



Conferință de presă

Raport asupra inflației

Februarie 2018

Mugur Isărescu

Guvernator

București, 9 februarie 2018

2017: Sinopsis macroeconomic

□ Rata anuală a inflației

- ✓ Plasare în interiorul intervalului de variație asociat țintei la finele anului 2017 (3,3%)
- ✓ Rată medie anuală (IAPC) situată în limitele criteriului de la Maastricht corespunzător (1,1%)
- x Puseu inflaționist în S2 (de la 0,9% în iun. la 3,3% în dec.), în bună măsură pe seama unor șocuri de natura ofertei, dar cu efect temporar asupra ratei anuale a inflației în 2018

□ Creșterea economică

- ✓ Dinamică a PIB real peste așteptări în anul 2017 (circa 7%)
- ✓ Evoluție favorabilă a investițiilor în sectorul privat și a exporturilor, ...
- ✓ ... reflectată de dinamica alertă a volumului producției industriei prelucrătoare (aprox. 9%, de la 2,6% în 2016)
- x Consumul a constituit principalul motor de creștere, cu repercusiuni asupra echilibrului extern
- x Raport investiții publice/PIB de cel mult 3%, cel mai scăzut nivel postaderare

□ Activitatea de creditare

- ✓ Revigorare a creditului acordat sectorului privat (+5,6%), ...
- ✓ ... pe seama componentei în lei, a cărei pondere a urcat la 62,8% (de la 57,2% în dec. 2016 și un minim de 35,6% în mai 2012)
- x Nivel redus al intermedierei financiare (circa 27%, în scădere de la 40% în 2011)

□ Piața muncii

- ✓ Avans al efectivului salariaților până la maximul istoric (4,8 milioane persoane)
- x Deficiențe structurale persistente: rată de inactivitate de 33% (a 3-a din UE), pondere înaltă a tinerilor neimplicați în nicio activitate (20%), mobilitate internă limitată, necorelare accentuată a pregătirii cu cerințele

2017: Sinopsis macroeconomic (2)

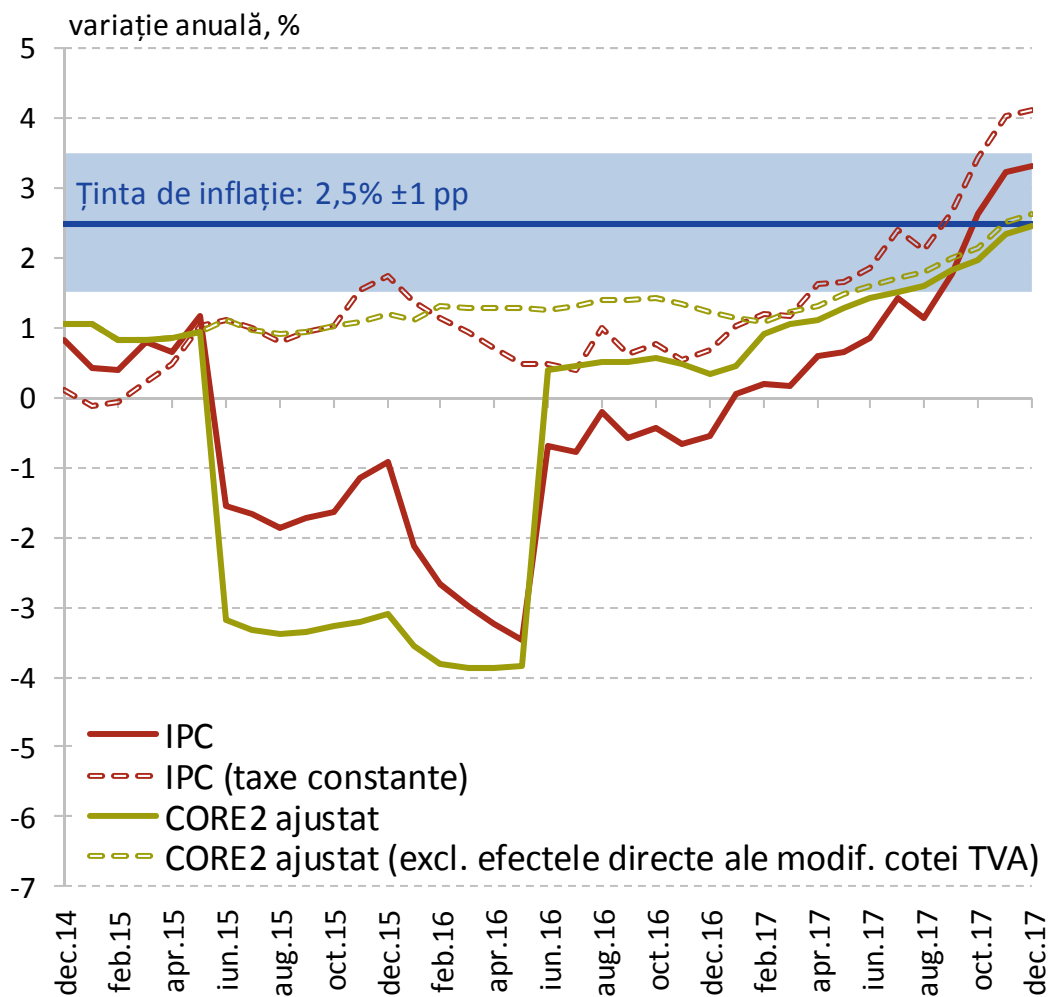
□ Poziția externă

- ✓ Nivel relativ stabil al rezervei internaționale (37 mld. euro), confortabil din perspectiva tuturor indicatorilor de adecvare
- ✓ Tendință descrescătoare a primei de risc (< 100 puncte de bază în dec. 2017, cel mai scăzut nivel din ultimii 5 ani)
- ✓ Variație moderată a cursului de schimb leu-euro (în medie, 1,7%)
- ✓ Fluxuri de investiții străine directe în creștere (cca 4,5 mld. euro), care, alături de transferurile de capital, finanțează aproape integral deficitul contului curent, ...
- x ... în pofida adâncirii acestuia la circa 3% din PIB (de la 2,1% în 2016); nivelul este însă inferior maximului precriză (13,8%) și sub valoarea de referință din tabloul de bord
- x Majorarea decalajului nefavorabil dintre viteza de creștere a importurilor (12%) și cea a exporturilor (9%), deficitul comercial lunar depășind frecvent 1 mld. euro în S2
- x Reluare cu întârziere a finanțării din fonduri europene structurale și de investiții, rata de absorbție fiind de numai 10% în cadrul actualului exercițiu financiar (2014-2020)

□ Poziția fiscală

- ✓ Menținerea deficitului sub nivelul de referință de 3% din PIB în anul 2017
- ✓ Menținerea ponderii datoriei publice în PIB sub 40%
- x Majorarea deficitului structural la peste 3% din PIB, de la 2,2% în 2016, valoare sensibil superioară obiectivului pe termen mediu (1% din PIB)
- x Structură a cheltuielilor defavorabilă investițiilor publice, factor esențial al dezvoltării economice pe termen lung

Rata anuală a inflației IPC și-a accentuat traiectoria ascendentă în T4 2017

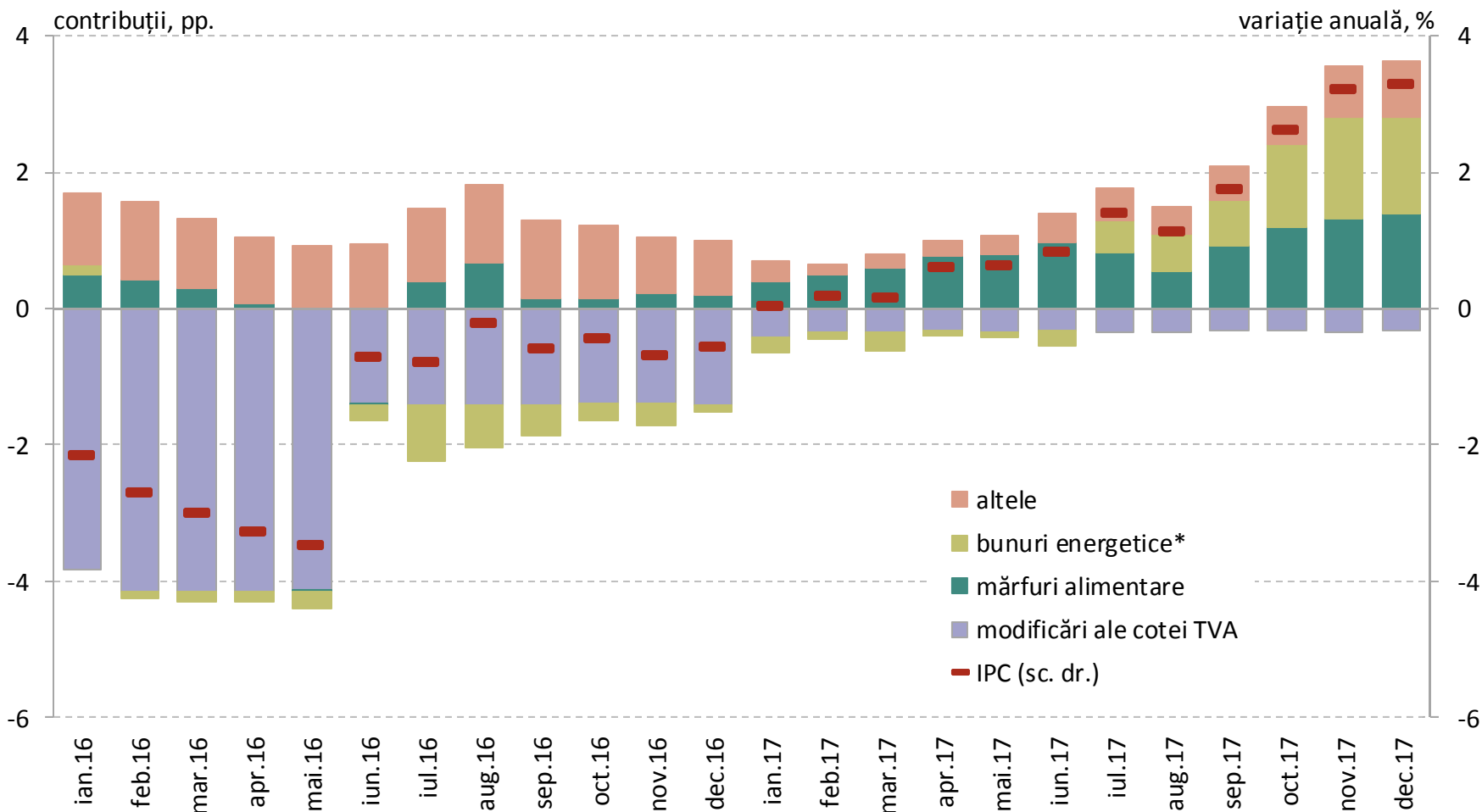


Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Determinanți

- ↑ Majorare a tarifului energiei electrice în luna octombrie
- ↑ O nouă majorare a accizei la combustibili începând cu 1 octombrie
- ↑ Creștere peste așteptări a prețurilor combustibililor, pe fondul majorării cotației petrolului, dar și al unei reduceri a ofertei pe segmentul nepetrolier
- ↑ Deficit (temporar) de ofertă la nivel european în cazul unor produse alimentare
- ↑ Creșterea excedentului de cerere agregată
- ↑ Presiuni în creștere la nivelul costurilor de producție (forță de muncă, utilități)
- ↑ Traiectorie ascendentă a anticipațiilor privind inflația
- ↑ Depreciere a monedei naționale în raport cu euro

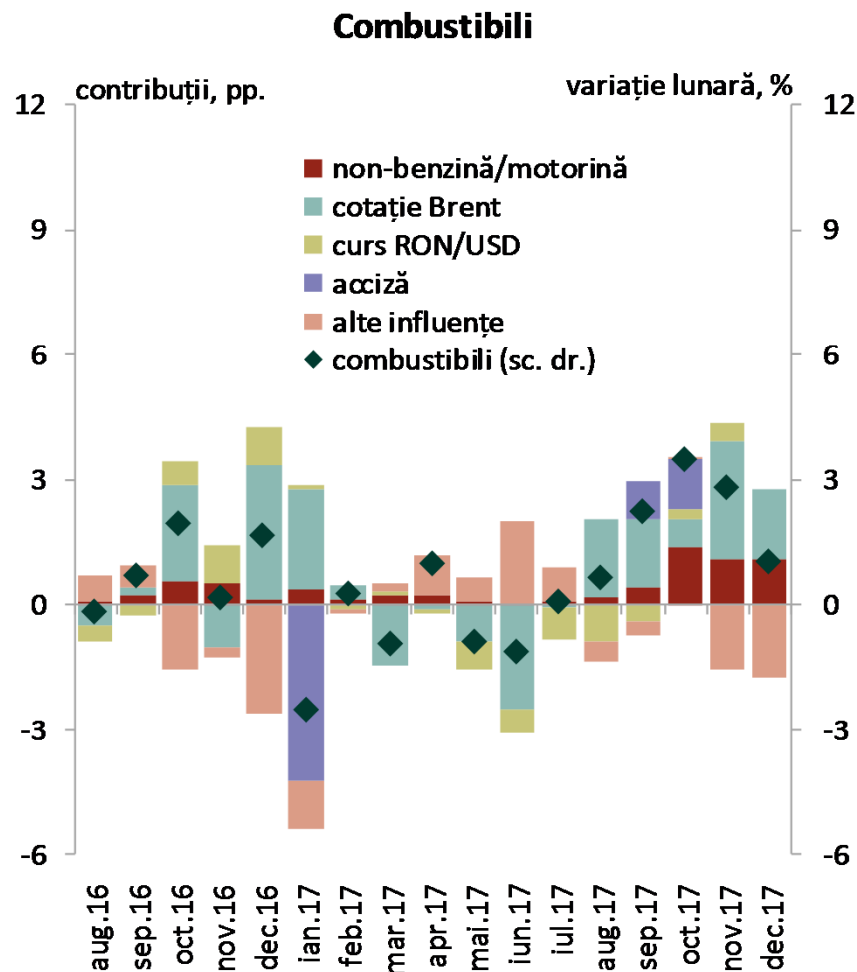
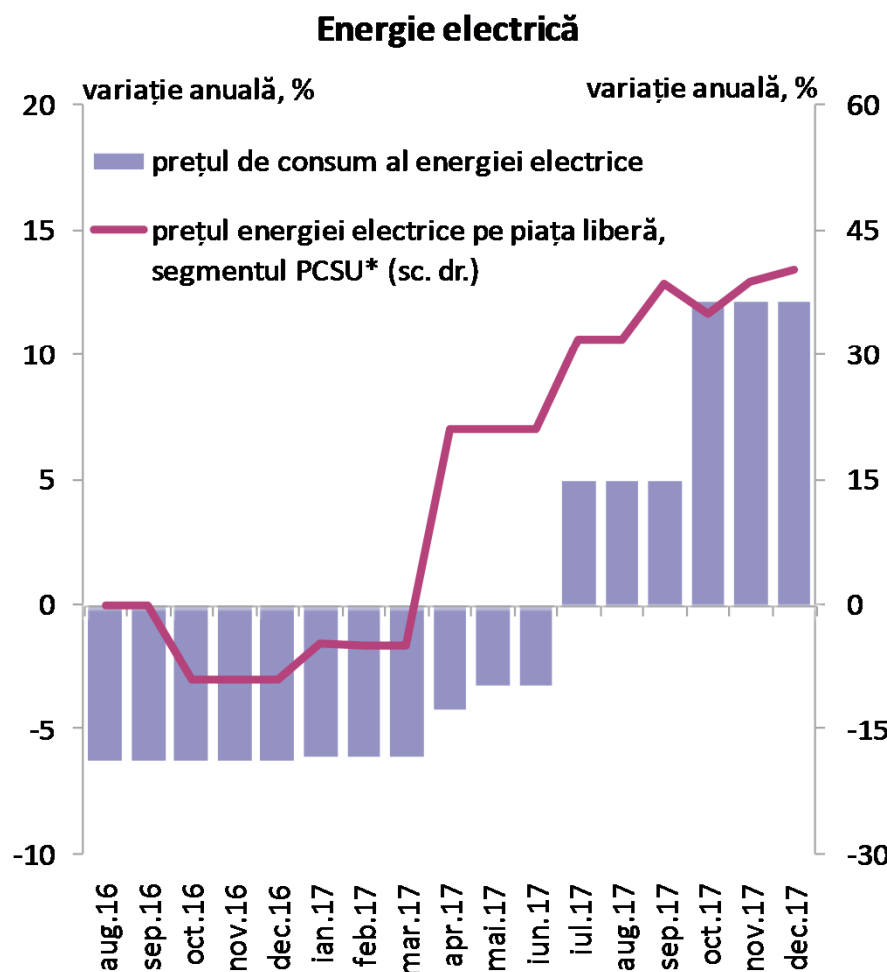
Puseul inflaționist s-a produs pe fondul unei succesiuni de șocuri pe partea ofertei, reflectate rapid de componentele energie și alimente



*) combustibili, energie electrică, energie termică, gaze naturale

Sursa: INS, estimări BNR

Principalele șocuri pe segmentul energie: creșterea amplă a tarifului energiei electrice pe piața liberă, a cotației țițeiului, precum și majorarea accizei la carburanți

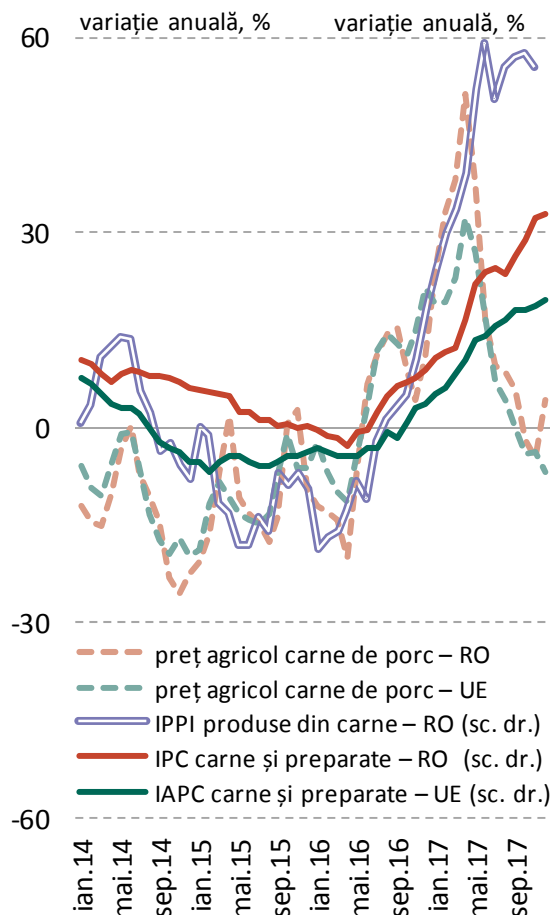


*) prețul pentru iul.-aug. 2017 a fost determinat ca medie ponderată a cotațiilor PZU din S1 2017 întrucât licitația pentru T3 a fost anulată

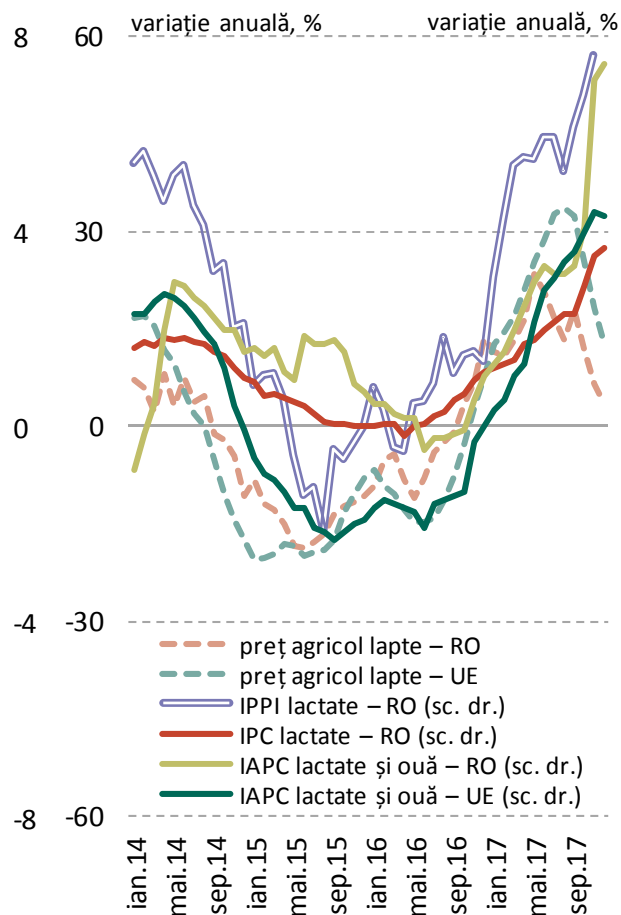
Sursa: INS, OPCOM, Bloomberg, estimări BNR

Dinamică anuală alertă a prețurilor alimentelor, reflectând deficite (temporare) de ofertă la nivel european, dar și surse interne de presiune inflaționistă

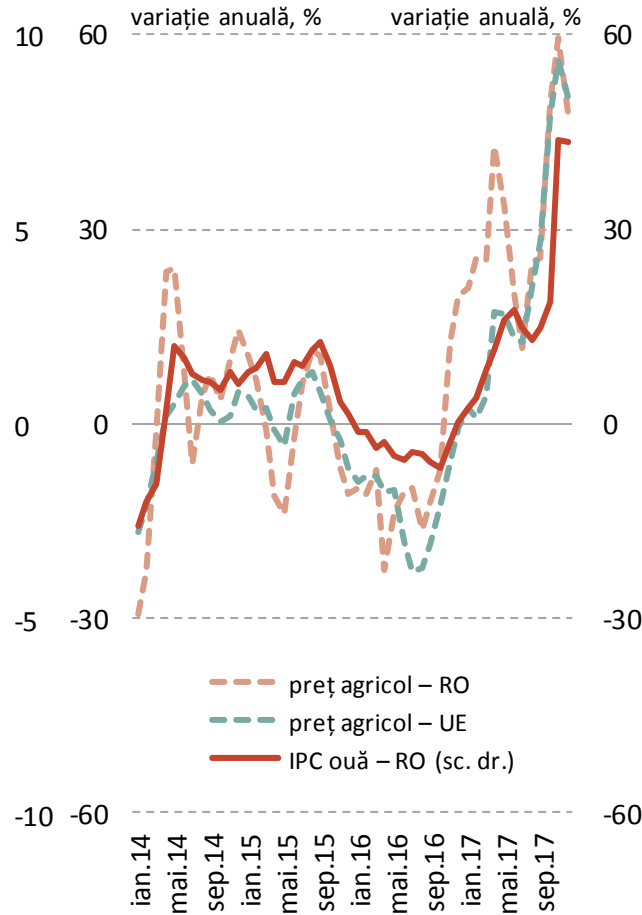
Carne și produse din carne



Lapte și produse lactate



Ouă

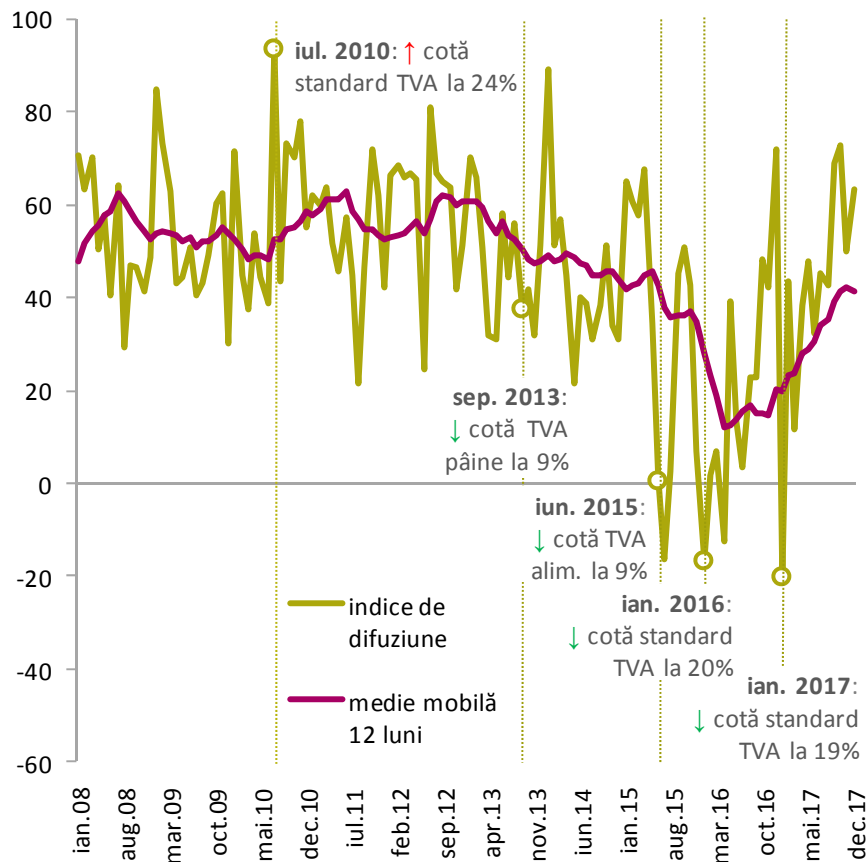


Notă: Prețurile de consum, atât cele din România, cât și cele europene sunt exprimate la taxe constante.

Sursa: CE, Eurostat, INS, estimări BNR

Condițiile interne (excedent de cerere, costuri mai mari) explică extinderea creșterilor de prețuri la majoritatea componentelor coșului de consum

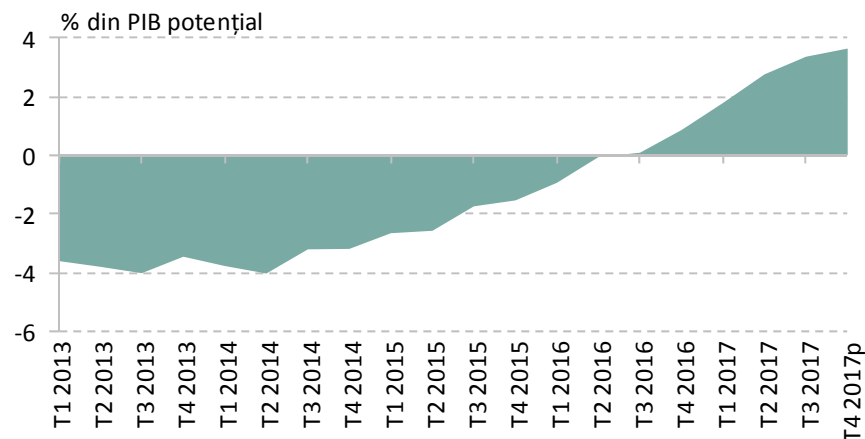
Indicele de difuziune al IPC



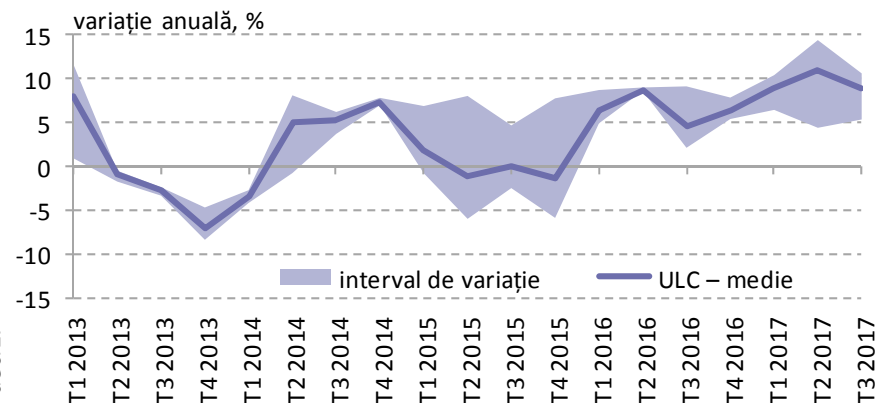
Notă: Indicele de difuziune este calculat ca diferență între suma ponderilor bunurilor și serviciilor din IPC care au înregistrat rate lunare ale inflației pozitive și suma ponderilor celor care au consemnat rate lunare ale inflației negative (grad de acoperire de 100 la sută din coșul de consum). Variațiile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

Sursa: Eurostat, INS, calcule și estimări BNR

Poziția ciclică a economiei



Costurile unitare cu forța de muncă

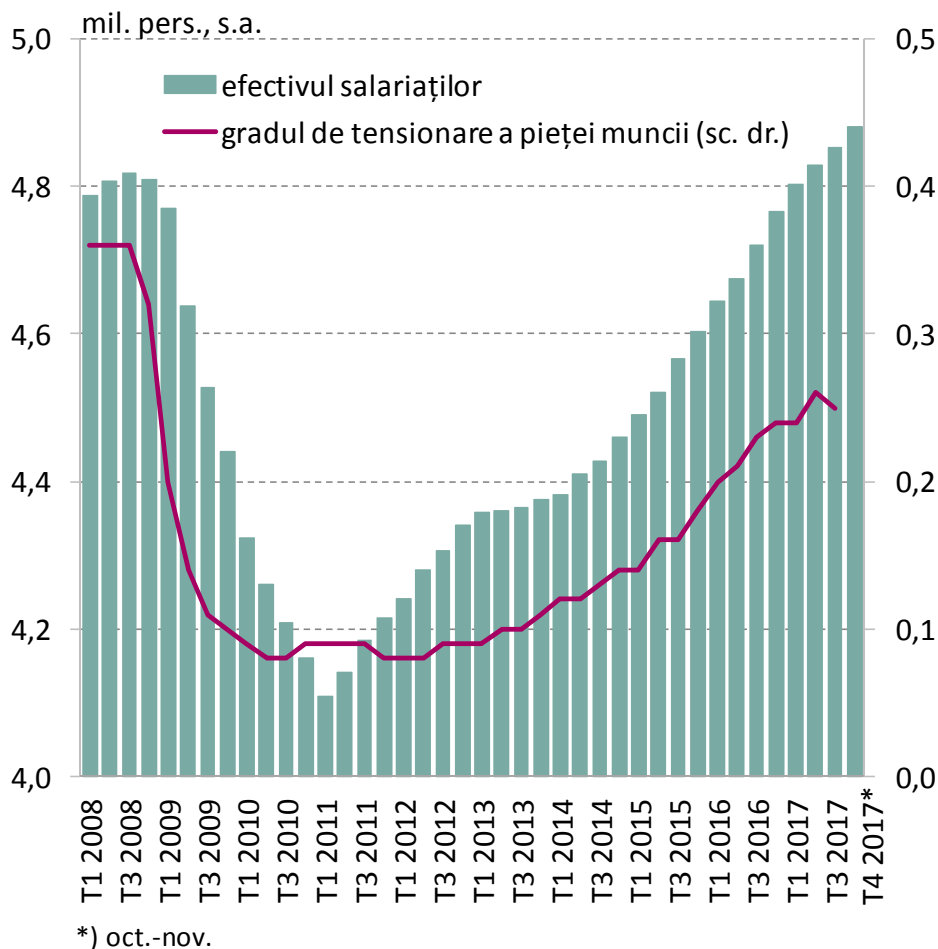


Notă: Măsurile ULC includ costul unitar cu forța de muncă în economie (atât în funcție de numărul de persoane, cât și de ore lucrate) și costul salarial unitar din industrie.

p) prognoză

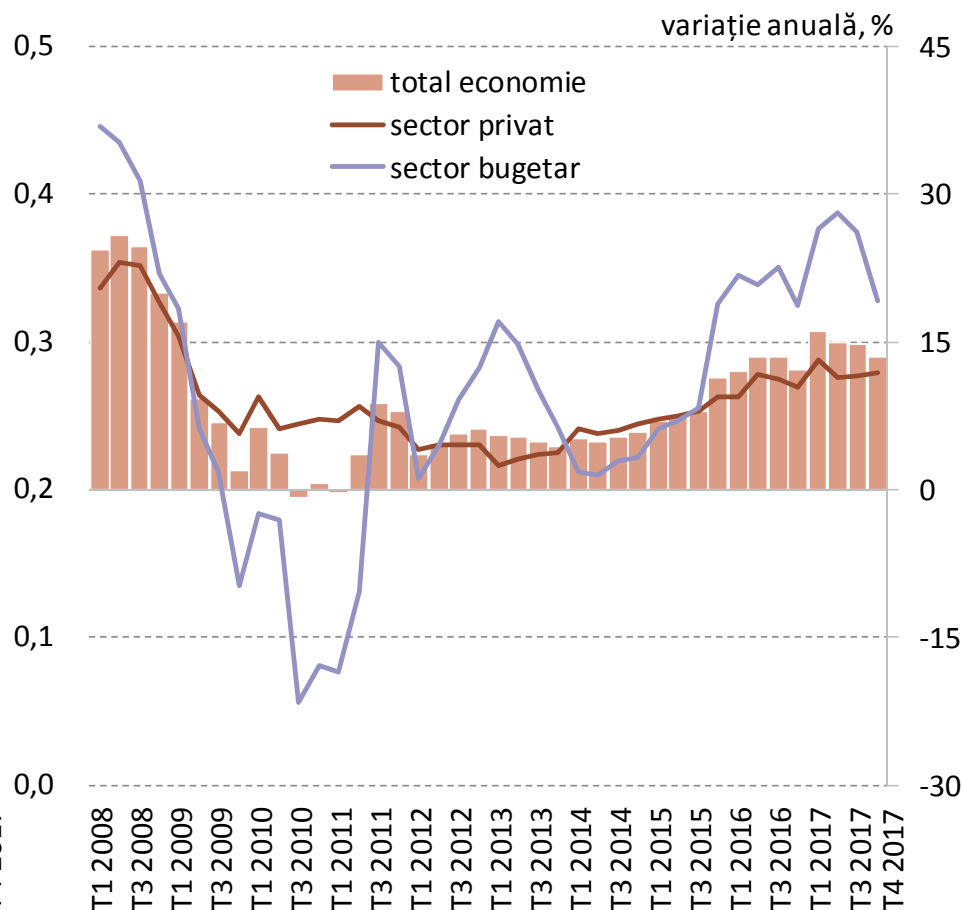
Piața muncii rămâne tensionată

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



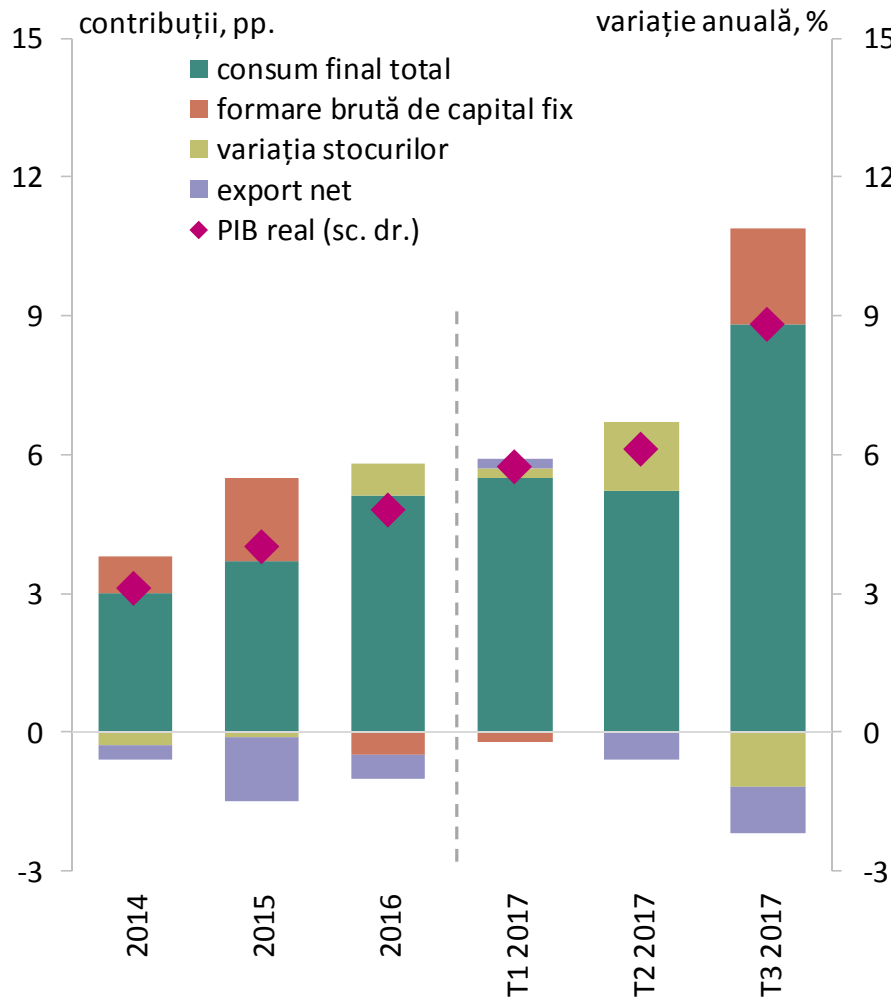
Sursa: INS, calcule BNR

Salariul mediu brut

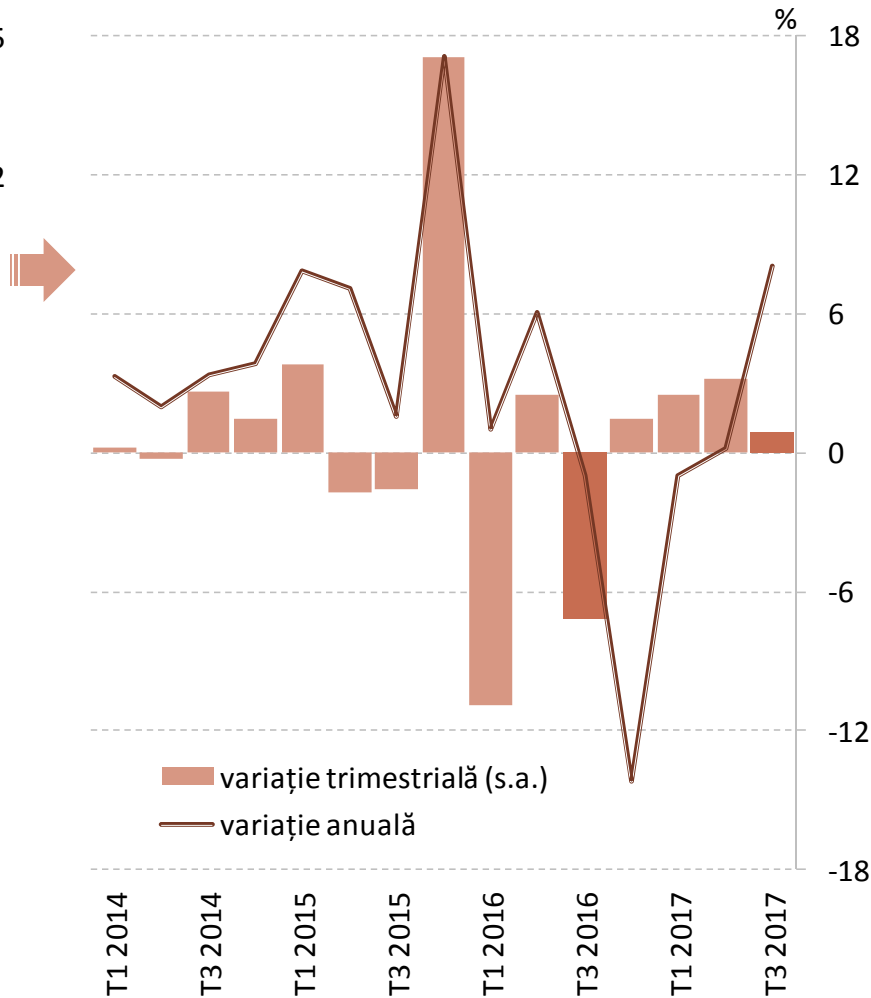


Consumul rămâne motorul creșterii economice, cu repercusiuni asupra echilibrului extern; contribuție pozitivă a investițiilor, însă preponderent din efect de bază

Contribuții la creșterea economică



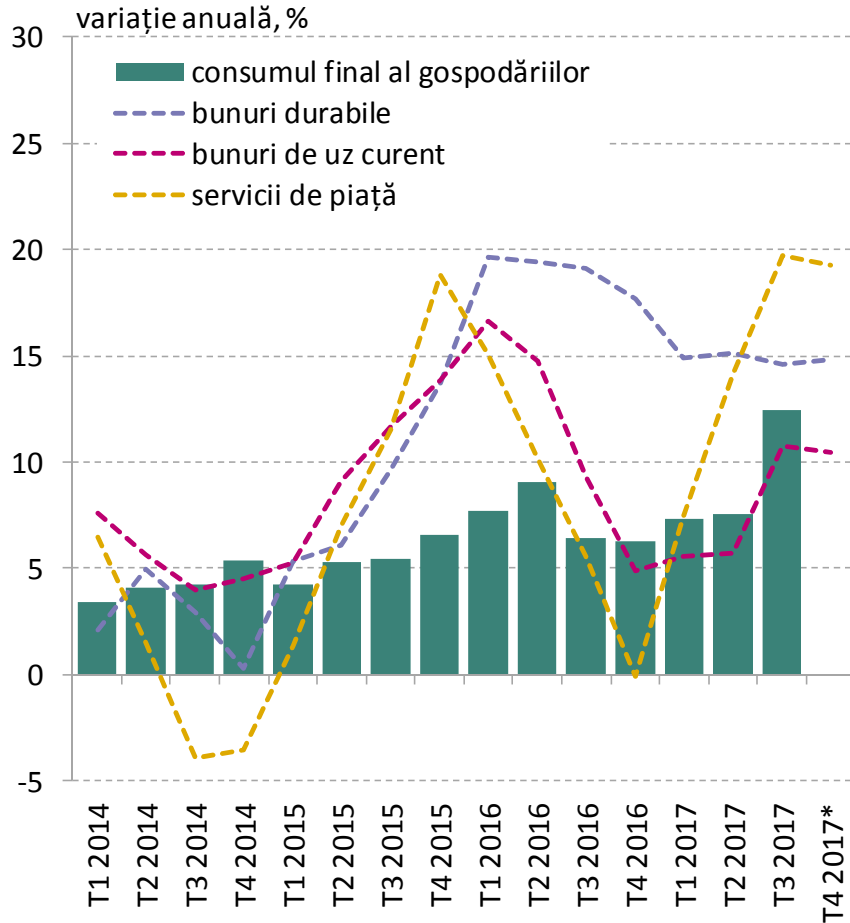
Formarea brută de capital fix



Sursa: INS

Consumul a accelerat în trimestrul III 2017, dar optimismul consumatorilor se temperează vizibil

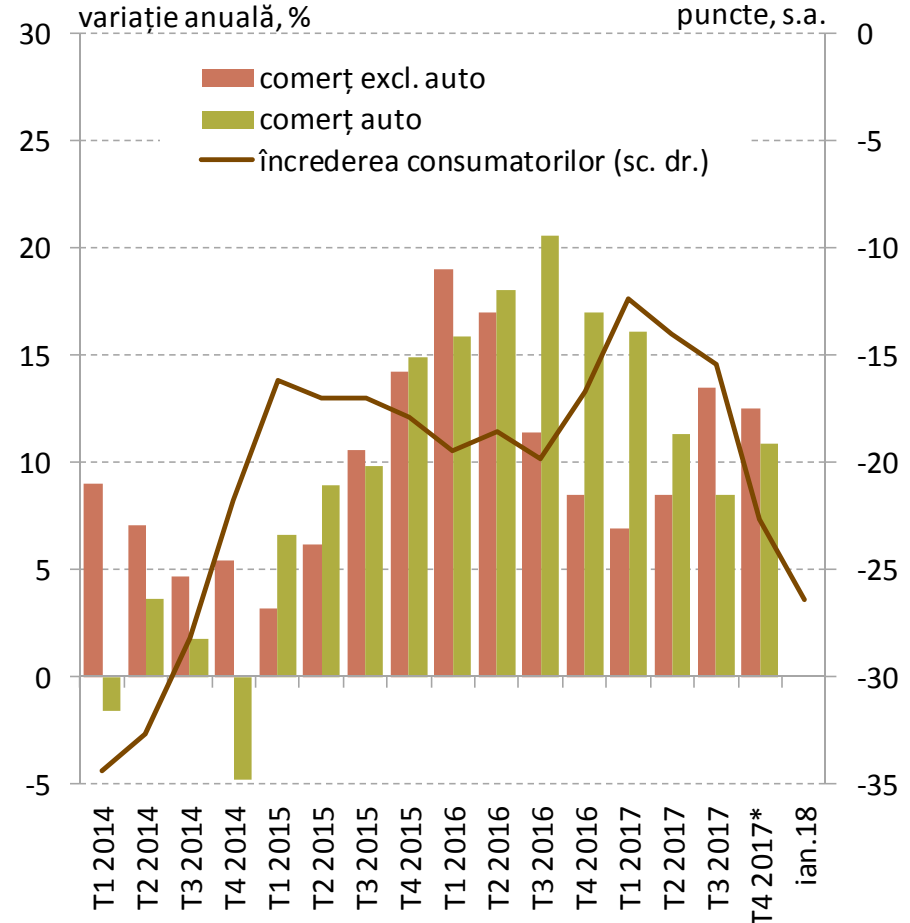
Consumul populației



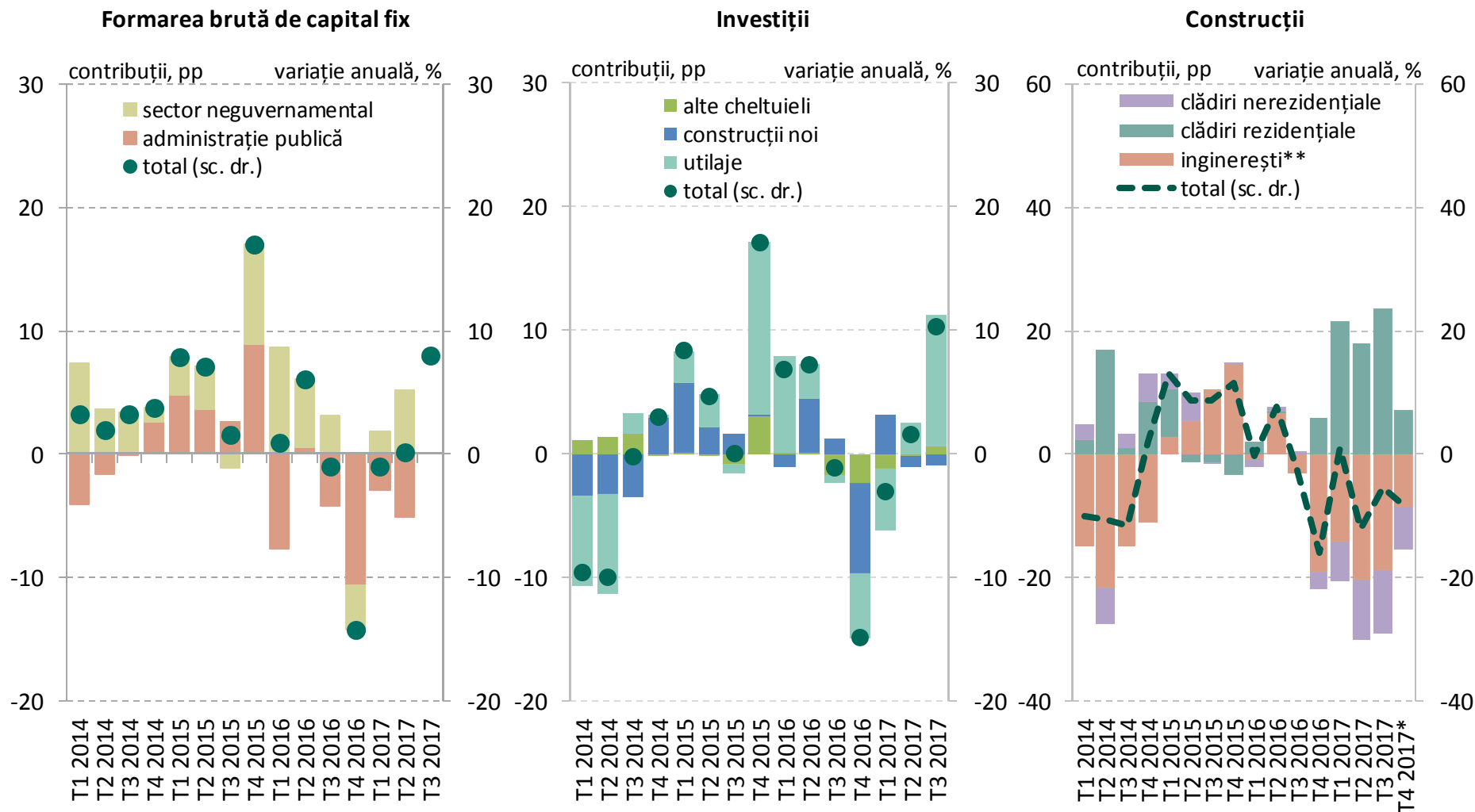
*) oct.-nov., cu excepția încrederii consumatorilor

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Comerțul și încrederea



Creștere semnificativă a investițiilor private în T3 2017 (utilaje, clădiri rezidențiale), dar declin persistent al investițiilor publice (construcții ingineresti)



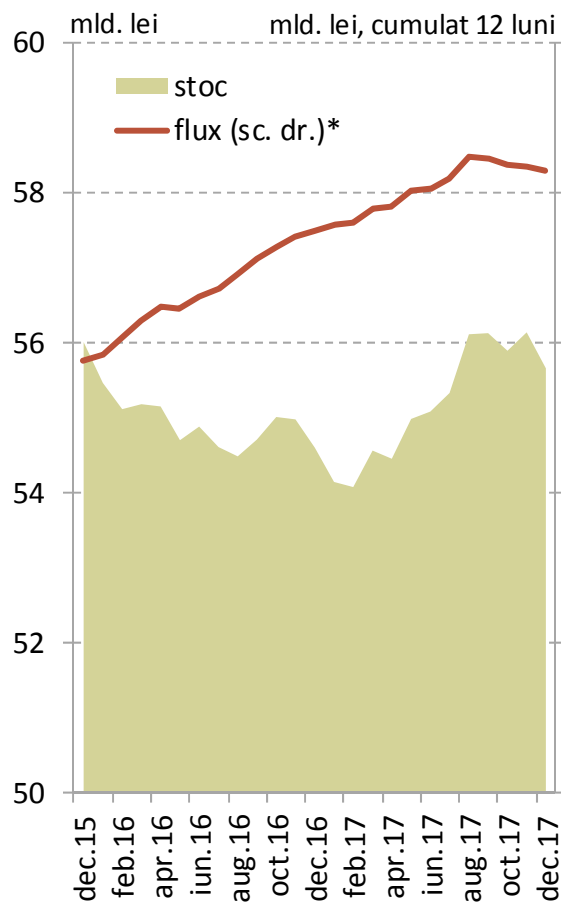
*) oct.-nov.

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

Sursa: INS, calcule BNR

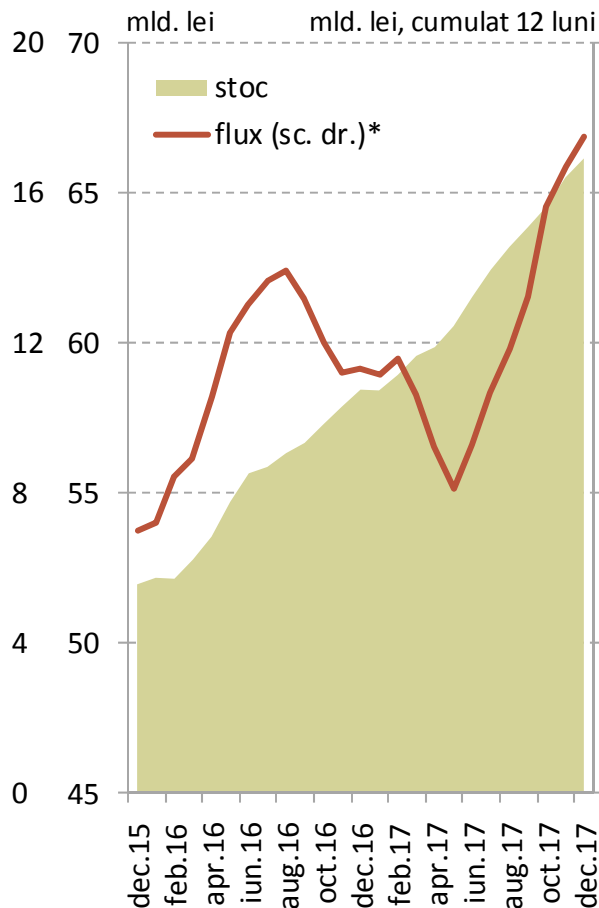
Creditul acordat populației își continuă traiectoria ascendentă

Credit de consum

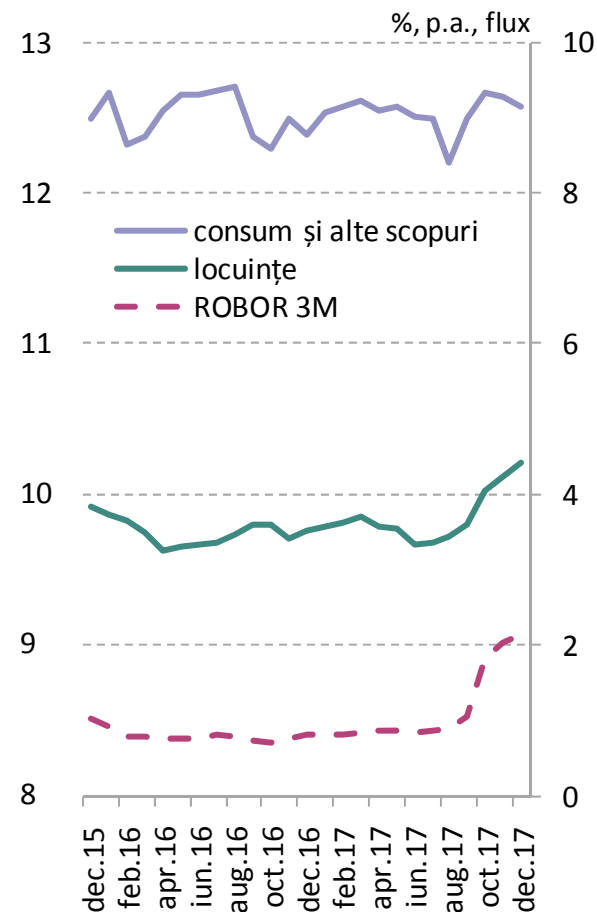


*) excl. creditele renegociate

Credit pentru locuințe



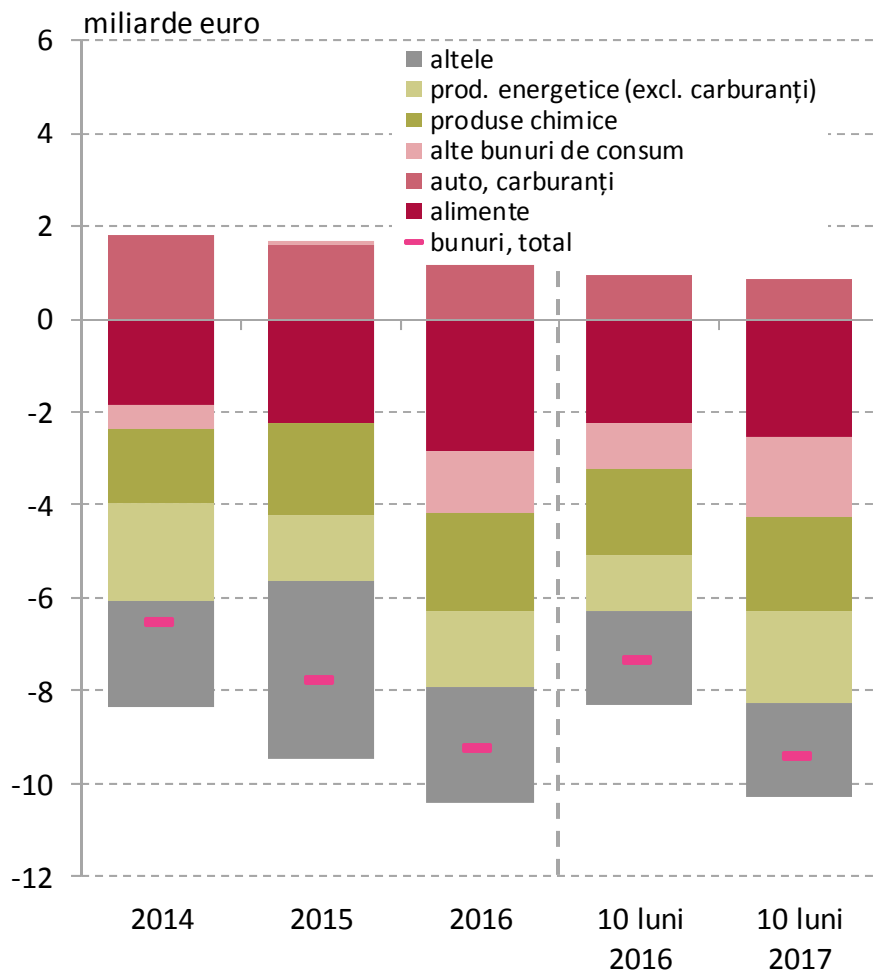
Ratele dobânzilor pentru creditele în lei acordate populației



Sursa: BNR

Deficitul comercial continuă să se adâncească; un punct nevralgic este reprezentat de segmentul alimentar

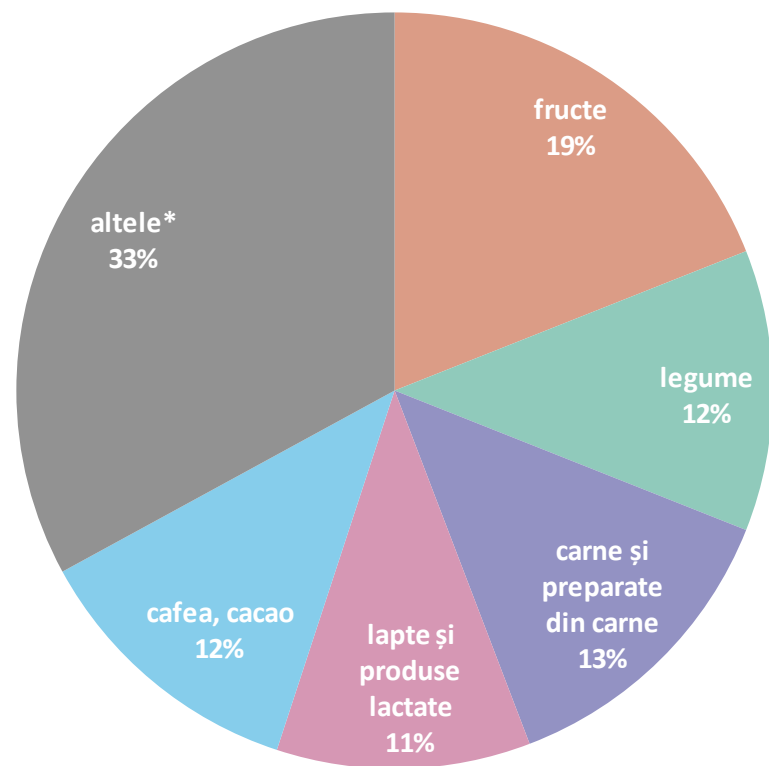
Deficit comercial



Notă: Exclusiv bunurile fabricate în sistem *lohn*.

Sursa: Comext, Eurostat, calcule BNR

Deficit comercial – bunuri alimentare (10 luni 2017)

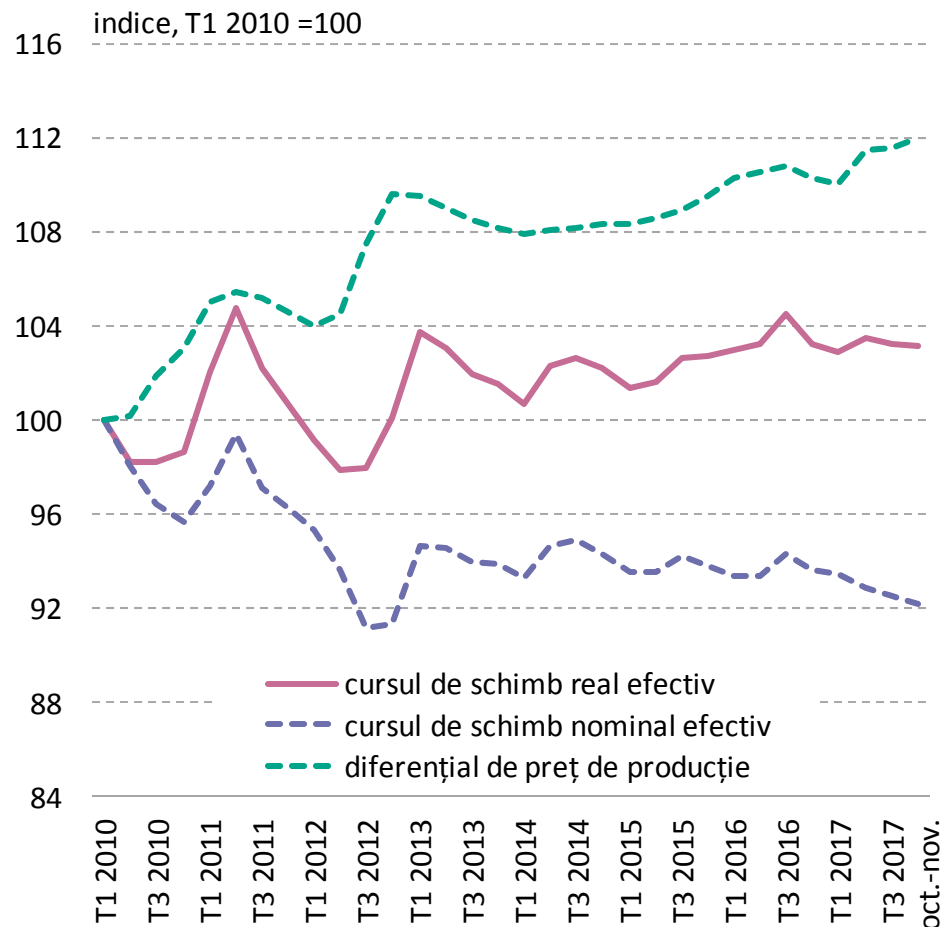


*) produse de panificație, pește, dulciuri etc.

Notă: Inclusiv produse prelucrate industrial.

Competitivitate scăzută a industriei alimentare, dar nu neapărat prin preț

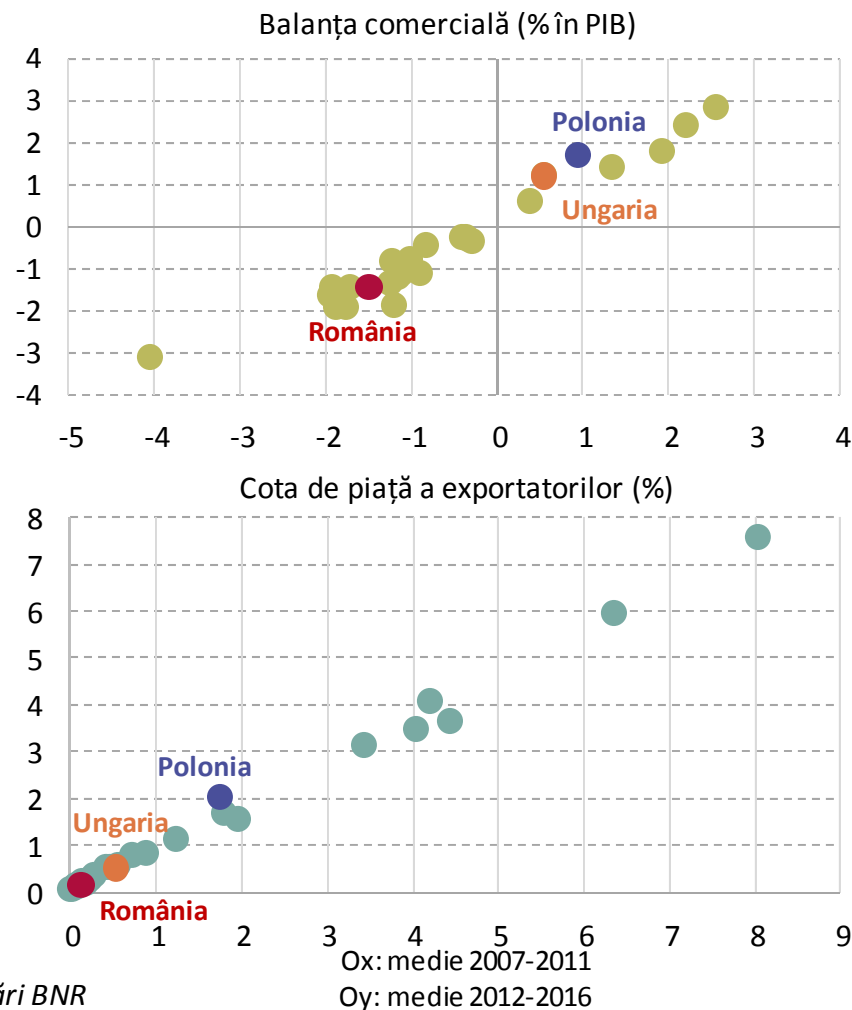
**Cursul de schimb efectiv calculat pe baza prețurilor de producție
– industria alimentară –**



*) exclusiv cereale, plante oleaginoase și animale vii

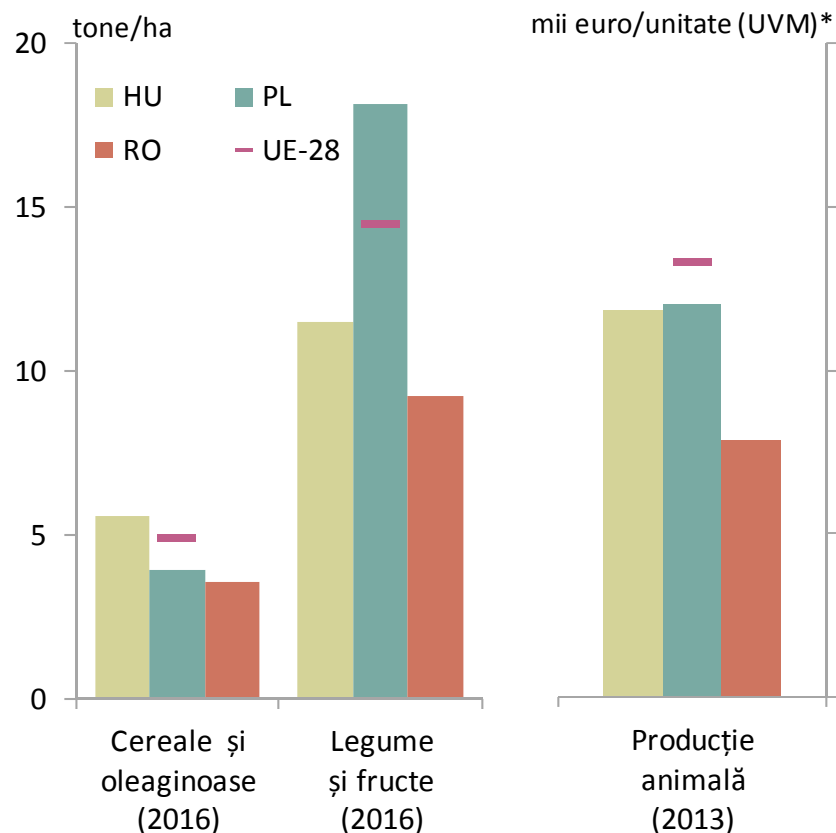
Sursa: Banca Japoniei, Eurostat, UNCTAD, US BLS, WIOD, calcule și estimări BNR

**Competitivitatea relativă a statelor membre ale UE
– segmentul agroalimentar* –**

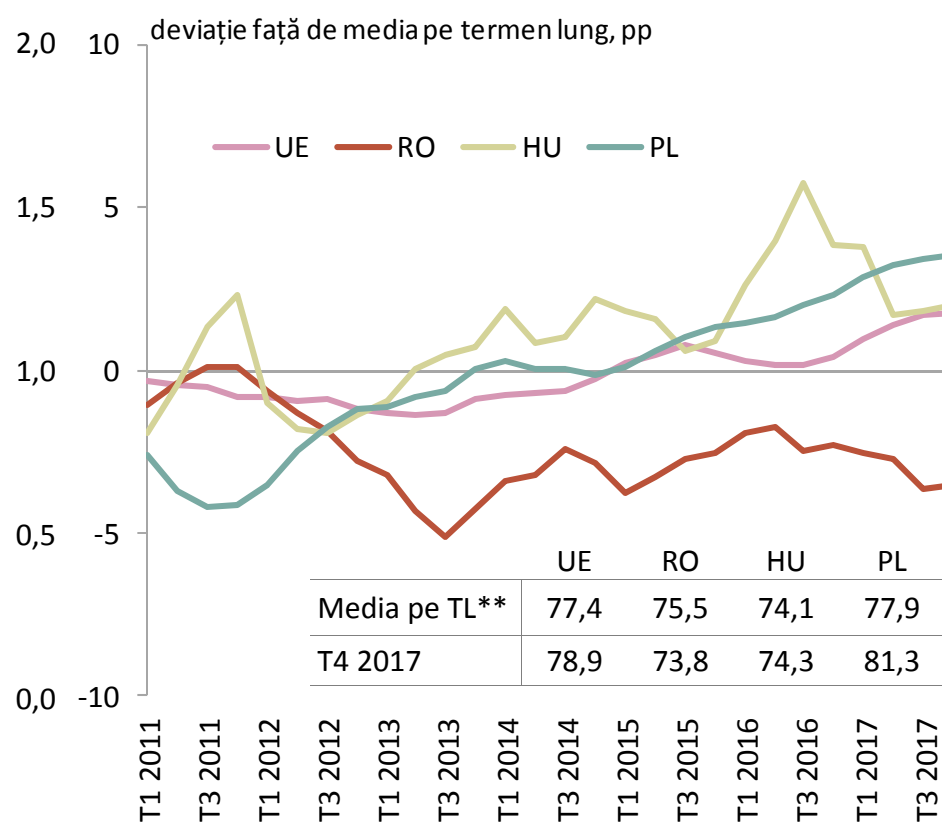


Randamentele scăzute și subutilizarea capacităților de producție în industria de profil, în pofida unei cereri în creștere alertă, indică deficiențe structurale

**Randamente
– agricultură –**



**Gradul de utilizare a capacităților de producție
– industria alimentară –**



*) Unitate Vită Mare (standard)

Notă: Valorile pentru UE-28 s-au obținut prin agregarea datelor disponibile.

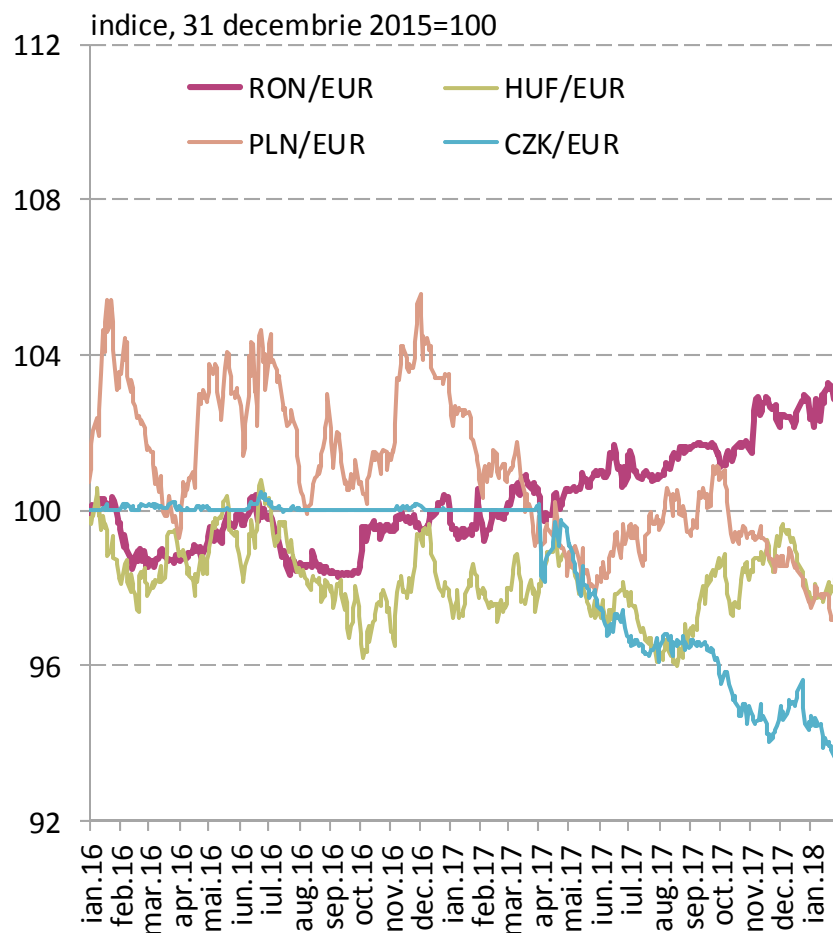
Sursa: CE-DG ECFIN, Eurostat, calcule BNR

**) 2005-2017 (2010-2017 în cazul Poloniei)

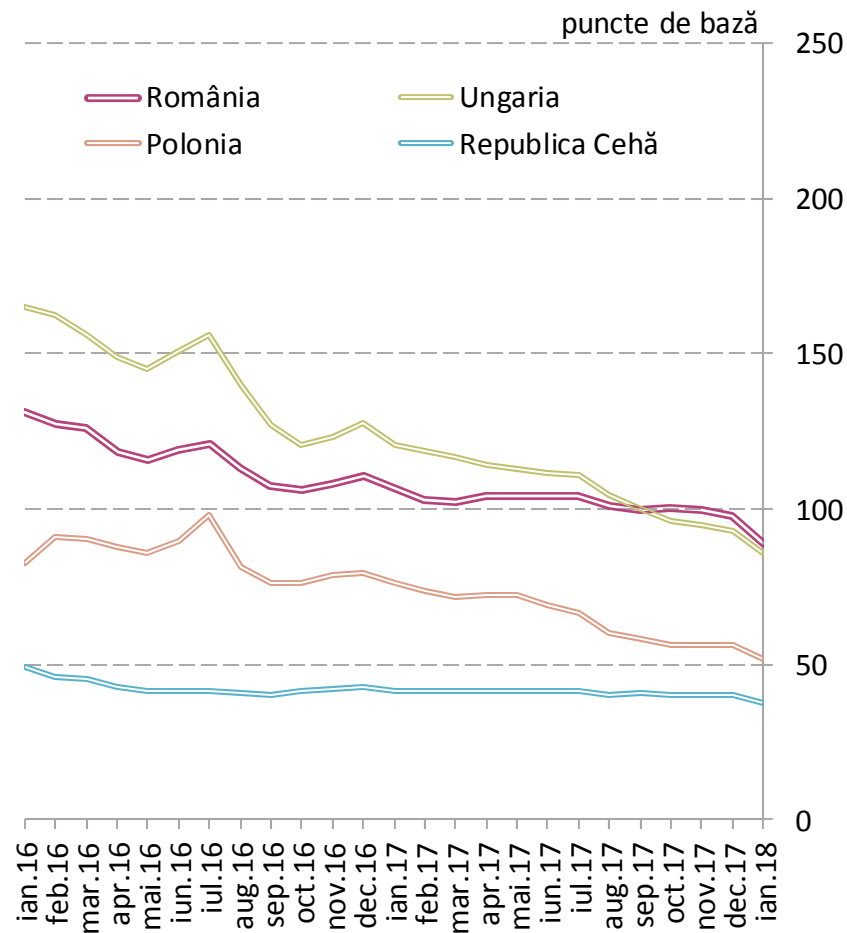
Notă: Deviația pe termen lung este calculată ca medie mobilă pe 4 trimestre.

Presiuni de depreciere a leului în T4 2017, în disonanță cu cele prevalente în regiune, ...

Cursuri de schimb



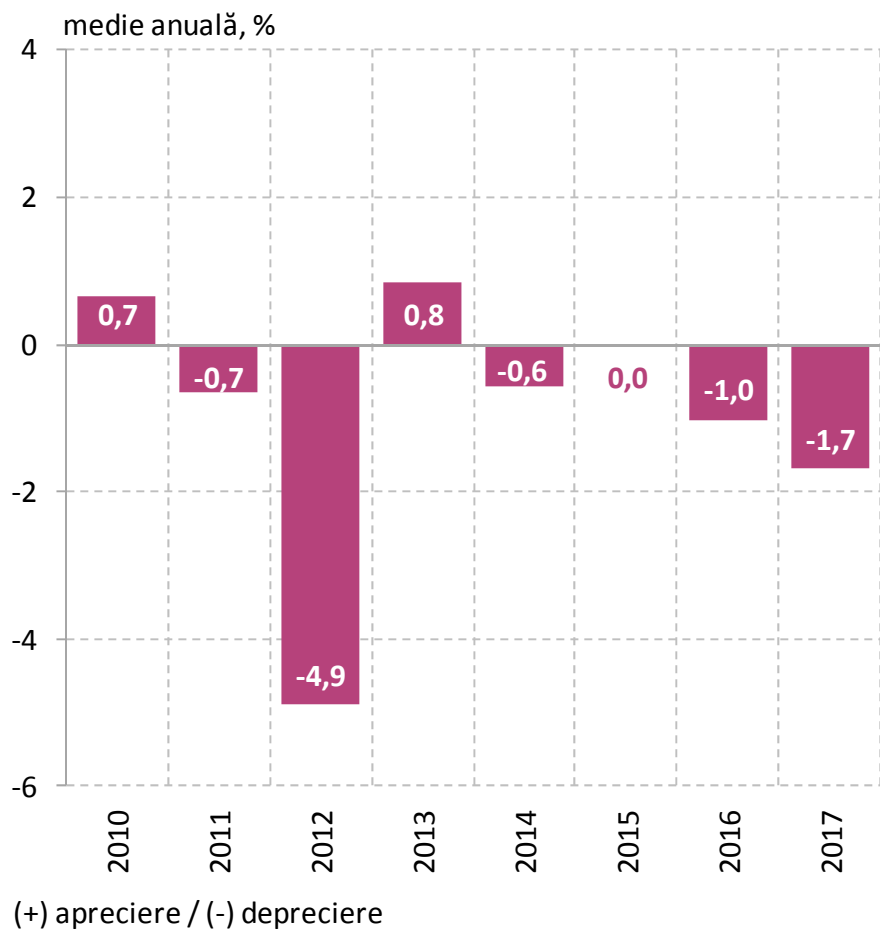
Prima de risc (*spread-uri CDS, 5 ani*)



Sursa: BCE, Reuters

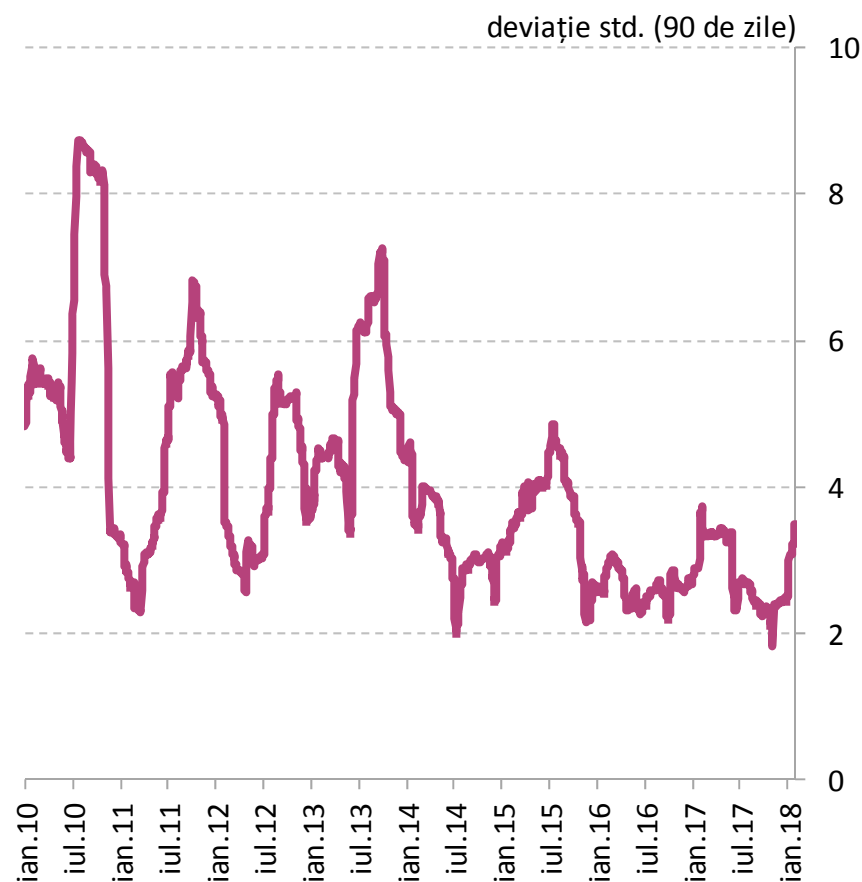
... însă la nivelul întregului an variația cursului de schimb EURRON rămâne moderată

Variația cursului de schimb al leului față de euro



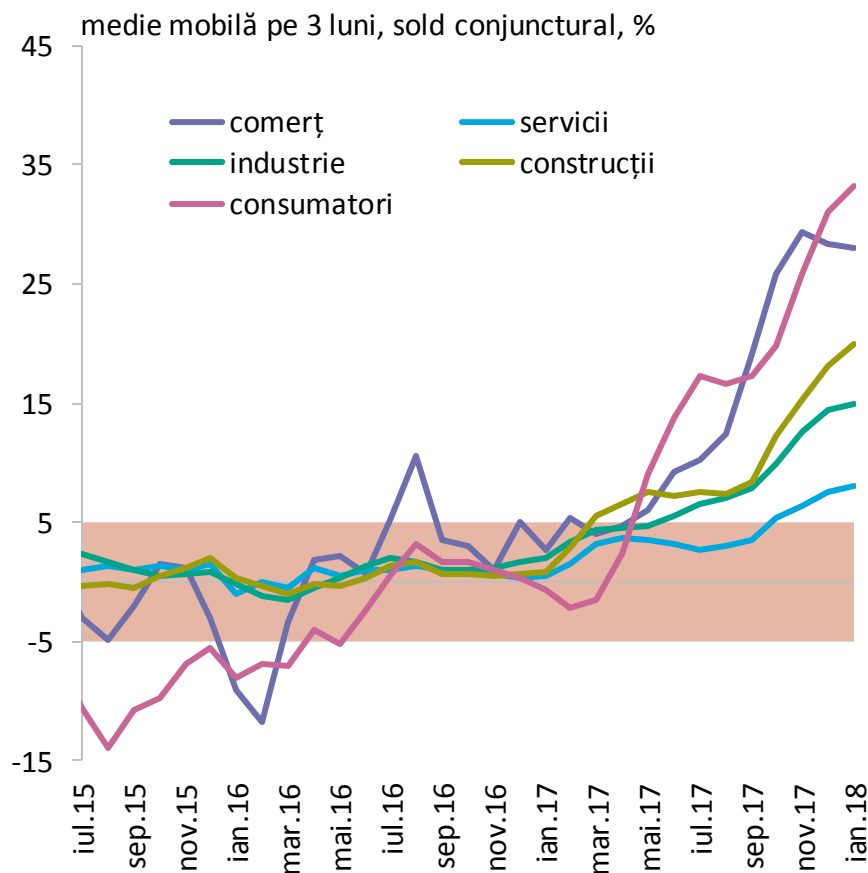
Sursa: BNR, Bloomberg

**Volatilitatea istorică
a cursului de schimb EURRON**

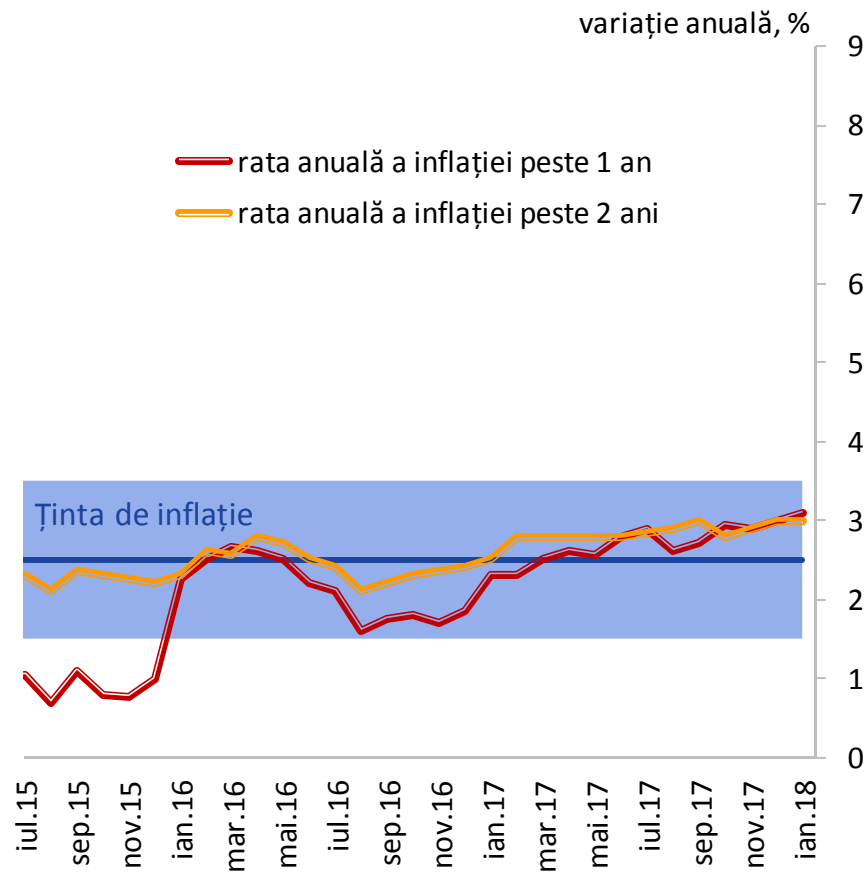


Salt al anticipațiilor inflaționiste pe orizontul scurt; tendință ușor ascendentă pe termen mai lung

Așteptările operatorilor economici*



Așteptările analiștilor bancari



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

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

Rata anuală a inflației IPC

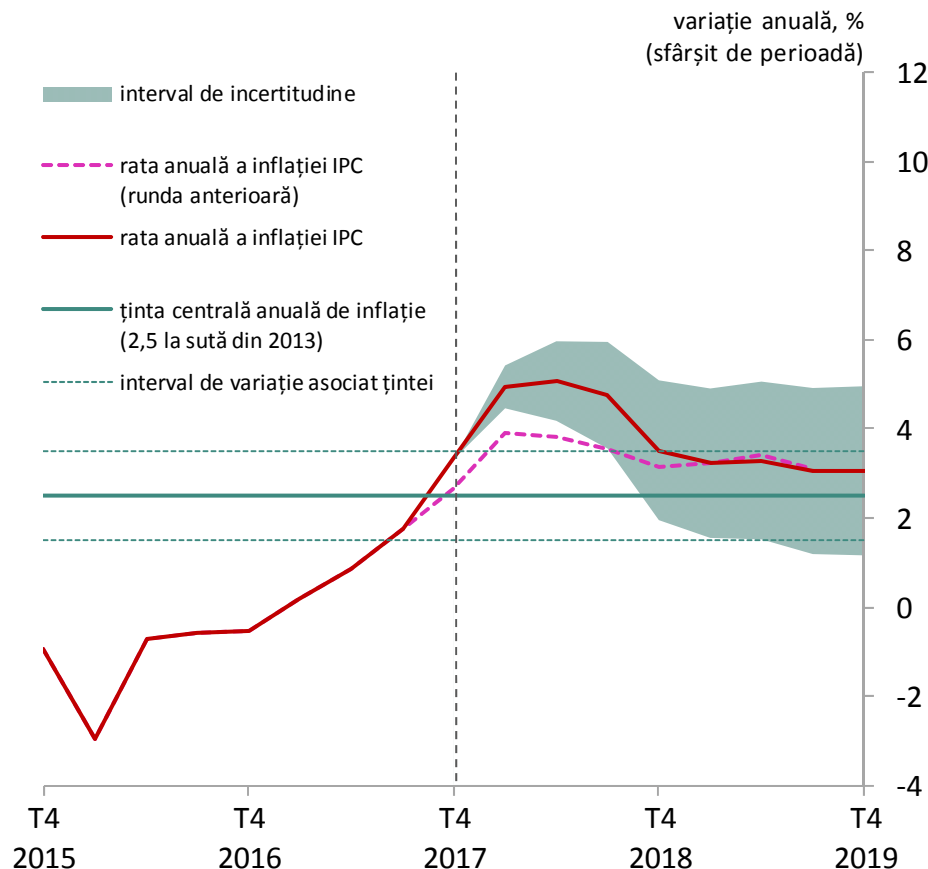
❑ **Valori prognozate** (în paranteză, diferențe față de Ral nov. 2017):

✓ **3,5 la sută** în decembrie 2018
(+0,3 pp)

✓ **3,1 la sută** în decembrie 2019

❑ Accelerarea ratei anuale a inflației în primele trei trimestre ale anului 2018 se datorează acelor componente ale coșului de consum exogene sferei de acțiune a politicii monetare

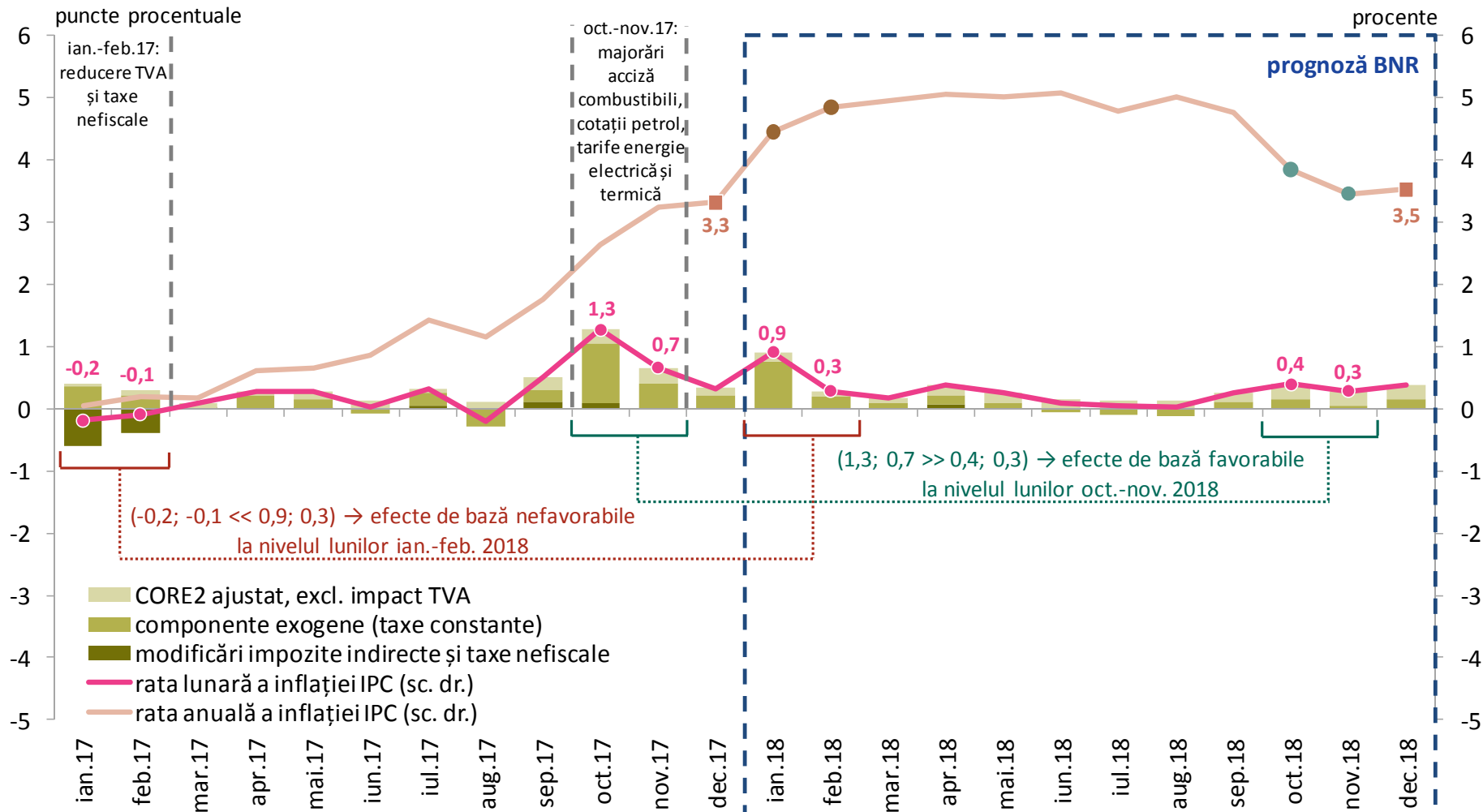
❑ Epuizarea acestui puseu inflaționist are ca efect reîntrarea indicatorului în intervalul țintei începând cu T4 2018



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2017. Magnitudinea erorilor de prognoză este corelată pozitiv cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Rolul „efectelor de bază” – accelerarea ratei anuale a inflației IPC în prima parte a anului 2018, urmată de o decelerare consistentă în a doua parte a anului

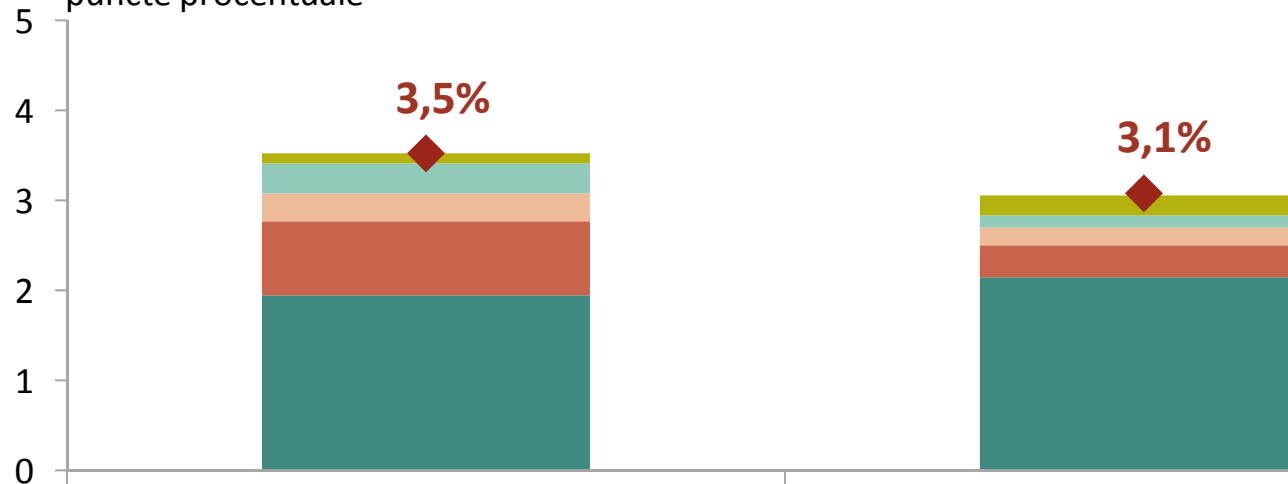


Observație: La începutul anului 2018, impactul aferent epuizării efectelor statistice de runda I asociate reducerii impozitelor indirecte în ianuarie 2017 și eliminării unor taxe nefiscale în februarie 2017 este evaluat la aproximativ +0,7 puncte procentuale.

Sursa: INS, proiectii BNR

Contribuția componentelor la proiecția ratei anuale a inflației – dec. an T/dec. an T-1 –

puncte procentuale



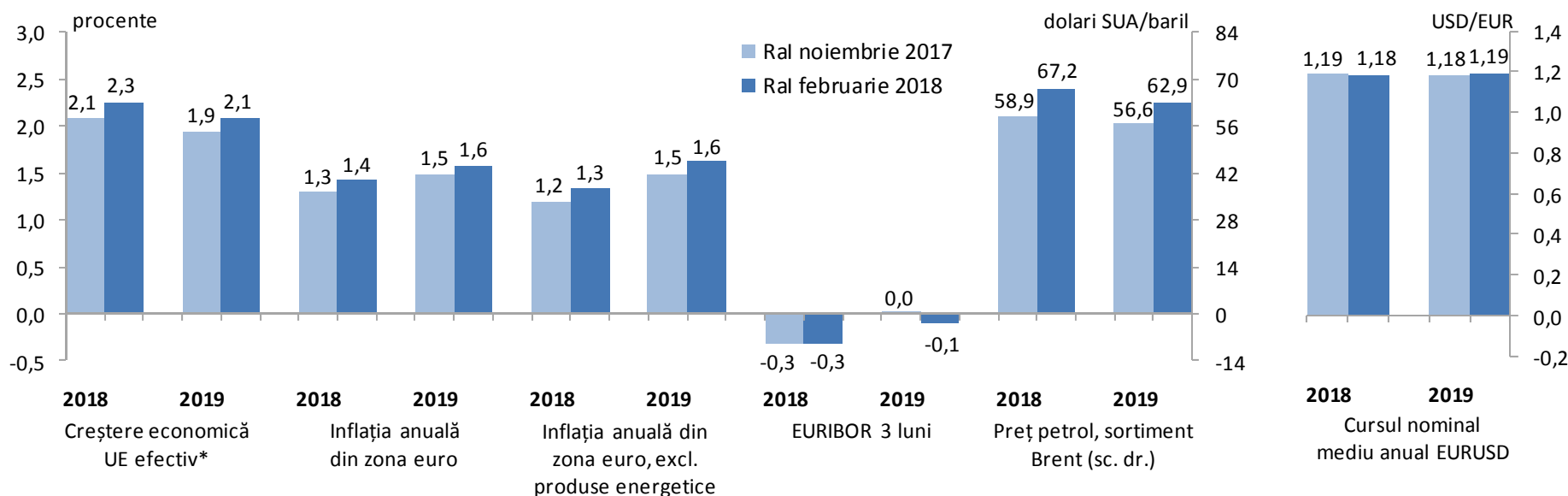
	2018	2019
produse din tutun și băuturi alcoolice	0,1	0,2
combustibili	0,3	0,1
prețuri LFO	0,3	0,2
prețuri administrate	0,8	0,4
CORE2 ajustat	2,0	2,1
inflația IPC	3,5	3,1

Notă: Valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală.

Sursa: INS, proiecții BNR

Ipoteze externe ale proiecției

- Consolidarea activității economice a partenerilor comerciali* ai României, cu efecte favorabile asupra trendului PIB UE efectiv
- Rata medie anuală a inflației pentru zona euro în creștere, dar se menține sub nivelul de 2 la sută
- Cotații ale petrolului Brent peste cele luate în calcul în runda precedentă și dinamici anuale mai ridicate doar în 2018
- Persistența configurației acomodative a politicii monetare a BCE: rate negative ale dobânzii EURIBOR 3M



*) Cererea externă pentru produsele de export românești este evaluată pe baza unui indicator efectiv, calculat utilizând structura exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE .

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

Presiuni exogene asupra inflației

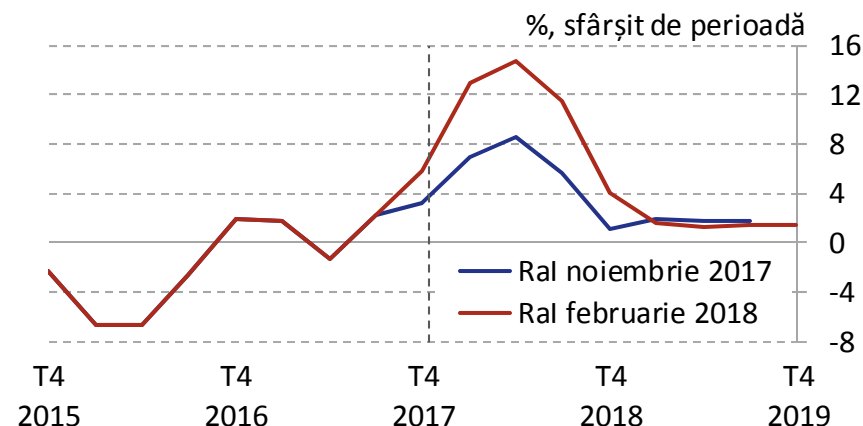
□ Dinamica anuală prognozată a **prețului combustibililor**:

- ✓ Sub influența unor creșteri anuale mai ridicate ale prețului petrolului și a așteptărilor privind inflația în 2018

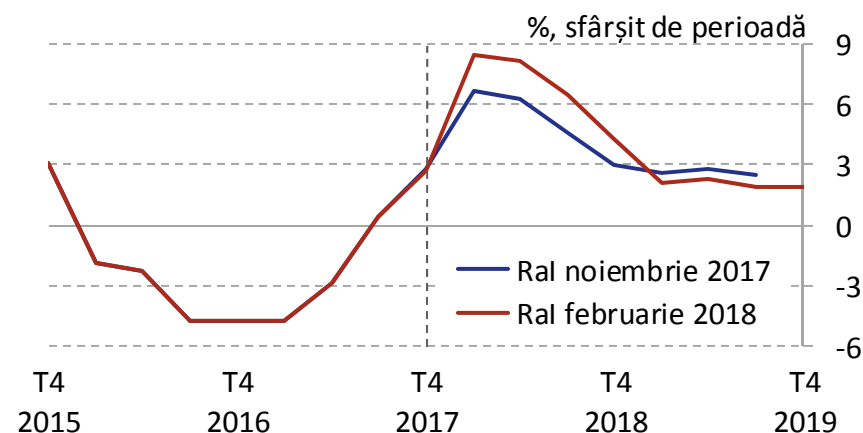
□ Dinamica anuală prognozată a **prețurilor administrate**:

- ✓ Mai rapidă în 2018 decât în runda anterioară, ca urmare a majorării prețului plătit de consumatorii casnici pentru gazele naturale

Variația anuală a prețurilor combustibililor



Variația anuală a prețurilor administrate



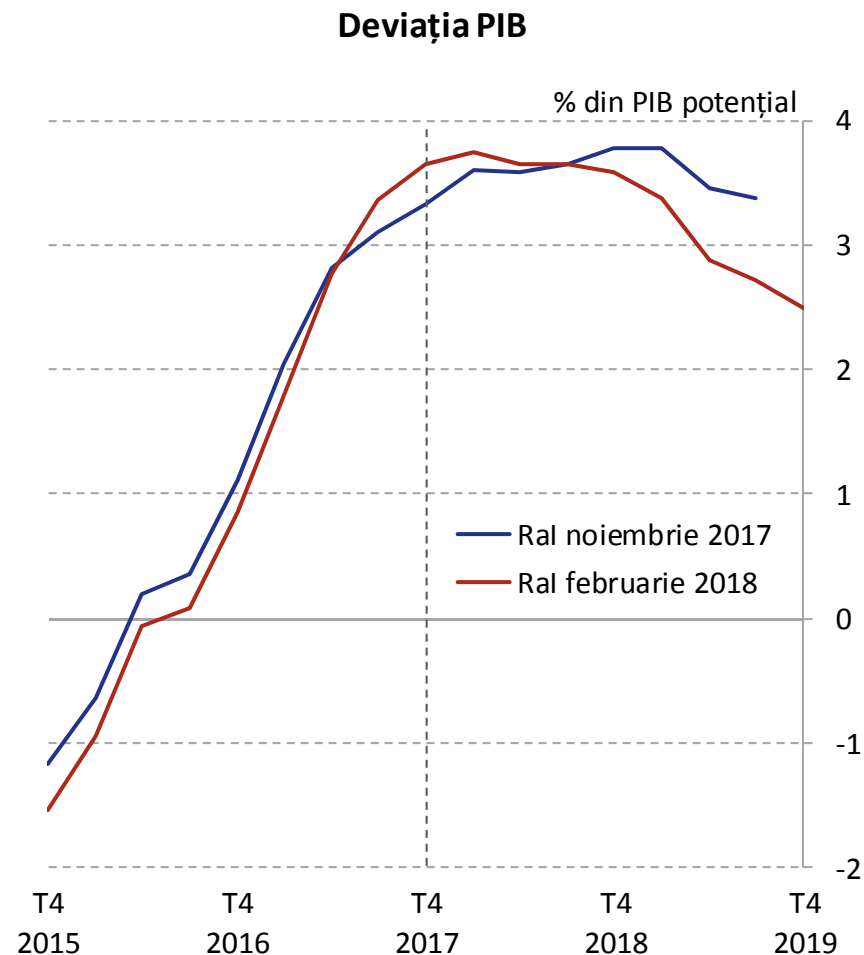
Sursa: INS, proiecții BNR

Revizuirea proiecției deviației PIB

– comparație cu runda anterioară de prognoză –

Factori	Sensul de acțiune asupra revizuirii deviației PIB*	
	2018	2019
Condițiile monetare reale în sens larg: stimulative, dar în diminuare până la valori neutre pe parcursul anului 2019	↓	↓
Reducerea componentei ciclice a cererii externe, în condițiile unei creșteri economice robuste a PIB UE efectiv	↓	↓
Conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor	↑	↓

*) săgețile orientate în sus/în jos semnifică influențe mai stimulative/mai puțin stimulative asupra deviației PIB comparativ cu runda anterioară de prognoză



Sursa: estimări și proiecții BNR

Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat – determinanți –

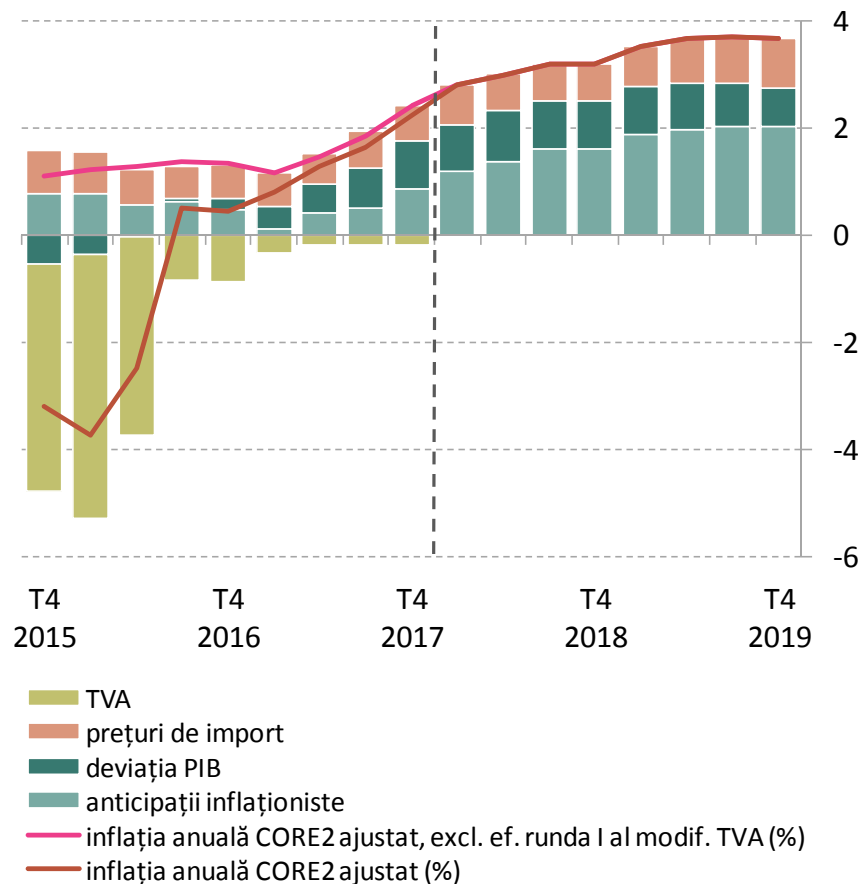
- Anticipată a continua să se plaseze pe o traiectorie ascendentă pe parcursul anului 2018, ...

- ✓ Creșterea anticipațiilor privind inflația
- ✓ Menținerea preconizată a excedentului de cerere agregată la un nivel ridicat

- ... ulterior cunoscând o relativă stabilizare, la un nivel situat însă peste limita superioară a intervalului țintei

- ✓ Menținerea pe termen mediu a anticipațiilor privind inflația la valori situate ușor peste 3 la sută
- ✓ Temperarea excedentului de cerere agregată, pe fondul caracterului aproximativ neutru al condițiilor monetare reale în sens larg

Contribuții la inflația anuală CORE2 ajustat (pp)

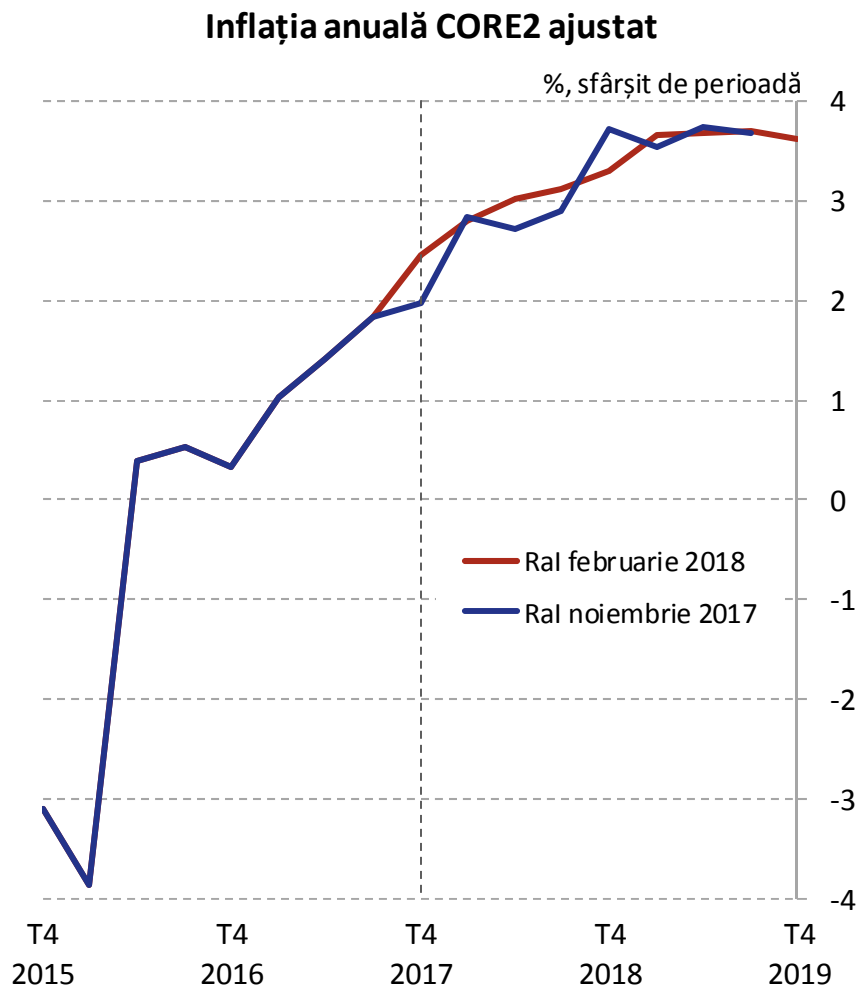


Notă: În grafic, inflația anuală CORE2 ajustat este calculată ca medie trimestrială, în concordanță cu determinanții săi modelați econometric.

Sursa: calcule BNR

Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat – comparație cu runda anterioară de prognoză –

- Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus pe parcursul primelor trei trimestre ale anului curent, ...
- ... urmând a se poziționa doar la sfârșitul anului la o valoare mai redusă
 - ✓ Epuizarea impactului semnificativ al șocurilor de ofertă care au afectat prețurile produselor agroalimentare în ultima parte a anului 2017



Sursa: INS, proiecții BNR

Potențiale cauze de abatere a inflației de la traiectoria proiectată

Cauze

Balanța riscurilor



Coordonatele mediului extern:

- fluxurile de capital adresate economiilor emergente, în contextul conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale și al creșterii aversiunii globale față de risc pe fondul accentuării tensiunilor geopolitice la nivel mondial și a volatilității de pe piețele financiare internaționale
- perspectivele de evoluție a activității economice și a inflației din zona euro/UE și din economiile emergente (în special, China)
- incertitudini cu privire la impactul asupra cadrului macroeconomic global al negocierilor aferente *Brexit*

Echilibrată

Prețurile materiilor prime pe piețele internaționale (produse energetice, mărfuri agroalimentare)

Echilibrată

Politica fiscală și cea a veniturilor:

- conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor, în contextul incertitudinii privind impactul acestora asupra cadrului macroeconomic și al posibilei reconfigurări a coordonatelor bugetului pe intervalul de prognoză

În sus

Piața muncii:

- grad de tensionare ridicat, cu potențial de a alimenta suplimentar atât costurile firmelor, cât și avansul consumului

În sus

Dinamica prețurilor administrate, condiționată de informațiile disponibile:

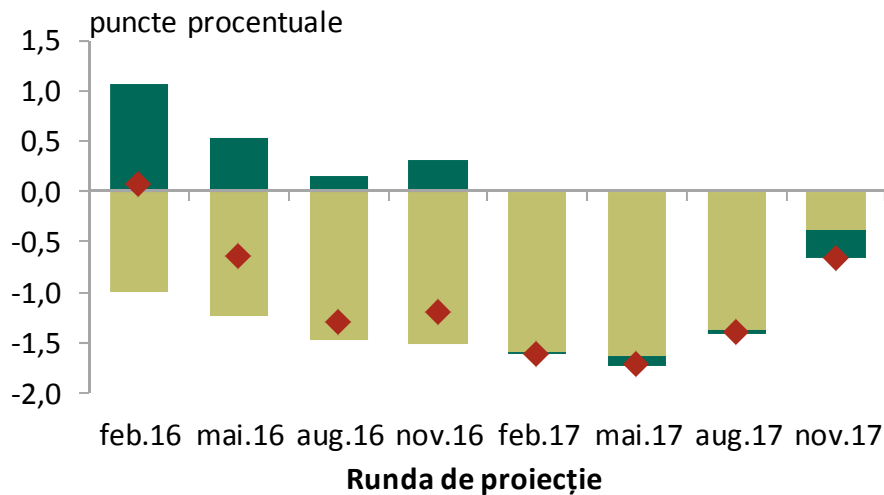
- incertitudini privind magnitudinea și etapizarea creșterilor prețurilor gazelor naturale și energiei electrice

În sus

Evaluarea erorilor de prognoză (*eroare = prognoză – valoarea înregistrată*) pentru inflația anuală IPC din decembrie 2017 (*valoarea înregistrată 3,3%*)

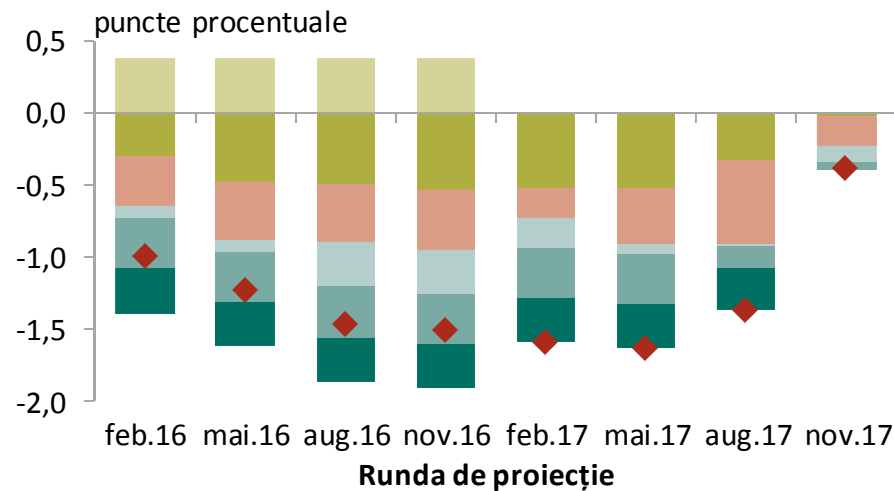
- ❑ Subestimare a ratei anuale a inflației IPC în majoritatea rundelor de proiecție → erori de prognoză plasate în intervalul (-1,7 pp; 0,1 pp)
- ❑ Contribuție predominantă atribuită componentelor exogene sferei de acțiune a politicii monetare
- ❑ Supraestimare a inflației de bază în primele două runde analizate, în contextul unui mediu global persistent dezinflaționist, cu impact asupra inflației importate

Contribuții la erorile de prognoză



■ CORE2 ajustat
■ componente exogene
♦ eroare de prognoză inflația IPC (dec./dec.)

Contribuția componentelor exogene la erorile de prognoză



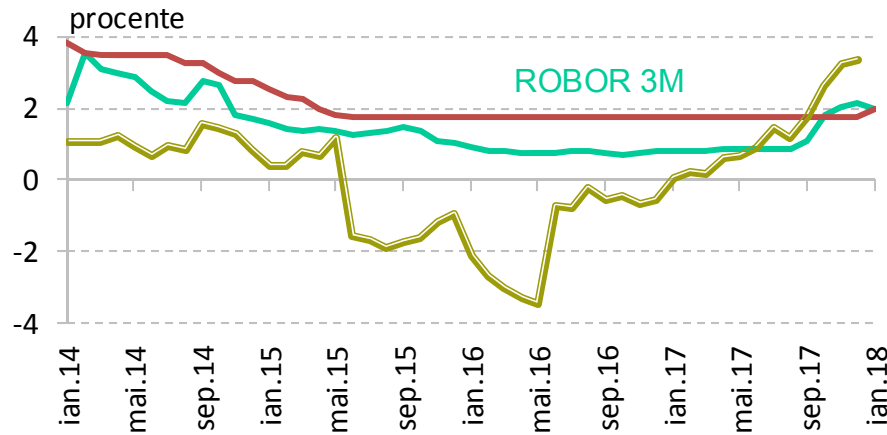
■ acciză combustibili
■ produse din tutun și băuturi alcoolice
■ combustibili excl. ef. runda I modif. acciză
■ prețuri administrate excl. impact taxe nefiscale
■ taxe nefiscale
■ prețuri LFO
♦ total exogene

Sursa: calcule BNR

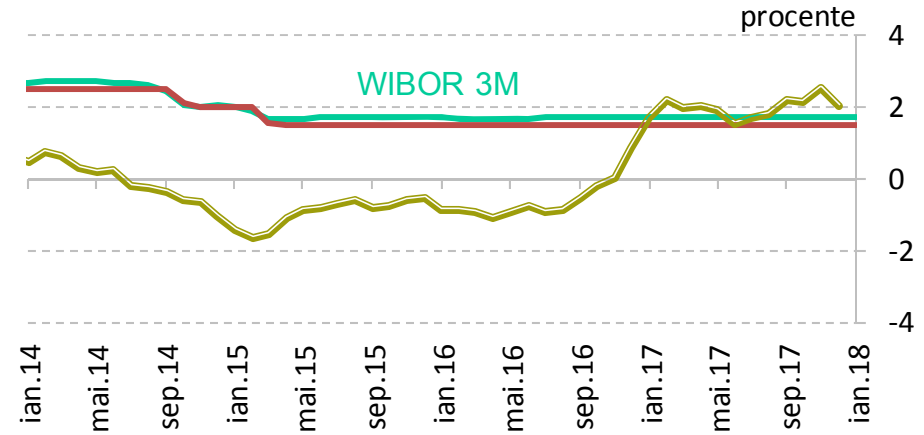
Sursa: calcule BNR

Ecartul negativ între ratele dobânzilor și rata anuală a inflației caracterizează nu doar regiunea, ...

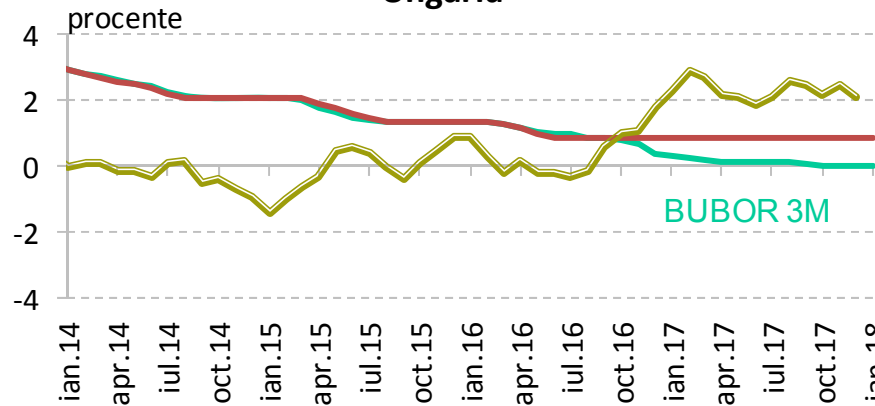
România



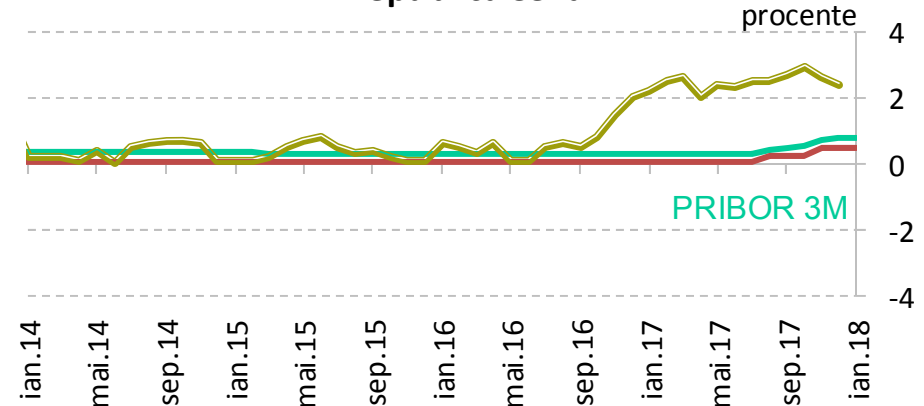
Polonia



Ungaria



Republica Cehă



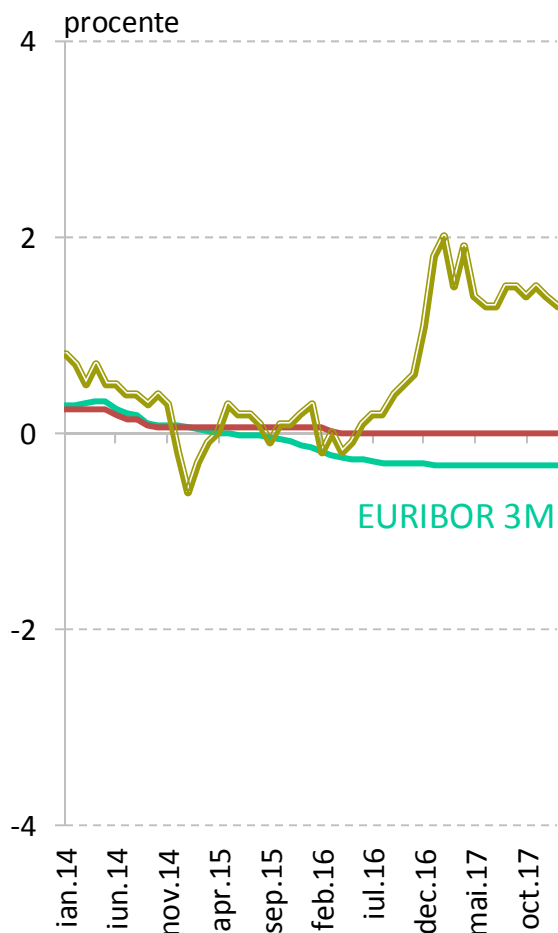
— rata dobânzii de politică monetară

— rata anuală a inflației

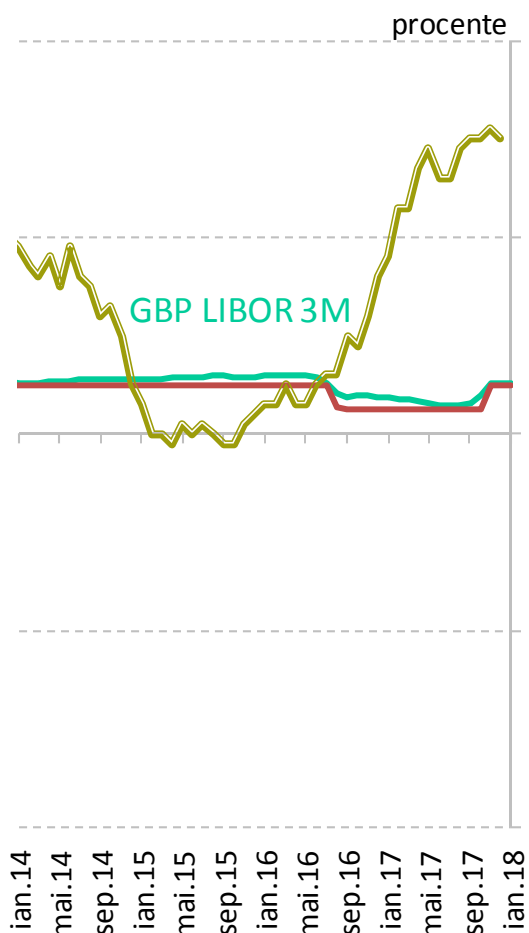
Sursa: Bloomberg, BNR, bănci centrale naționale

... ci și țări europene avansate, în România fiind totuși de dată mai recentă

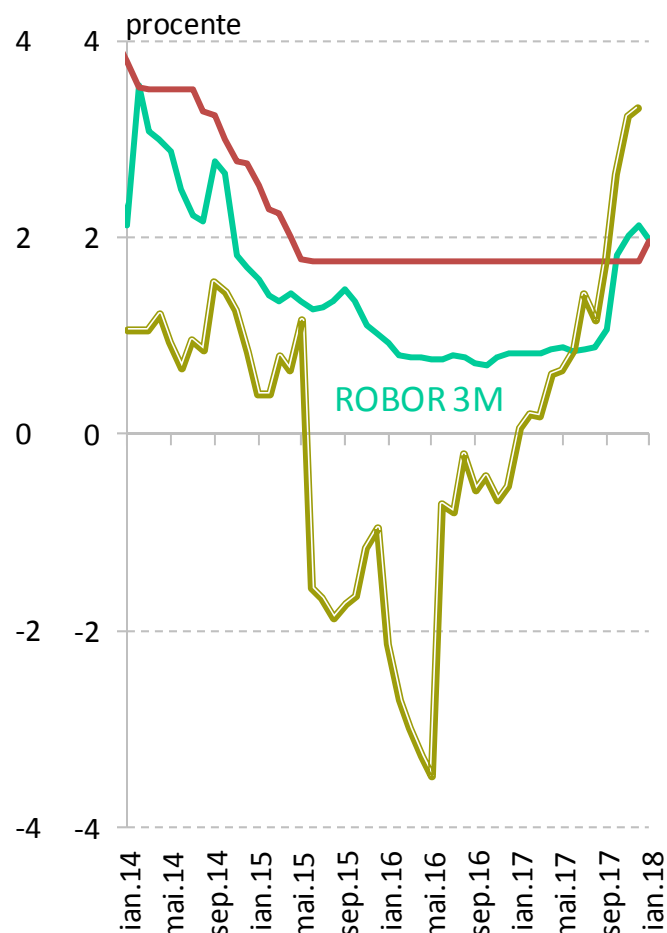
Zona euro



Marea Britanie



România



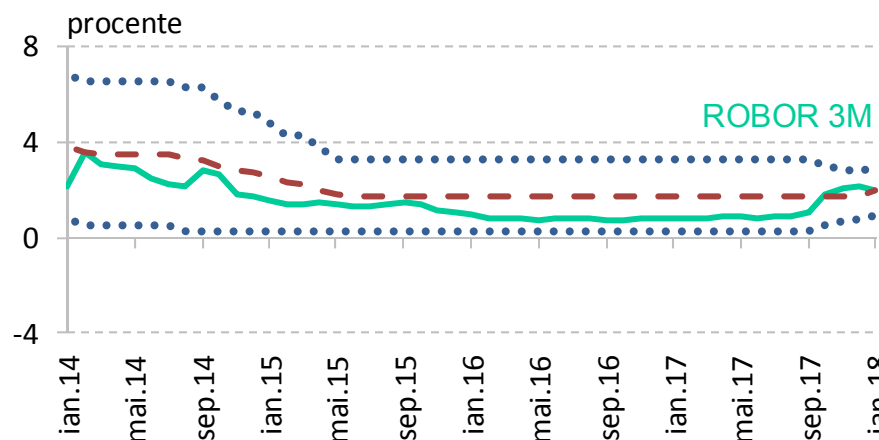
— rata dobânzii de politică monetară

— rata anuală a inflației

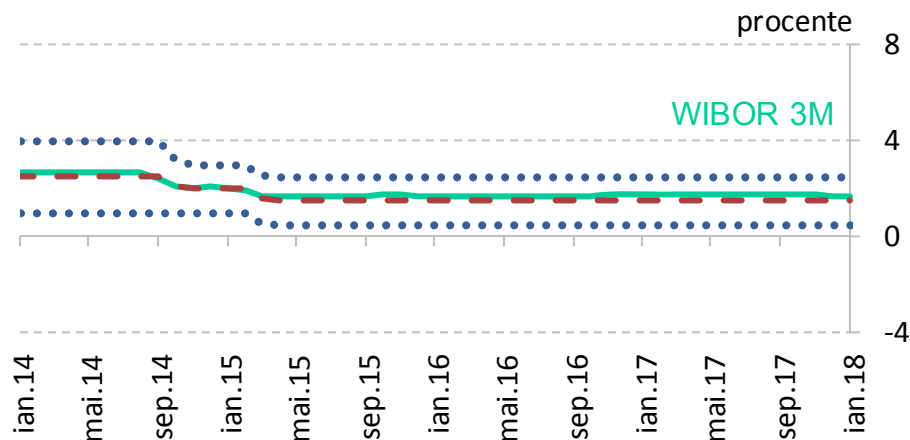
Sursa: Bloomberg, BNR, bănci centrale naționale

Normalizarea dimensiunii coridorului ratelor dobânzilor în România; peisaj eterogen din perspectiva evoluției ratelor dobânzilor interbancare și a coridorului în regiune

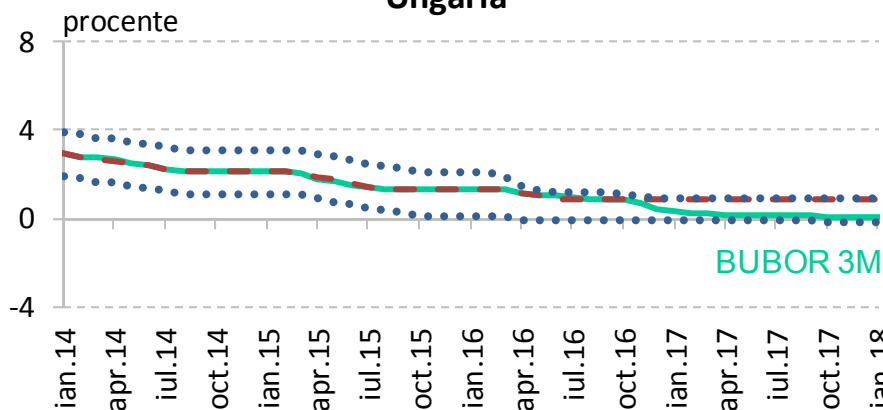
România



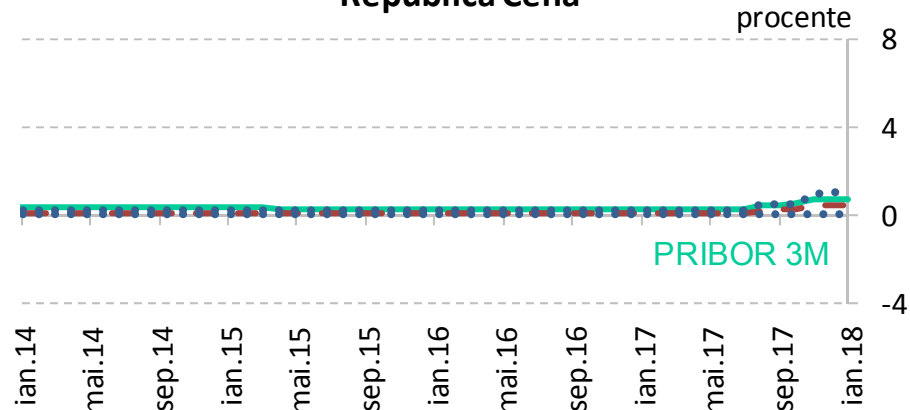
Polonia



Ungaria



Republica Cehă

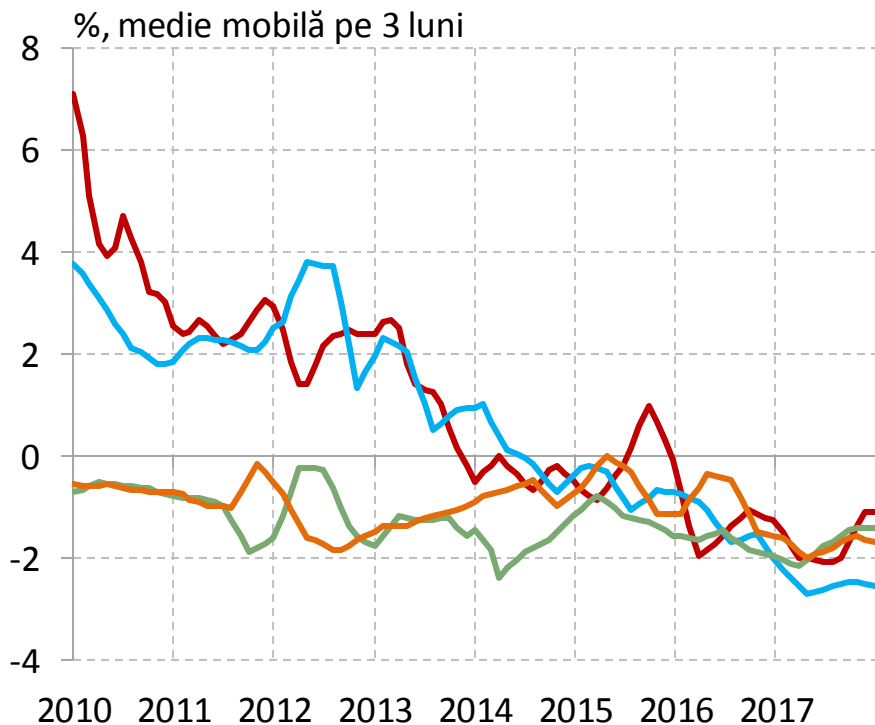


— rata dobânzii de politică monetară facilitatea de depozit (limita inferioară) facilitatea de credit (limita superioară)

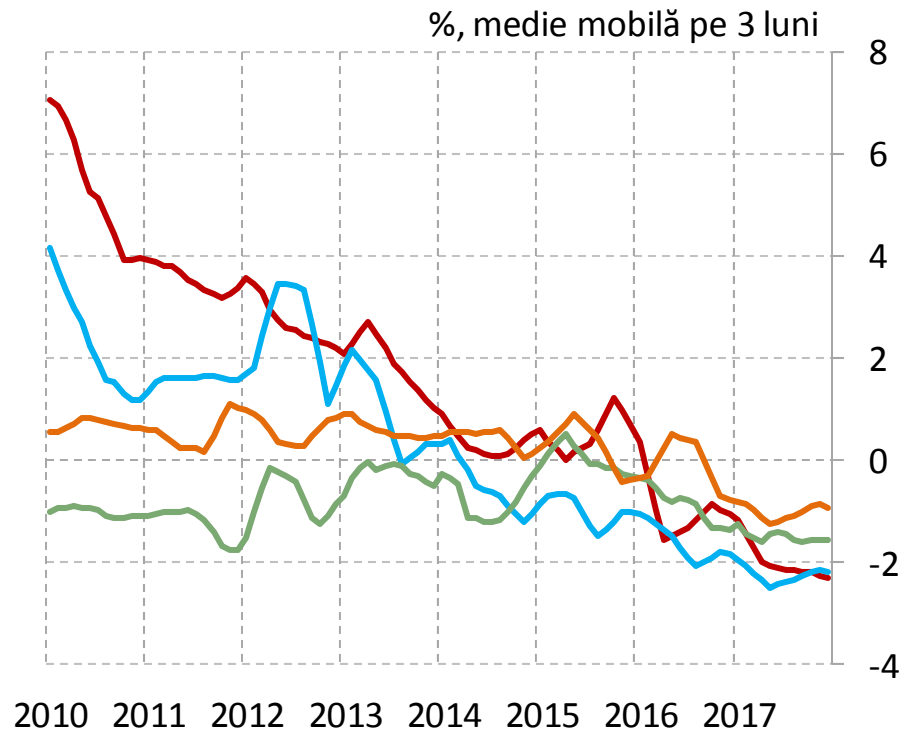
Sursa: Bloomberg, BNR, bănci centrale naționale

Tendință de atenuare a caracterului acomodativ al condițiilor monetare, nu doar în România, ci și în alte țări din regiune

Cotațiile reale *ex ante* la 3 luni de pe piața monetară interbancară



Rata medie reală *ex ante* a dobânzii la depozitele noi la termen ale populației



— România

— Ungaria

— Cehia

— Zona euro

Sursa: Bloomberg, BNR, bănci centrale naționale

Prețurile unor alimente de bază în București și în câteva orașe occidentale – comparații istorice –

Pâine, 1 kg



1900	
București	0,24 lei
Paris	0,38 lei

1920	
București	1,05 lei
Paris	4,71 lei
Orașe SUA	13,90 lei

1930	
București	7,50 lei
Paris	14,26 lei
Orașe SUA	31,86 lei

Ianuarie 2018	
București	2,78 lei
Paris	9,32 lei
Orașe SUA	10,86 lei

Lapte, 1 litru



1900	
București	0,38 lei
Paris	0,30 lei
Orașe SUA	0,38 lei

1920	
București	3,33 lei
Paris	4,08 lei
Orașe SUA	9,67 lei

1930	
București	14,50 lei
Paris	11,07 lei
Orașe SUA	25,04 lei

Ianuarie 2018	
București	2,70 lei
Paris	10,25 lei
Orașe SUA	3,79 lei

Ou, 1 bucată



1900	
București	0,05 lei
Paris	0,12 lei
Orașe SUA	0,09 lei

1920	
București	0,92 lei
Paris	2,61 lei
Orașe SUA	3,11 lei

1930	
București	2,68 lei
Paris	5,96 lei
Orașe SUA	6,23 lei

Ianuarie 2018	
București	0,79 lei
Paris	1,68 lei
Orașe SUA	0,57 lei

Unt, 1 kg



1900	
București	2,67 lei
Paris	3,06 lei
Orașe SUA	3,01 lei

1920	
București	37,33 lei
Paris	67,15 lei
Orașe SUA	84,71 lei

1930	
București	120,00 lei
Paris	159,81 lei
Orașe SUA	171,91 lei

Ianuarie 2018	
București	24,95 lei
Paris	33,35 lei
Orașe SUA	31,37 lei

- La începutul secolului XX, alimentele de bază aveau prețuri relativ comparabile la București, Paris și în orașele din Statele Unite ale Americii
- Ce cumpărai cu câțiva bani sau cenți în perioada antebelică costă acum cel puțin câțiva lei, euro sau dolari SUA
- În 2018, cu aceiași bani, cumperi mai mult la București decât în unele orașe occidentale

Hotărârile Consiliului de administrație al BNR*

- ❑ Majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,25 la sută pe an, de la 2,00 la sută pe an, începând cu data de 8 februarie 2018
- ❑ Majorarea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,25 la sută pe an, de la 1,00 la sută pe an, iar rata dobânzii aferente facilității de creditare la 3,25 la sută pe an, de la 3,00 la sută pe an, începând cu data de 8 februarie 2018
- ❑ Păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit

*) ședința din 7 februarie 2018

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

4 aprilie 2018

7 mai 2018*

4 iulie 2018

6 august 2018*

3 octombrie 2018

6 noiembrie 2018*

8 ianuarie 2019

7 februarie 2019*

*) discutarea și aprobarea Raportului trimestrial asupra inflației

La încheierea conferinței de presă, următoarele materiale vor fi disponibile pe *website*-ul BNR (www.bnr.ro):

- ❑ Versiunea integrală a Raportului asupra inflației – februarie 2018 (limba română)
- ❑ Sinteza Raportului asupra inflației – februarie 2018 (limba engleză)
- ❑ Versiunile e-PUB ale sintezei Raportului asupra inflației (limba română și limba engleză)
- ❑ Prezentarea Guvernatorului BNR (disponibilă și în format video la adresa www.youtube.com/bnrro)