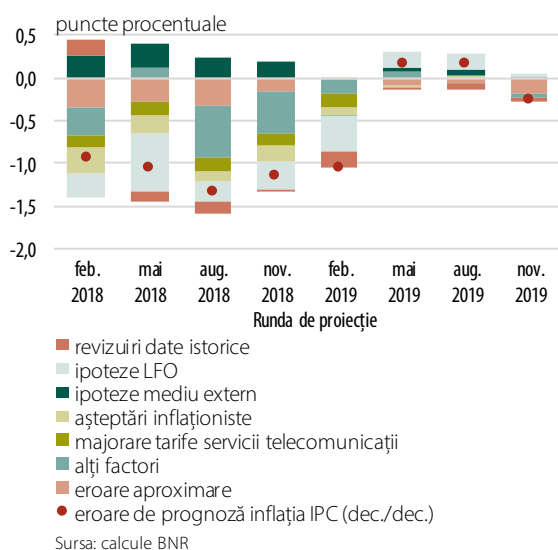
Descompunerea erorilor de prognoză pe baza factorilor specifici incluși în modelul de analiză și prognoză al BNR (MAPM)⁷² reflectă aportul semnificativ în sensul subestimării ratei anuale a inflației IPC al ipotezelor privind evoluția prețurilor

⁷⁰ Un rol important a revenit aprobării de către ANRE în luna iulie 2019 a reducerii prețurilor gazelor naturale furnizate în regim reglementat clienților casnici. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatele ANRE din anul 2019 disponibile la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate>.

⁷¹ Supraestimarea marginală a inflației de bază din rundele de proiecție mai și august 2019 se datorează cu precădere unor scumpiri mai moderate ale produselor din carne decât cele anticipate la momentele realizării prognozelor.

⁷² Această descompunere presupune realizarea unor simulări contrafactice în care datele de intrare ale proiecției (factori specifici) sunt presupuse a fi cunoscute cu exactitate (li se atribuie valorile efectiv înregistrate). Diferența între proiecțiile de inflație publicate în cele opt *Rapoarte* și prognozele rezultate în urma simulărilor „contrafactice” permite determinarea contribuției fiecărui factor specific la eroarea totală de prognoză.

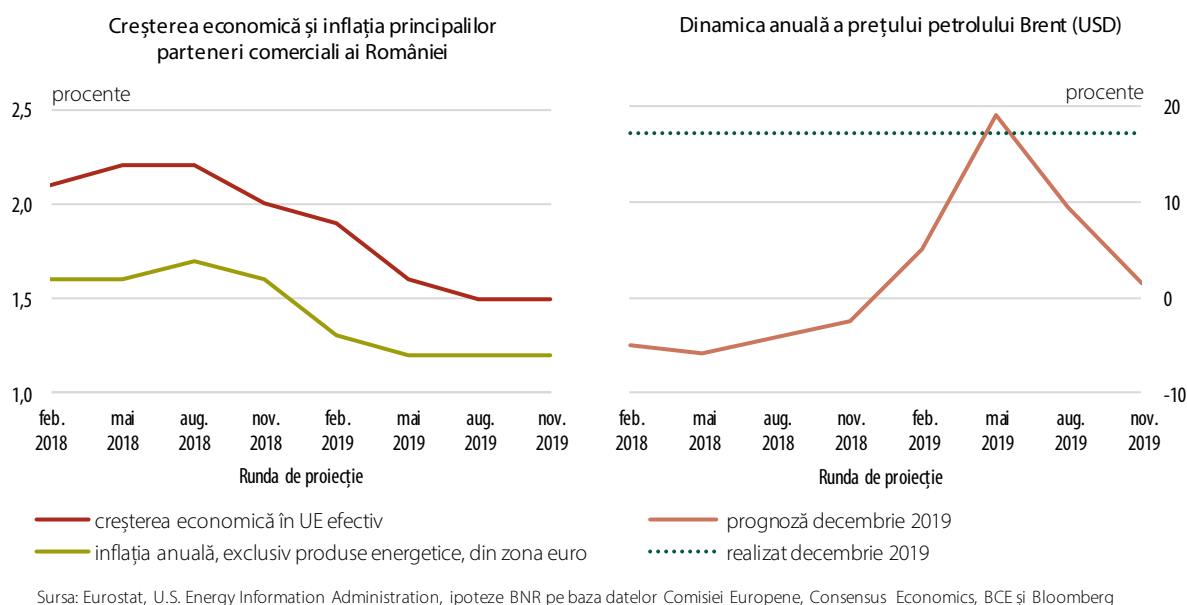
Grafic C. Erorile de prognoză din runde succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale factorilor analitici din cadrul MAPM



volatile ale alimentelor (LFO), în contextul șocurilor negative de ofertă de pe parcursul anului 2019 menționate anterior (Grafic C). Totodată, se remarcă influențe de sens contrar din partea ipotezelor exogene privind mediul extern, în condițiile în care pentru principalii parteneri comerciali ai României au fost operate revizuirile succesive descendente ale creșterii economice pentru anul 2019, și în acest context ale inflației IAPC exclusiv produse energetice pentru zona euro⁷³, pe fondul suprapunerii unei multitudini de factori cu caracter regional și global⁷⁴ (Grafic D). În Graficul C, în categoria „alți factori” a fost inclusă contribuția unor aspecte specifice cadrului de prognoză (de exemplu, ipoteze privind evoluția primei de risc, estimările componente ciclice pentru principalele variabile macroeconomice etc.). În același timp, descompunerea surprinde și o eroare de

aproximare, generată de trecerea de la inflația medie trimestrială, modelată în cadrul MAPM, la inflația sfârșit de perioadă, utilizată în definirea țintei de inflație.

Grafic D. Revizuirea ipotezelor privind mediul extern pentru anul 2019



⁷³ Măsură relevantă pentru configurarea traiectoriei prețurilor bunurilor din import în cadrul MAPM.

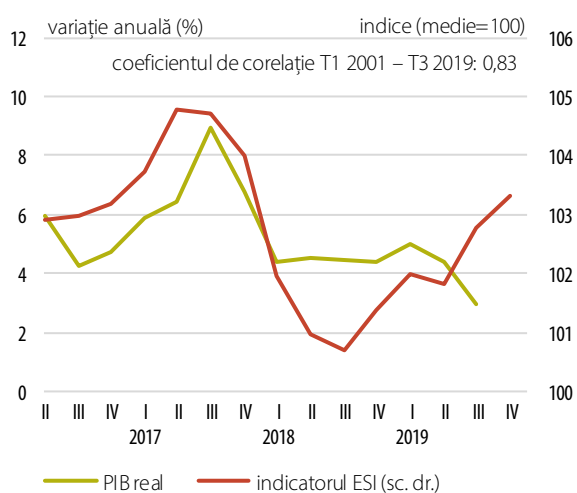
⁷⁴ Pentru detalii a se consulta Caseta „Evoluția recentă și perspectivele activității economice globale” din *Raportul asupra inflației*, ediția din mai 2019.

4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁷⁵

Deviația PIB

În trimestrul III al anului 2019, PIB real⁷⁶ a consemnat o nouă atenuare a dinamicii trimestriale (cu 0,3 puncte procentuale, până la 0,5 la sută, valoare plasată ușor peste cea din proiecția aferentă *Raportului asupra inflației* anterior⁷⁷), evoluție reflectată în încetinirea semnificativă a ritmului anual (cu 1,4 puncte procentuale, până la 3,0 la sută)⁷⁸. În structura cererii agregate, noi contribuții pozitive au fost înregistrate de consumul final și de FBCF. Exporturile nete au avut un aport negativ notabil, în condițiile creșterii importurilor (alimentate de cererea internă substanțială) mult superioară celei a exporturilor (afectate de trenarea producției industriale în zona euro). Contribuția variației stocurilor și a discrepantei statistice (pentru care este dificilă atribuirea unui conținut economic) a devenit pozitivă.

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pentru următoarele două trimestre (IV 2019 și, respectiv, I 2020) se anticipează ritmuri trimestriale relativ robuste ale PIB real. Prognoza are suportul evoluției favorabile în ansamblu a indicatorilor de încredere⁷⁹ – Grafic 4.7, dar și al semnalelor de atenuare a declinului producției industriale⁸⁰. Astfel, în intervalul prognozat, activitatea economică beneficiază în continuare de situarea la niveluri ridicate a încrederii consumatorilor, inclusiv pe fondul avansului salariului net în termeni reali, fiind susținută și de amplificarea comerțului cu amănuntul (cu excepția auto-moto) și a serviciilor de piață prestate populației. Aceste evoluții favorabile sunt preconizate a avea capacitatea de a acționa în sens opus dificultăților întâmpinate de producția industrială (care a resimțit pe parcursul anului 2019 impactul mediului extern deteriorat). Semnalele rezervate din partea acestui sector, la care se adaugă cele aferente indicatorilor de cerere externă, sunt

evaluate a fi factori inhibitori atât la adresa FBCF (anticipat a înregistra creșteri trimestriale semnificativ atenuate față de cele recente⁸¹), cât și a exporturilor

⁷⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁷⁶ Pentru detalii privind evoluția recentă a activității economice, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

⁷⁷ În contextul unei contribuții negative din partea producției agricole la creșterea trimestrială a PIB mai atenuate comparativ cu cea anticipată în cadrul runde anterioare. De menționat este influențarea de către performanța sectorului agricol și a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, cu impact asupra variabilei prin componenta de autoconsum.

⁷⁸ Conform Comunicatului INS nr. 16 din 14 ianuarie 2020. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

⁷⁹ Exceptând pe cea de servicii, pe parcursul trimestrului IV 2019 toate componentele din structura indicatorului ESI au înregistrat ușoare îmbunătățiri.

⁸⁰ Indicii ale unei temperări a deteriorării producției industriale, cel puțin pe parcursul ultimului trimestru al anului 2019, sunt conferite de contracția de mai mică amploare în lunile octombrie și noiembrie față de trimestrul III și de relativa stabilizare a încrederii operatorilor din acest sector (atât în zona euro, cât și intern).

⁸¹ În primele trei trimestre ale anului 2019 FBCF a înregistrat dinamici trimestriale notabile (5,2 la sută, 9,0 la sută și, respectiv, 6,4 la sută), în principal pe seama avansului construcțiilor, în timp ce investițiile în utilaje s-au dinamizat cu precădere în trimestrul III.

(suplimentar afectate de disiparea impulsului stimulat de cursul de schimb real efectiv) în următoarele două trimestre. Astfel, în structură, avansul trimestrial al PIB este evaluat să rămână determinat de cererea internă (cu un aport robust din partea consumului și, respectiv, mai moderat în cazul FBCF). Dată fiind expansiunea susținută a importurilor (ce reflectă traiectoria cererii interne și efectul de antrenare, chiar dacă mai redus, provenit din partea exporturilor), se anticipează înregistrarea unor noi contribuții negative, însă atenuate, ale exporturilor nete de bunuri și servicii.

Ulterior temperării dinamicii PIB în 2019, scenariul de bază al proiecției prevede în 2020 și 2021 ritmuri ale creșterii economice poziționate ușor sub cele ale PIB potențial. Perspectivele economiei românești continuă să rămână marcate de incertitudini, generate de factori precum conduita politicii fiscale și a celei de venituri și încetinirea economiei zonei euro și a celei globale (în contextul conflictelor comerciale și al celor privind tehnologia). De subliniat este și afectarea preciziei proiecției macroeconomice de către volatilitatea ridicată și magnitudinea revizuirilor succesive ale seriilor de date istorice. În structură, pe parcursul intervalului de prognoză, traiectoria PIB reflectă contribuțiile dominante ale consumului final (mai reduse însă comparativ cu perioada 2016-2018), la care se adaugă, în special pe parcursul anului 2019, cele ale FBCF. Pe fondul unei dinamici sistematic mai lente a exporturilor de bunuri și servicii relativ la cea a importurilor, contribuția exportului net la avansul PIB real rămâne negativă (mai pronunțată în 2019 și ulterior în ușoară atenuare), contribuind astfel la traiectoria în deschidere a soldului contului curent.

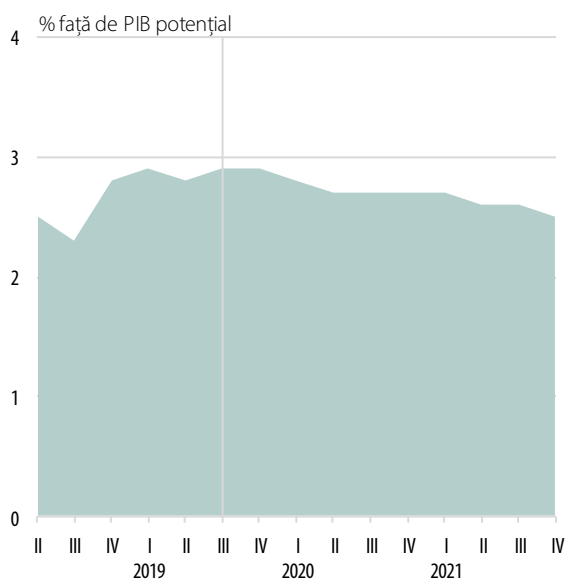
Pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica PIB potențial este evaluată în ușoară accelerare, în principal pe seama creșterii contribuției stocului de capital (mai pronunțată comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior). Traiectoria acestuia reflectă avansul FBCF (cu valori istorice recente revizuite în sens pozitiv de către INS), ce încorporează extinderea cu precădere a lucrărilor de construcții, dar și a achizițiilor de echipamente⁸² (favorizând re tehnologizarea capacităților de producție), concomitent cu creșterile anticipate ale volumului investițiilor. Evaluarea contribuției trendului productivității totale a factorilor (TFP) indică o temperare și o relativă plafonare pe intervalul de proiecție, înglobând o serie de efecte adverse persistente – alocare modestă de resurse relativ la nevoile de inovație și re tehnologizare, deficiențe privind cadrul de reglementare a mediului de afaceri, dar și calitate deficitară a infrastructurii⁸³ ce afectează inclusiv mobilitatea forței de muncă. Suplimentar, evaluarea ia în considerare incertitudinile manifestate la nivelul mediului extern, factor determinant al posibilei volatilități a fluxurilor de investiții străine directe. Câștiguri de eficiență ar putea fi facilitate de îmbunătățirea continuă a atragerii de fonduri UE structurale și de investiții⁸⁴. Într-o manieră similară rundei precedente, contribuția factorului muncă la creșterea potențială este evaluată a rămâne redusă, atribuită perspectivelor de stabilizare a trendului ratei șomajului în paralel cu evoluții multianuale demografice nefavorabile.

⁸² Dinamica anuală a investițiilor nete în utilaje (inclusiv mijloace de transport) înregistrată în trimestrul III 2019 a fost de 14,6 la sută, în accelerare cu aproximativ 7 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior.

⁸³ Evidențe adiționale în sensul temperării trendului TFP sunt aduse de clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale, *Raportul Global Competitiveness Index* al World Economic Forum sau de analiza *European Innovation Scoreboard* a Comisiei Europene (ce clasează România în categoria inovatorilor modeste).

⁸⁴ Conform Balanței Financiare Nete, pe întreaga durată a anului 2019 intrările de fonduri structurale și de coeziune au cumulat 2,6 miliarde euro, valoare plasată semnificativ peste cea din anul precedent (1,5 miliarde euro).

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

După o plafonare pe parcursul anului 2019 (la o valoare de aproximativ 2,9 la sută), deviația PIB de la nivelul potențial este anticipată a se înscrie pe o traiectorie cu o pantă ușor descendentă, atingând 2,5 la sută la finalul anului 2021 (Grafic 4.8). Traiectoria proiectată a *gap*-ului PIB reflectă: (i) continuarea (deși cu o magnitudine ușor atenuată în 2021 comparativ cu runda precedentă) a caracterului stimulat al conduitei discreționare a politicii fiscale, având în vedere măsurile planificate privind majorarea punctului de pensie (Legea nr. 127/2019)⁸⁵; (ii) tracțiunea de mai mică amploare și revizuită în jos pe termen mediu din partea cererii externe efective; (iii) menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg pe întregul interval de prognoză, însă în diminuare până la valori apropiate de cele neutre la orizontul acesteia. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, *gap*-ul PIB se poziționează pe un palier ușor mai

ridicat în 2019 și 2020, reflectând efectele persistente ale revizuirilor evoluției istorice a PIB, dar și ale reevaluării impulsului fiscal și ale impactului cererii externe efective. În 2021 se remarcă comprimarea deviației PIB (față de accentuarea proiectată în cadrul runde anterioare), ca urmare a reevaluării la valori mai puțin stimulative a impactului cererii externe efective, a efectelor conduitei discreționare a politicii fiscale și a celei de venituri și, respectiv, a caracterului condițiilor monetare în sens larg.

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.

Componentele cererii agregate

Consumul final este previzionat a avea o evoluție robustă, deși în temperare, în linie cu dinamica indicatorilor de încredere în economie, dar și cu cea a venitului disponibil real. În continuare, acesta din urmă este anticipat să beneficieze de avansul consistent, deși în atenuare, al salariilor. Începând cu anul curent, contribuția transferurilor sociale la creșterea venitului disponibil real devine însă dominantă, pe fondul majorării substanțiale anunțate a cheltuielilor aferente⁸⁶. Cu toate acestea, incertitudinea cu privire la magnitudinea și etapizarea acestor majorări este substanțială și evaluată a fi în creștere față de *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2019, în condițiile limitelor impuse de valoarea de referință (3 la sută) a deficitului

⁸⁵ Punctul de pensie a crescut cu 15 la sută începând cu luna septembrie 2019, următoarele creșteri fiind planificate începând cu luna septembrie 2020 (cu aproximativ 40 la sută) și, respectiv, septembrie 2021 (cu aproximativ 6 la sută).

⁸⁶ Legea nr. 127/2019 privind sistemul public de pensii prevede majorări semnificative ale punctului de pensie în septembrie 2019 (deja aplicate) și septembrie 2020. De asemenea, OUG nr. 2/2020 prevede prorogarea majorării alocațiilor pentru copii până la 1 august 2020.

bugetar aferentă Pactului de stabilitate și creștere, dar și ale calendarului electoral al anului 2020. În același timp, dinamica salarială, deși în diminuare, este prognozată a rămâne robustă, mai ales în sectorul privat, date fiind problemele structurale persistente pe piața muncii, caracterizate în special de deficiența sporită de forță de muncă, dar și factori conjuncturali precum majorarea salariului minim⁸⁷. Nu în ultimul rând, temperarea dinamicii consumului final este condiționată și de evoluția condițiilor monetare reale, al căror impact stimulatîv înregistrează o tendință de diminuare până la valori apropiate de cele neutre la orizontul prognozei.

Dinamica FBCF este anticipată a se tempera începând cu 2020, după o evoluție excepțională pe parcursul anului anterior. În sens pozitiv ar putea acționa în perspectivă evoluția absorbției fondurilor europene, având în vedere apropierea de final a Cadrului Financiar Multianual 2014-2020, dar și planurile de a reorienta cheltuielile de investiții publice „în vederea realizării unei treceri treptate de la investițiile finanțate integral din surse naționale la investiții cofinanțate din fonduri europene”⁸⁸. Un efect similar asupra dinamicii FBCF are și avansul anticipat al investițiilor străine directe, în line cu evoluția economică internă și globală. În sensul temperării FBCF ar putea acționa conduita discreționară a autorităților în privința cheltuielilor de investiții, în condițiile necesității încadrării în ținte de deficit bugetar sustenabile. În aceeași direcție se manifestă restructurările și relocările avute în vedere în lanțurile de valoare adăugată (cu precădere în industrie, inclusiv în condițiile impactului automatizării și ale unor performanțe recente modeste ale producției industriale), dar și problemele structurale existente, legate *inter alia* de deficiențele pieței muncii (în special asimetria dintre cerere și ofertă) sau accesul la infrastructură. Suplimentar, dinamica cursului de schimb real efectiv, care acționează în sensul deteriorării rezervelor de competitivitate, ar putea afecta deciziile de investiții, în special pe cele ale companiilor orientate către export.

Exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a-și continua avansul pe intervalul de proiecție, cu ritmuri anuale mai reduse față de cele din perioada 2016-2018. Evoluția anticipată a componentei are în vedere: (i) perspectivele privind tracțiunea de mai mică amploare și revizuită în jos pe termen mediu din partea cererii externe efective (în structura căreia cea mai mare pondere este asociată Germaniei), (ii) reducerea competitivității prin preț în condițiile 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, dinamica anuale ale componentei sunt ușor mai ridicate, reflectând inclusiv reevaluarea deviației cursului de schimb real efectiv și temperarea riscurilor privind continuarea tendinței de deteriorare a economiei zonei euro și a celei globale.

⁸⁷ Începând cu 1 ianuarie 2020, salariul minim brut pe economie a crescut de la 2 080 de lei la 2 230 de lei, conform HG nr. 935/2019.

⁸⁸ Conform Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2020-2022 a Guvernului României. În același timp, dependența de factori instituționali și structurali a capacității de compensare a finanțării din surse interne cu fonduri europene induce incertitudine privind gradul de realizare a investițiilor publice.

Creșterea anuală a importurilor de bunuri și servicii este anticipată a rămâne ridicată pe parcursul intervalului de prognoză, reflectând traiectoria cererii interne și efectul de antrenare (chiar dacă mai redus) provenit din partea exporturilor. Dinamica importurilor este anticipată a se menține peste cea a exporturilor, ecartul fiind însă în diminuare. Exportul net nominal de bunuri și servicii este estimat să imprime o contribuție negativă, în accentuare pe intervalul de prognoză, la soldul contului curent al balanței de plăți.

În trimestrul III 2019, deficitul contului curent s-a adâncit la valori în jurul a 4,7 la sută din PIB nominal (valori cumulate pe patru trimestre), față de 4,5 la sută în trimestrul anterior, reflectând amplificarea deficitului balanței bunurilor și serviciilor, respectiv cvasimenținerea deficitului veniturilor primare și a impactului pozitiv al veniturilor secundare. Deficitul contului curent este estimat în accentuare pe ansamblul anului 2019, fiind preconizat să depășească valoarea de tip „reper” de 4 la sută din PIB în perspectivă multianuală, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene⁸⁹. Ponderea deficitului de cont curent în PIB este proiectată la valori în creștere și pe parcursul anilor 2020 și 2021, evoluție imprimată de continuarea deteriorării soldului negativ al balanței comerciale. În plan regional, economia românească se remarcă prin accentuarea semnificativă a deficitului de cont curent al balanței de plăți, pe seama soldului negativ al balanței bunurilor (în intensificare atât în relație cu state intra-UE, cât și extra-UE⁹⁰). Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a rămâne preponderent, dar în reducere, 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 și dinamica dezechilibrelor externe și, respectiv, posibila încetinire a investițiilor directe, având în vedere perspectivele de creștere economică a principalelor state de proveniență și sentimentul investitorilor. Un efect de contrabalansare parțială îl are ipoteza îmbunătățirii anticipate a absorbției de fonduri europene.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor pentru lei și pentru valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁹¹ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁹².

Pentru trimestrul IV 2019 și trimestrul I 2020, în condițiile menținerii relativ constante a ratelor nominale ale dobânzilor pentru lei la depozitele noi la termen și la creditele

⁸⁹ 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”.

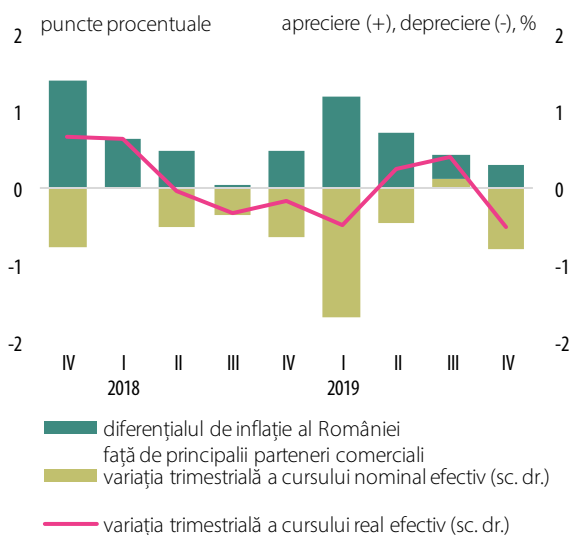
⁹⁰ În primele 11 luni ale anului 2019, soldul negativ al balanței bunurilor a crescut cu aproximativ 2,4 miliarde euro față de aceeași perioadă a anului 2018. Grupele de produse care au avut cea mai mare contribuție la această deteriorare sunt „produse chimice și produse conexe” și „articole manufacturate diverse”.

⁹¹ Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre lei și euro, respectiv dintre lei și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

⁹² 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.

noi, ratele reale sunt estimate a urma o traiectorie ascendentă aproape exclusiv pe seama diminuării anticipațiilor privind inflația. Ulterior, proiecția indică continuarea creșterii treptate a ratelor reale ale dobânzilor (tendință ce are ca efect diminuarea impactului stimulat al acestora la adresa activității economice). În contextul modificărilor cu privire la indicii de referință la care se indexează rata dobânzii aferentă contractelor noi de credit ale gospodăriilor populației cu dobândă variabilă, introduse prin OUG nr. 19/2019, prognozele pe termen scurt privind ratele dobânzilor la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt marcate de un grad ridicat de incertitudine. Această incertitudine este generată în principal de faptul că impactul valorilor noului indice (IRCC) asupra ratelor dobânzilor practicate de bănci în relația cu clienții acestora la creditele noi și depozitele noi la termen este dificil de estimat în prezent, evidențele acumulate ulterior intrării în vigoare a noului indice de referință (mai 2019) fiind limitate.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

Moneda națională s-a depreciat în termeni reali efectivi în trimestrul IV 2019, pe seama evoluției în termeni nominali a cursului de schimb, care a devansat temporar efectul poziționării ratei interne a inflației la valori sistematic mai ridicate decât cele ale partenerilor comerciali (Grafic 4.9). Pentru restul intervalului de prognoză, se anticipează că diferențialul de inflație va redeveni dominant, imprimând o tendință de apreciere reală monedei naționale, cu impact negativ, în accentuare graduală asupra competitivității prin preț a exportatorilor români.

Pe ansamblul trimestrelor IV 2019 – I 2020, 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 (pe fondul politicii monetare

acomodative a BCE), cât și a evoluției cursului de schimb real efectiv. Prima de risc suveran, aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS), este însă evaluată a exercita un efect restrictiv în creștere, pe fondul accentuării dezechilibrelor interne și externe ale economiei. Pe parcursul intervalului de prognoză, în principal sub impactul ratei reale a dobânzii externe, dar și al deviației cursului de schimb real efectiv, efectul de avuție și de bilanț va transmite un impuls ușor stimulat, în diminuare, 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 până la valori cvasineutre. Această traiectorie este imprimată atât de diminuarea impulsului stimulat al ratelor reale ale dobânzilor, cât și de evoluția cursului de schimb real efectiv. Acesta din urmă va exercita un efect restrictiv în accentuare asupra activității economice, competitivitatea prin preț a exportatorilor români fiind în erodare. Pe ansamblu, efectul cursului de schimb real

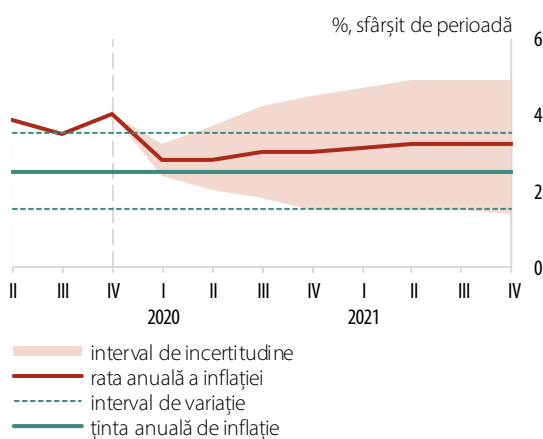
efectiv asupra activității economice propagat prin intermediul canalului exporturilor nete îl va domina pe cel aferent canalului avuției și bilanțului agenților economici.

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.

4.4. 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, cu precădere pe seama evoluțiilor asociate mediului intern (Grafic 4.10). În actuala conjunctură, își

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



mențin relevanța incertitudinile aferente dinamicii viitoare a prețurilor administrate, iar cele asociate conduitei politicii fiscale și a celei de venituri au devenit mai pregnante, cu abateri posibile în ambele sensuri. Pe plan extern, factorii de risc și-au diminuat parțial din intensitate față de runda precedentă și sunt evaluați a avea în continuare un potențial net dezinflaționist.

O sursă de incertitudini a cărei relevanță a sporit în runda curentă se referă la conduita politicii fiscale și a celei de venituri. La finele anului 2019, creșterea substanțială a cheltuielilor bugetare a condus la o deschidere semnificativă a deficitului bugetar în termeni *cash*, de așteptat să fie reflectată și la nivelul execuției în termeni SEC⁹³. Deficitul bugetar, prefigurat a persista la valori ridicate⁹⁴, s-ar putea accentua pe termen mediu, mai ales în condițiile prevederilor Legii pensiilor și ale altor măsuri fiscale

legiferați, dar grevate de un grad ridicat de incertitudine privind aplicarea acestora⁹⁵. Din această perspectivă, se reliefează necesitatea inițierii unui proces de consolidare fiscală. Momentul demarării acestuia, precum și eventualele măsuri corective și dozajul acestora sunt grevate de ample incertitudini, fiind condiționate inclusiv de evoluția activității economice. În același timp, nu este exclusă nici varianta reconfigurării măsurilor fiscale deja aprobate, fie prin potențiale noi prorogări ale termenelor de intrare în vigoare a acestora, fie prin reevaluarea magnitudinii creșterilor deja prevăzute în legislație pentru anumite categorii de cheltuieli.

⁹³ În anul 2019, conform Ministerului Finanțelor Publice, deficitul bugetar *cash* este evaluat la 4,6 la sută din PIB. Datele privind execuția SEC pe întregul an vor fi publicate de Eurostat în aprilie 2020.

⁹⁴ Conform Strategiei fiscale bugetare pentru perioada 2020-2022, deficitul bugetar în termeni SEC este anticipat a se plasa la valori superioare pragului de 3 la sută din PIB stipulat în Pactul de stabilitate și creștere: 3,8 la sută din PIB în 2019, 3,6 la sută din PIB în 2020 și 3,4 la sută din PIB în 2021.

⁹⁵ De exemplu, Legea nr. 14/2020 privind alocațiile pentru copii. Termenul inițial de intrare în vigoare (februarie 2020) a fost deja prorogat prin intermediul OUG nr. 2/2020.

Deteriorarea soldului bugetar, pe lângă efectul de înrăutățire a soldului contului curent, este problematică și din perspectiva unei posibile declanșări a Procedurii de deficit excesiv. Într-o asemenea eventualitate, aceasta ar putea avea drept consecință reevaluarea riscului asociat de investitori economiei și schimbarea sentimentului pe piața internațională, cu impact asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb și, implicit, asupra ratei proiectate a inflației. În plus, în condițiile în care restabilirea ulterioară a echilibrelor de la nivel macroeconomic ar impune realizarea unor corecții de amploare într-un interval scurt de timp, acestea ar putea avea ca efect derularea în manieră mai puțin ordonată a acestui proces, cu consecințe adverse asupra parametrilor de stabilitate ai tabloului de bord al economiei.

În ansamblu, conduita viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor este marcată de un grad ridicat de incertitudine, riscuri asociate acestora având potențial de a se manifesta în ambele sensuri. Pe de o parte, aceasta este influențată de necesitatea unei consolidări fiscale, ce ar putea viza inclusiv reconfigurarea măsurilor deja legiferate. Pe de altă parte, conduita politicii fiscale și a celei de venituri este marcată și de calendarul electoral încărcat. Este necesară asigurarea unui mix echilibrat de politici macroeconomice, fiind dezirabilă menținerea unui echilibru între setul de măsuri fiscale cu rol de stimulare a cererii agregate și, respectiv, a potențialului economiei, fără periclitarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

O altă sursă de incertitudini se referă la dinamica viitoare a prețurilor administrate pe seama desfășurării procesului de liberalizare a pieței energiei electrice și a celei a gazelor naturale. Riscuri sunt asociate etapizării și magnitudinii efectelor acestui proces, inclusiv în contextul transpunerii prevederilor OUG nr. 1/2020 în norme emise de autoritățile de profil. Totodată, incertitudini planează asupra prețurilor prevalente pe piețele libere ale energiei și gazelor naturale la momentul finalizării etapelor de liberalizare preconizate de autorități.

Riscuri apreciabile sunt în continuare asociate evoluțiilor de pe piața muncii, în contextul menținerii gradului de tensionare a acesteia la valori ridicate. La situația încordată a pieței muncii contribuie penuria de forță de muncă pe anumite segmente ale pieței, dificultățile întâmpinate de angajatori în procesul de recrutare și ponderea relativ ridicată a populației inactive. La acestea se adaugă îmbătrânirea populației și magnitudinea fenomenului de emigrație. În aceste circumstanțe, nu sunt excluse presiuni inflaționiste suplimentare induse de costurile cu forța de muncă, acestea din urmă exercitând totodată și presiuni asupra competitivității prin preț a produselor românești pentru export.

În cazul prețurilor volatile ale alimentelor, rămân inerente incertitudinile privind condițiile meteorologice, cu impact asupra ofertei de produse agricole. În același timp, riscuri sunt asociate unor eventuale extinderi ale focarelor epidemiei de pestă porcină și ale celor de gripă aviară.

Pe plan extern, riscurile privind continuarea tendinței de deteriorare a economiei zonei euro și a celei globale s-au temperat în termeni relativi. Semnale favorabile sunt asociate negocierilor sino-americane, cu precădere după semnarea unui acord comercial preliminar. De asemenea, incertitudinile aferente procesului *Brexit* s-au

diminuat. Însă, deși acordul de retragere a Marii Britanii din Uniunea Europeană a fost semnat, rezultatele negocierilor privind un posibil acord de liber schimb, precum și prelungirea perioadei de tranziție rămân incerte. Totodată, riscuri sunt asociate unor potențiale escaladări ale tensiunilor geopolitice, de natură să potențeze vulnerabilitățile de ordin fundamental ale unor piețe emergente. Un alt factor de risc recent conturat se referă la posibilitatea extinderii epidemiei de coronavirus, cu potențiale efecte asupra prețurilor internaționale ale materiilor prime, deja parțial reflectate în cotațiile petrolului. Efecte contingente ale acestora ar putea viza o slăbire a economiei chineze, cu consecințe adverse asupra creșterii la nivel global, dat fiind nivelul ridicat de integrare a Chinei în lanțurile globale de valoare adăugată. Efecte de sens opus, de stimulare a creșterii economice, sunt asociate unei posibile relaxări a conduitei politicii monetare de către BCE și Fed. Rămân totodată relevante și acțiunile probabile ale altor bănci centrale din regiune, date fiind atât contextul local, cât și cel global.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime este evaluată ca fiind echilibrată. În acest context, evoluțiile viitoare ale prețurilor produselor energetice, îndeosebi cotațiile petrolului, sunt grevate de incertitudini sporite. Pe termen scurt, presiuni inflaționiste ar putea decurge din escaladarea tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu sau demersurile de limitare a ofertei de petrol care a făcut obiectul înțelegerilor OPEC+. Pe termen mediu și lung însă, acestea ar putea fi contrabalansate atât de factori de natura cererii – un necesar global de energie mai redus pe fondul încetinirii economiei globale, cât și de cei asociați ofertei – repoziționarea SUA ca exportator net de petrol.

Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
CRC	Centrala Riscului de Credit
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
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	36
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	38
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	42
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	43
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	44
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	45

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul carburanților	14
Grafic 1.3	Prețurile fructelor în Europa	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 – dec. 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	Activitatea de construcții	19
Grafic 2.6	Exporturi	21
Grafic 2.7	Bunuri de consum: producție internă vs import	21
Grafic 2.8	Contul curent	22
Grafic 2.9	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	22
Grafic 2.10	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	23
Grafic 2.11	Șomajul și locurile de muncă vacante	24
Grafic 2.12	Efectivul salariaților din economie	24
Grafic 2.13	Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii și câștigul salarial nominal brut	25
Grafic 2.14	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	26
Grafic 2.15	Prețurile producției industriale pentru piața internă	27
Grafic 2.16	Prețurile producției agricole	27
Grafic 2.17	Costurile unitare cu forța de muncă	28
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	32
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	33
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	34
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	35

Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	36
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	37
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	38
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	39
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	40
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	42
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	43
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	44
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	45
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	45
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	46
Caseta		
Grafic A	Prognozele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2019	47
Grafic B	Erorile de prognoză din rundele succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale componentelor IPC	47
Grafic C	Erorile de prognoză din runde succesive de proiecție, distribuite pe contribuții ale factorilor analitici din cadrul MAPM	49
Grafic D	Revizuirea ipotezelor privind mediul extern pentru anul 2019	49
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	50
Grafic 4.8	Deviația PIB	52
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	55
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	56

