



BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației mai 2016

Anul XII, nr. 44

# Raport asupra inflației

## Mai 2016

## **NOTĂ**

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 în scopuri educative și necomerciale este permisă 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 5 mai 2016, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 22 aprilie 2016.

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



# Cuprins

SINTEZĂ	7
1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
1. Cererea și oferta	15
2. Prețurile de import și prețurile de producție	26
2.1. Prețuri de import	26
2.2. Prețuri de producție pe piața internă	27
3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	30
1. Politica monetară	30
2. Piețe financiare și evoluții monetare	35
2.1. Ratele dobânzilor	35
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	37
2.3. Moneda și creditul	38
4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	42
1. Scenariul de bază	42
1.1. Ipoteze externe	42
1.2. Perspectivele inflației	43
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	47
1.4. Riscuri asociate proiecției	52
2. Evaluarea de politică monetară	53
Abrevieri	56
Lista tabelor din text	57
Lista graficelor din text	57



# SINTEZĂ

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

În trimestrul I 2016, valorile negative ale ratei anuale a inflației IPC s-au accentuat semnificativ, coborând la sfârșitul perioadei la -3 la sută. Acest nivel, situat cu 2,1 puncte procentuale sub cel de la finele anului 2015 (-0,9 la sută), este identic celui prognozat în Raportul asupra inflației din luna februarie 2016. Rata anuală a inflației a intrat în teritoriu negativ în luna iunie 2015, sub impactul extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduce a TVA de 9 la sută la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică. Reducerea suplimentară din primul trimestru al acestui an a fost rezultatul diminuării în luna ianuarie a cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută. Suprapunerea efectelor ambelor măsuri în prima jumătate a anului curent explică amplexarea actuală a valorilor temporar negative ale ratei anuale a inflației. Sub impactul aceluiași măsuri, rata medie anuală a inflației IAPC<sup>1</sup> a coborât în luna martie la -1,1 la sută.

Calculată prin eliminarea efectelor tranzitorii de runda întâi ale reducerilor TVA, rata anuală a inflației se menține la valori pozitive, dar înscrise în cursul trimestrului I 2016 pe o traiectorie care coboară de la 1,9 la sută în decembrie la 1,2 la sută în martie, nivel situat sub limita inferioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Determinanți pentru această tendință au fost factorii de natura ofertei, în principal: menținerea la niveluri reduce a prețurilor internaționale ale principalelor materii prime în paralel cu evoluția recent favorabilă a cursului de schimb al leului în raport cu euro și dolarul SUA, intensificarea concurenței, pe fondul supraofertei de produse agroalimentare create pe piața europeană de embargoul impus de Rusia.

<sup>1</sup> Calculată ca variație medie a prețurilor din ultimele 12 luni față de cea din precedentele 12 luni.

Din perspectiva componentelor indicelui agregat, rata anuală a inflației a fost influențată în sens descendent, dincolo de efectele reducerii TVA, de dinamica prețurilor volatile – combustibili și LFO – și a celor administrate. Contribuția cumulată a acestora a dominat-o pe cea de sens contrar provenind din partea evoluției prețurilor produselor din tutun și alcool și a inflației de bază.

La sfârșitul trimestrului I 2016 rata anuală a inflației CORE2 ajustat<sup>2</sup> a coborât la -3,9 la sută, de la -3,1 la sută la finele anului precedent. Spre deosebire de cazul indicelui agregat, în cel al inflației de bază eliminarea din calcul a efectelor tranzitorii de runda întâi ale reducerilor cotei TVA indică o tendință marginal ascendentă, de la 1,2 la sută în decembrie 2015 la 1,3 la sută în martie 2016. Diferența de tendință este dată de influența exercitată asupra inflației de bază de restrângerea rapidă a deficitului de cerere agregată sub impactul creșterilor alerte ale salariilor în cursul anului 2015 și al relaxării fiscale din a doua jumătate a aceluiași an. Această influență a fost în mare parte contrabalansată în trimestrul I de încetinirea creșterii anuale a prețurilor de import și de ajustarea temporară în jos, la începutul anului, a anticipațiilor privind inflația, odată cu reducerea cotei standard a TVA. Cele mai recente sondaje privind anticipațiile sugerează însă reinscrierea acestora pe o traiectorie ascendentă, pe seama încorporării informațiilor referitoare la creșterea veniturilor gospodăriilor.

Dinamica anuală a costurilor salariale unitare în industrie a accelerat puternic în trimestrul IV 2015 și, în continuare, în primele două luni ale anului curent. Determinantă pentru această evoluție a fost

<sup>2</sup> Măsură a inflației de bază, care elimină din calculul IPC total o serie de prețuri asupra cărora influența politicii monetare (prin gestionarea cererii agregate) este puțin semnificativă sau nulă: cele administrate, volatile (legume, fructe, ouă, combustibili), ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice.



reducerea semnificativă în aceeași perioadă a productivității muncii. În același timp, salariile au continuat să crească în ritmul susținut caracteristic ultimilor doi ani, în cursul cărora dinamica anuală s-a menținut permanent peste valoarea de 6 la sută. În perioada octombrie 2015 – februarie 2016 s-a înregistrat o accelerare însemnată a majorării salariilor brute și pe ansamblul economiei naționale. Tendința persistentă de creștere semnificativ mai rapidă a salariilor comparativ cu cea a productivității semnaleză acumularea unor presiuni inflaționiste latente din ce în ce mai puternice din partea costurilor cu forța de muncă.

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

În ședința din 5 februarie 2016, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. Noua prognoză trimestrială reconfirma perspectiva accentuării valorilor negative ale ratei anuale a inflației în cursul primelor cinci luni ale anului 2016, dar și cea a revenirii la începutul anului 2017 și a rămânerii ulterioare a acesteia în interiorul intervalului țintei. Volatilitatea inițială și tendința ulterior ascendentă ale traiectoriei proiectate a ratei inflației erau explicate de efectele tranzitorii ale reducerii succesive a impozitelor indirecte în perioada 2015-2017, de relaxarea conduitei politicii fiscale și de creșterea costurilor unitare cu salariile.

Riscurile asociate proiecției proveneau cu precădere din mediul intern. Acestea erau generate de incertitudinile privind politica fiscală și salarială, precum și derularea reformelor structurale, în contextul anului electoral și al absenței acordurilor cu instituțiile financiare internaționale. Mediul extern era marcat de incertitudinile privind perspectivele economiilor emergente majore (în special China), evoluția prețului internațional al petrolului și creșterea volatilității piețelor financiare internaționale, în contextul accentuării divergenței conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii.

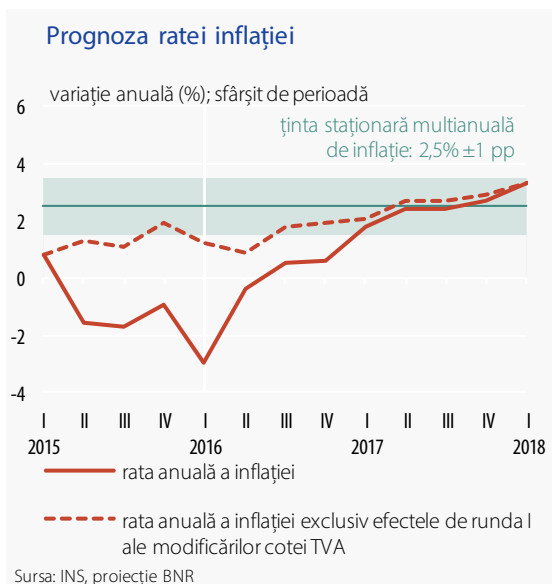
Ulterior deciziei de la începutul lunii februarie, datele statistice au confirmat accentuarea în primele două luni ale anului curent, în linie cu evoluția anticipată, a valorii negative a ratei anuale a inflației. În același timp, dinamica anuală a PIB s-a menținut relativ înaltă și în trimestrul IV 2015, susținută de creșterea alertă a consumului gospodăriilor populației și a investițiilor. Ca urmare, pe ansamblul anului 2015, economia românească a consemnat cea mai rapidă rată medie de creștere din ultimii ani (3,8 la sută).

În ședința din 31 martie 2016, Consiliul de administrație al BNR a analizat reevaluarea perspectivei pe termen scurt a ratei inflației, care anticipa prelungirea până în luna iunie 2016 a valorilor negative ale acesteia în urma scăderii cotei standard TVA și a altor impozite indirecte. Analiza riscurilor releva persistența celor asociate mediului intern, generate, cu precădere, de impactul expansionist al conduitei politicii fiscale și a veniturilor, în contextul anului electoral. Pe plan extern se accentuaseră incertitudinile legate de redresarea economică a zonei euro pe seama acelorași factori de risc identificați în ședința anterioară. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an.

## Perspectivile inflației

Evoluția prețurilor de consum din perioadele recente și de pe parcursul intervalului de prognoză este afectată substanțial de măsurile fiscale cu privire la reducerea succesivă a impozitelor indirecte, fiecare dintre acestea având însă un efect de runda întâi asupra ratei anuale a inflației cu durată limitată la un an de la implementare. Efecte de magnitudine semnificativă sunt produse de: reducerea cotei standard a TVA de la 24 la 19 la sută în două etape succesive, cu 4 puncte procentuale de la 1 ianuarie 2016 și cu încă 1 punct procentual de la 1 ianuarie 2017; extinderea sferei de aplicabilitate a cotelor TVA reduse pentru unele categorii de bunuri și servicii de la 1 iunie 2015 și 1 ianuarie 2016; eliminarea accizei speciale la combustibili la 1 ianuarie 2017.

În scenariul de bază curent, rata anuală a inflației IPC se plasează pe întreg intervalul de referință sub cea din runda precedentă, însă, similar acesteia, se înscrie pe o traiectorie ascendentă. Aceasta va rămâne în teritoriu negativ până la mijlocul anului 2016, se va re poziționa în a doua jumătate a anului la valori pozitive – dar plasate sub limita inferioară a intervalului țintei – și va reveni în interiorul acestuia în cursul primului trimestru al anului 2017, unde se va menține până la orizontul proiecției (trimestrul I 2018), când va atinge nivelul de 3,3 la sută. Măsura alternativă a ratei anuale a inflației IPC, calculată prin eliminarea efectelor tranzitorii de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA, oferă o imagine mai clară a presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. Valorile proiectate ale acestui indicator se înscriu pe o traiectorie ascendentă care se plasează în interiorul intervalului asociat țintei din trimestrul III 2016 până la finele perioadei de referință. În trimestrul I 2018, când efectele tranzitorii ale măsurilor fiscale se vor fi epuizat, cele două măsuri ale ratei anuale a inflației vor fi identice.



Scenariul de bază prevede încetinirea marginală a creșterii economice în 2016 și 2017 față de anul 2015, pe fondul unei evoluții anticipate încă alerte a cererii interne. Aceasta va fi susținută de expansiunea consumului și a investițiilor, a căror influență cumulată este însă de așteptat a fi atenuată de efectele implementării Legii privind

darea în plată. Creșterea rapidă a consumului individual al gospodăriilor populației va fi alimentată de majorarea venitului disponibil real pe seama măsurilor recente și programate de relaxare fiscală, precum și a creșterilor salariale deja produse și a celor preconizate pentru intervalul de referință. Date fiind și dinamicele înregistrate în perioadele recente, este anticipată o contribuție importantă la creșterea economică din partea formării brute de capital fix, în special ca urmare a consolidării creșterii investițiilor în sectorul privat pe seama dinamizării treptate a activității economice a partenerilor comerciali ai României și a efectelor unor măsuri fiscale de stimulare a ofertei<sup>3</sup>. Proiecția dinamicii favorabile a investițiilor este condiționată însă de ipoteza continuării absorbției fondurilor europene structurale și de coeziune. Atât consumul, cât și investițiile vor beneficia de un set al condițiilor monetare reale prevăzute a avea un caracter stimulat pe întregul interval de referință, dar cu tendință de atenuare în a doua jumătate a acestuia.

Ritmul de creștere a cererii interne este prevăzut a fi mai lent în a doua jumătate a intervalului de proiecție, dar dinamizarea anticipată a cererii externe va preveni încetinirea în aceeași perioadă a expansiunii cererii agregate. Ca atare, se prevede o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea PIB în 2016 și una neutră ulterior. În aceste condiții, ponderea deficitului de cont curent al balanței de plăți în PIB nominal este proiectată în creștere pe intervalul de referință, urmată de o relativă stabilizare pe termen mediu în jurul valorii de 2,5 la sută. Pe termen scurt, nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi adecvate și favorabil distribuite din perspectiva naturii fluxurilor de capital (non-generatoare versus generatoare de noi datorii). Cu toate acestea, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama majorării celui bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la creșterile ale volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse asupra echilibrelor macroeconomice interne.

<sup>3</sup> De exemplu, reducerea impozitului pe dividende și eliminarea taxei pe construcții speciale.

Proгноza prevede tranziția, pe parcursul anului curent, a poziției ciclice a economiei de la deficit la excedent de cerere, cel din urmă fiind anticipat a se înscrie pe o traiectorie ascendentă până la orizontul proiecției. Față de runda din februarie 2016, deviația PIB a fost revizuită la niveluri care implică presiuni inflaționiste mai puțin accentuate pe intervalul de prognoză. Revizuirea a avut în vedere, pe lângă actualizarea datelor istorice privind PIB, reevaluarea efectelor conduitei expansioniste a politicii fiscale și ale celei a veniturilor, reconfigurarea influenței condițiilor monetare reale, precum și estimarea, marcată însă inerent de incertitudine ridicată, a impactului implementării Legii privind darea în plată.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC se va situa la 0,6 la sută la sfârșitul anului 2016 și la 2,7 la sută la finele anului 2017, valori situate cu 0,8 și, respectiv, 0,7 puncte procentuale sub cele proiectate în Raportul asupra inflației precedent. Reevaluarea se datorează unor contribuții inflaționiste mai reduse din partea indicelui CORE2 ajustat, a prețurilor administrate și ale celor volatile ale alimentelor (LFO). În sens contrar au fost revizuite, pentru prima parte a intervalului de proiecție, contribuția prețurilor combustibililor și, marginal, cea a prețurilor produselor din tutun și alcool.

Sucesiunea rapidă a reducerilor cotelor TVA (la 1 iunie 2015, 1 ianuarie 2016 și 1 ianuarie 2017), cu efecte de runda întâi tranzitorii asupra ratei inflației, explică în mare măsură volatilitatea recentă și așteptată pentru intervalul de proiecție a acesteia, fapt care accentuează incertitudinea asociată prognozelor. Atât la momentele producerii efectelor de runda întâi, cât și la cele ale eliminării acestora din calculul ratei anuale a inflației se produc salturi bruște în traiectoria acesteia. Astfel, proiecția prevede ca rata inflației IPC să se mențină la valori negative până la mijlocul anului 2016 și să treacă prin alte două salturi de mai mică amplitudine în lunile ianuarie 2017 și 2018, după care va avansa până la 3,3 la sută la finele trimestrului I 2018.

La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a se menține până în mai 2016 în apropierea valorii înregistrate la sfârșitul lunii martie, a se poziționa ușor sub +1 la sută în a doua parte a anului curent și a se înscrie ulterior pe o traiectorie gradual ascendentă până la nivelul de 3,7 la sută la sfârșitul trimestrului I 2018. Pentru finele anilor 2016 și 2017 sunt proiectate valori de 0,9 la sută și, respectiv, 3,4 la sută. Rata inflației de bază calculată prin excluderea efectelor directe ale măsurilor de reducere a TVA este proiectată la finele anilor 2016 și 2017 la 1,8 la sută și, respectiv, 3,6 la sută. Tendința ascendentă manifestată pe parcursul intervalului de proiecție este rezultatul evoluțiilor la nivelul factorilor fundamentali: amplificarea anticipată a excedentului de cerere, ulterior inversării poziției ciclice a economiei, concomitent cu accelerarea dinamicii costurilor salariale unitare; ajustarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste, pe măsura disipării efectelor de runda întâi și a temperării celor de runda a doua ale reducerilor cotei TVA; dinamizarea treptată a prețurilor de import, pe fondul evoluției preconizate a prețurilor externe.

Traiectoria proiectată a ratei inflației CORE2 ajustat se plasează pe întregul interval de referință sub cea aferentă prognozei din februarie. Revizuirea reflectă în principal proiectarea unor presiuni inflaționiste mai puțin accentuate din partea cererii agregate, inclusiv pe seama efectelor anticipate ale Legii privind darea în plată, precum și reevaluarea descendentă a presiunilor provenind din partea prețurilor de import.

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

Într-un context marcat de incertitudini ridicate, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în jos de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Riscurile specifice proiecției actuale sunt atribuite atât mediului intern, cât și celui extern.

Pe plan intern, sunt relevante incertitudinile privind configurarea unui mix adecvat de politici macroeconomice și celeritatea implementării reformelor structurale, în contextul evenimentelor electorale programate în intervalul analizat. Evaluarea perspectivelor politicii fiscale și a celei a veniturilor evidențiază multiple surse de risc: incertitudinea asigurării finanțării adecvate ca magnitudine și costuri a creșterii semnificative a deficitului bugetar preconizate pentru anul curent; posibila deteriorare suplimentară a parametrilor fiscali în urma unor majorări salariale pentru personalul plătit din fonduri publice, inclusiv a celor asociate implementării legii privind salarizarea unitară a personalului din sectorul bugetar; riscul ca aceste majorări suplimentare să producă efecte de demonstrație asupra dinamicii salariilor din sectorul privat care să adâncească decalajul între creșterea salariilor pe ansamblul economiei și avansul productivității muncii și să exercite pe această cale presiuni inflaționiste suplimentare. Relevanța acestor riscuri ar putea fi accentuată de o potențială tergiversare a realizării investițiilor publice și a reformelor structurale, precum și de o valorificare insuficientă a fondurilor europene, cu efecte nefavorabile asupra potențialului de creștere și a competitivității economiei românești. O sursă suplimentară de risc este reprezentată de aplicarea Legii privind darea în plată, din perspectiva incertitudinii<sup>4</sup> inerente asociate evaluării impactului acesteia asupra cadrului macroeconomic intern.

Pe plan extern, riscuri semnificative la adresa proiecției privind inflația sunt generate de: incertitudinea asociată efectelor manifestării divergențelor dintre conduitele politicii monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii; perspectivele de evoluție a economiilor zonei euro și a celor emergente majore, cu precădere China; posibilitatea ieșirii Marii Britanii din Uniunea Europeană; modul de gestionare pe termen lung a datoriei suverane a Greciei. Este de așteptat ca eventuala materializare a unuia sau a unui cumul din acești factori să se propage la nivelul economiei românești preponderent prin canale indirecte, cum

<sup>4</sup> Aceasta este dată de caracterul inedit al legii, care face imposibilă fundamentarea evaluărilor prin invocarea unor episoade istoric similare. Detalii cu privire la impactul așteptat al aplicării legii asupra cadrului macroeconomic pot fi regăsite și în Raportul asupra stabilității financiare, ediția aprilie 2016.

ar fi cel al afectării cererii externe din partea UE (principalul partener comercial al României), ori prin realocări de portofolii pe plan regional și/sau global, cu implicații asupra dinamicii cursului de schimb al leului. Din aceste motive, în contextul expirării acordurilor încheiate de România cu Comisia Europeană și FMI, sunt necesare menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor macroeconomice majore și de creștere a rezilienței economiei interne, printr-o coerență adecvată a politicilor macroeconomice.

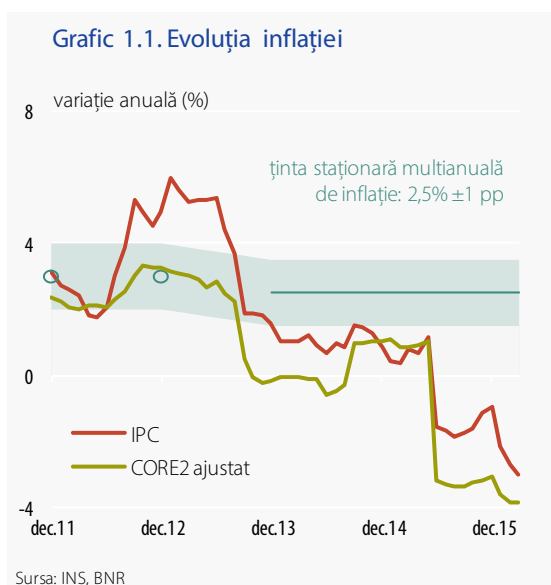
În privința componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei, sunt de semnalat următoarele evaluări ale unor riscuri specifice rundeii actuale. În cazul prețurilor gazelor naturale și energiei electrice pentru consumatorii finali, în lipsa unor repere clare din partea autorităților referitoare la dimensiunea și ritmul ajustărilor viitoare, probabilitatea ca scăderi precum cele recente să fie operate și în viitor apare a înclina balanța riscurilor în sensul unor abateri în jos de la scenariul de bază. În același sens este evaluată a fi înclinată și balanța riscurilor asociate dinamicii proiectate a prețurilor internaționale ale materiilor prime și energetice, având în vedere posibilitatea întârzierii unei revigorări semnificative a cererii globale.

## Decizia de politică monetară

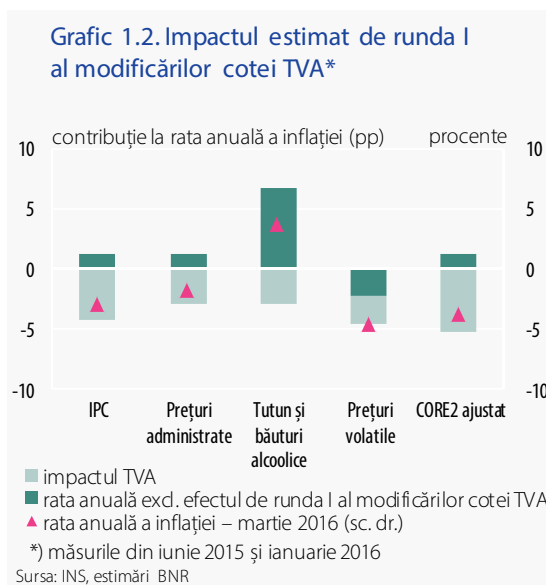
Având în vedere caracterul divergent al traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației și principalii săi determinanți, precum și riscurile la adresa ei induse de potențiala conduită a politicii fiscale și de venituri, de modificările legislației în domeniul financiar, dar și de incertitudinile privind creșterea economică globală și redresarea economiei zonei euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 mai 2016, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

# 1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Valoarea negativă a ratei anuale a inflației s-a amplificat în trimestrul I 2016, până la -2,98 la sută, evoluția reflectând suprapunerea a două modificări importante în regimul impozitelor indirecte: extinderea cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate produsele alimentare în iunie 2015 și diminuarea cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută în ianuarie 2016 (Grafic 1.1). Chiar și în absența efectelor tranzitorii de runda I ale modificărilor TVA, dinamica anuală a prețurilor de consum s-ar fi aflat pe traiectorie descendentă în primele luni ale anului 2016, coborând până la aproximativ 1,2 la sută în martie, ușor sub limita inferioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. Determinantă în acest sens a fost reducerea inflației importate (cu precădere pe segmentul volatil al coșului de consum), la care a contribuit atât evoluția prețurilor externe, cât și cea a cursului de schimb. În același timp însă, restrângerea rapidă a deviației negative a PIB față de nivelul potențial a re poziționat inflația de bază (exclusiv efectele de runda I ale modificărilor TVA) pe o traiectorie ușor ascendentă – de la circa 1 la sută, nivel în jurul căruia a oscilat în ultimii doi ani, la 1,3 la sută în martie 2016.



În luna ianuarie 2016 au avut loc noi modificări la nivelul taxelor indirecte, cea mai importantă fiind reducerea cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută, care a vizat aproximativ jumătate din coșul de consum – în principal mărfuri nealimentare și servicii. Impactul asupra ratei anuale a inflației a fost estimat la -1,4 puncte procentuale, corespunzător unui coeficient de transmisie agregat de 71 la sută (Grafic 1.2). În cazul bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate, acesta a depășit marginal 90 la sută, în timp ce inflația de bază și prețurile combustibililor au reflectat într-o proporție mai scăzută modificarea fiscală (60 și, respectiv, 40 la sută), în funcție de nivelul de competiție resimțit de operatori pe fiecare segment de piață.



Transmisia amplă a reducerii cotei standard a TVA a condus la intrarea în teritoriu negativ a variației anuale a tarifelor administrate (-1,8 la sută la finele trimestrului I 2016), tendința descendentă fiind susținută și de reticența operatorilor de a realiza ulterior majorări ale prețurilor (observate istoric, cel mai probabil în contextul anului electoral. Luna ianuarie 2016 a marcat și o nouă etapă de

liberalizare a pieței energiei electrice (deschidere până la 60 la sută), însă impactul asupra prețului final a fost compensat de diminuarea tarifelor de distribuție.

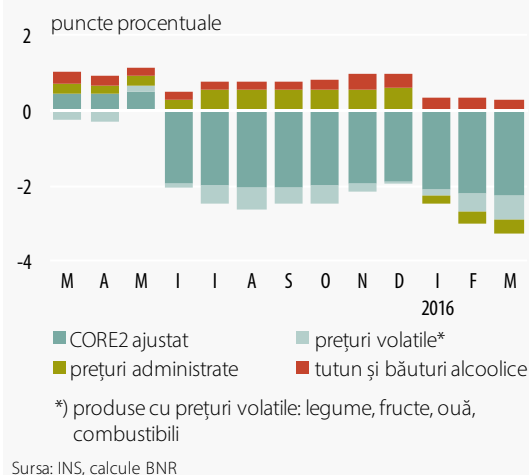
Singura componentă pentru care dinamica anuală continuă să se plaseze la valori accentuat pozitive o constituie segmentul tutun și băuturi alcoolice (rată anuală de 3,7 la sută la martie). Cu toate că prețurile țigaretelor au încorporat integral reducerea cotei TVA la 1 ianuarie, rata anuală de creștere pe acest segment rămâne foarte ridicată (4,7 la sută la martie). Aceasta reflectă nu doar impactul modificărilor de acciză (mai ales că, potrivit noului Cod fiscal, majorarea care avea loc de regulă în luna aprilie a fost operată în acest an în ianuarie), ci și gradul scăzut de competiție pe acest segment (o creștere de amplitudine apropiată a celei aferente reducerii cotei TVA fusese deja operată în prețuri cu două luni înaintea intrării în vigoare a noii cote).

În primul trimestru al anului 2016, scăderea în termeni anuali a prețurilor volatile s-a accentuat (de la -0,6 la sută în decembrie 2015 la -4,6 la sută în martie), la această evoluție contribuind ambele componente. În cazul prețurilor combustibililor, reducerea determinată de modificarea cotei TVA a fost amplificată (până la -6,7 la sută) de scăderea în continuare a prețului țițeiului în lei, influența mișcării ascendente a cotațiilor din ultimele două luni ale trimestrului (pe fondul semnalelor privind o contracție a producției în SUA și ale unei posibile înțelegeri între membrii OPEC privind înghețarea producției), fiind anulată de evoluția favorabilă a raportului de schimb leu/dolar SUA. O scădere în termeni anuali au înregistrat și prețurile volatile alimentare (-2,2 la sută în martie 2016 față de 1,7 la sută la finele anului 2015), supraoferta creată pe piața europeană de embargoul impus de Rusia fiind accentuată de extinderea acestuia și în cazul Turciei (începând cu 1 ianuarie 2016) și de producțiile favorabile din statele mediteraneene, ca urmare a iernii blânde.

Construită pentru a permite o mai bună evaluare a presiunilor inflaționiste din partea cererii, dinamica anuală a inflației de bază a fost marcată în intervalul analizat de distorsiunile de semnal induse de cele două măsuri de reducere a cotei TVA: -3,9 la sută în

martie 2016, schimbarea regimului de impozitare indirectă vizând majoritatea bunurilor și serviciilor din componența CORE2 ajustat (Grafic 1.3). Eliminarea efectelor tranzitorii de runda I ale modificărilor cotei TVA relevă, în schimb, variații anuale pozitive în ușoară creștere – de la circa 1,0 la sută în semestrul I la 1,2 la sută la finele anului 2015 și respectiv 1,3 la sută în martie 2016 –, odată cu restrângerea accelerată a deficitului de cerere agregată, imprimată de măsurile fiscale amintite anterior și de ritmul alert de creștere a salariilor. Cu toate acestea, nivelul este încă scăzut comparativ cu media istorică (în jur de 3 la sută), atât ca urmare a intensificării competiției pe piața internă, pe fondul extinderii agresive a lanțurilor comerciale, cât și a declinului înregistrat în ultimii ani de prețurile principalelor materii prime.

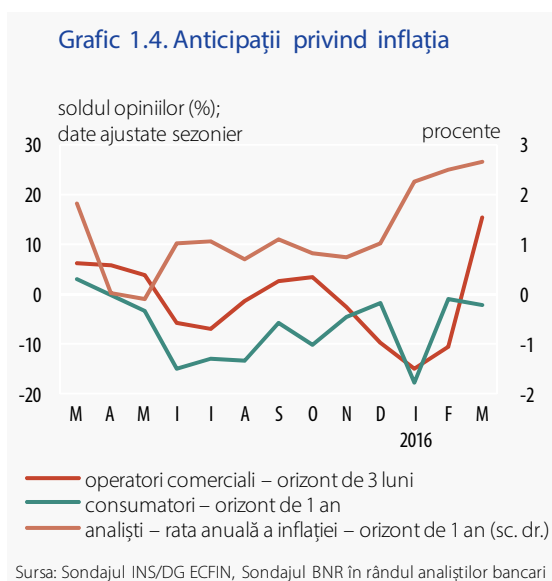
Grafic 1.3. Contribuții la rata anuală a inflației



În structură, atât componenta nealimentară, cât și serviciile au reflectat diminuarea cotei TVA, ratele anuale apropiindu-se de valoarea nulă (0,2, respectiv 0,1 la sută), în sens dezinflaționist acționând și scăderea cotațiilor leu/euro pe parcursul primului trimestru. În ceea ce privește gradul de transmisie în prețuri, acesta a fost mai ridicat pe segmentul *tradable* (peste 40 la sută) și destul de scăzut (circa 20 la sută) în cazul serviciilor de piață (cu excepția serviciilor de telefonie, unde competiția este ridicată). În ansamblu, transmisia a fost mai puțin amplă decât cea observată în cazul episoadelor anterioare de reducere a unor cote TVA – circa 90 la sută în septembrie 2013 și iunie 2015.

Dincolo de poziționarea ciclică diferită a economiei în cele trei momente, coeficientul de transmisie a fost influențat de gradul de concurență (amplificat în cazul producătorilor alimentari de dimensiunea economiei nefiscalizate din sector și de conjunctura externă), dar și de importanța mărfurilor vizate în coșul de consum (mai mare în cazul alimentelor), cu influență directă asupra vizibilității ajustărilor de prețuri.

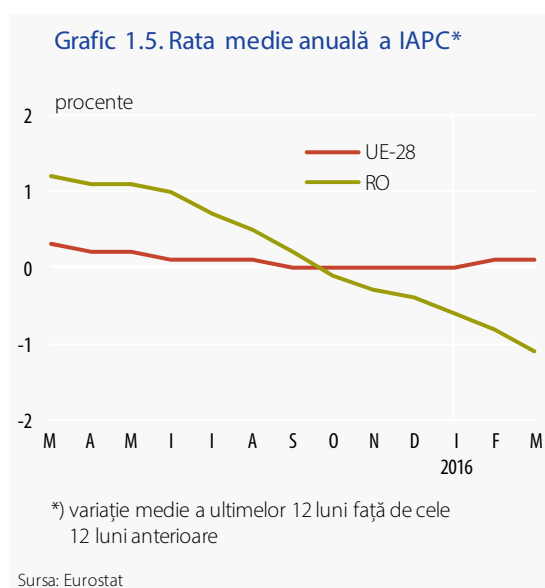
Pe segmentul produselor alimentare procesate, dinamica anuală a prețurilor s-a modificat marginal în primul trimestru al anului 2016, presiunile exercitate de producțiile deficitare înregistrate de anumite culturi (porumb, floarea-soarelui) fiind contracarate de concurența accentuată din partea importurilor, în contextul supraofertei existente la nivel comunitar în cazul laptelui și al cărnii.



Modificarea cotei standard a TVA a marcat la începutul anului 2016 traiectoria așteptărilor privind inflația. Ulterior, operatorii economici și-au ajustat în

sens ascendent anticipațiile, remarcabil fiind saltul abrupt consemnat în cazul operatorilor din comerț (Grafic 1.4). Pe trend ascendent se plasează și așteptările analiștilor bancari, creșterea veniturilor populației constituind principalul factor explicativ al majorării ratei anuale a inflației anticipate pe orizontul scurt (12 luni).

Rata medie anuală a IAPC s-a adâncit în teritoriu negativ în primele trei luni ale anului 2016, ca urmare a creșterii graduale a importanței în calculul ratei medii a efectului statistic asociat măsurii fiscale din luna iunie, căruia i s-a alăturat și influența scăderii cotei generale TVA de la 24 la 20 la sută în ianuarie 2016. Prin urmare, ecartul negativ față de media UE s-a lărgit până la -1,2 puncte procentuale (Grafic 1.5).

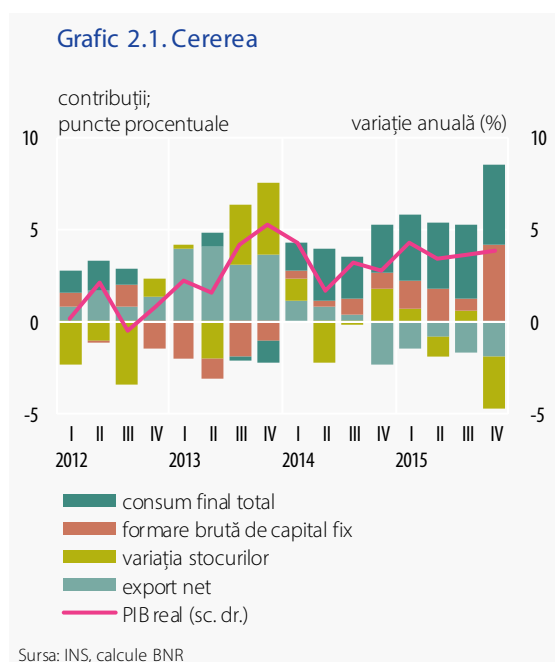


Variația anuală a prețurilor de consum înregistrată la sfârșitul trimestrului I 2016 s-a situat la nivelul prognozat în ediția din luna februarie 2016 a Raportului asupra inflației.

## 2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

### 1. Cererea și oferta

Dinamica anuală a PIB real s-a menținut alertă și în ultimul trimestru al anului 2015, chiar în ușoară accelerare față de intervalul precedent (de la 3,6 la 3,8 la sută); la nivelul întregului an economia românească a consemnat o rată de creștere superioară anului anterior (3,8 la sută), în pofida unei producții agricole deficitare. Similar celorlalte trimestre din 2015, principalul segment de susținere a creșterii economice a fost absorbția internă. Atât consumul final privat, cât și investițiile au marcat creșteri record pentru perioada postcriză, evoluții care s-au reflectat, din perspectiva ofertei, în intensificări substanțiale de ritm ale sectorului comercial și al construcțiilor. În schimb, în contextul atenuării creșterii economice la nivel global, componenta externă a cererii a continuat să erodeze dinamica PIB, temperând astfel activitatea companiilor industriale autohtone (Grafic 2.1).

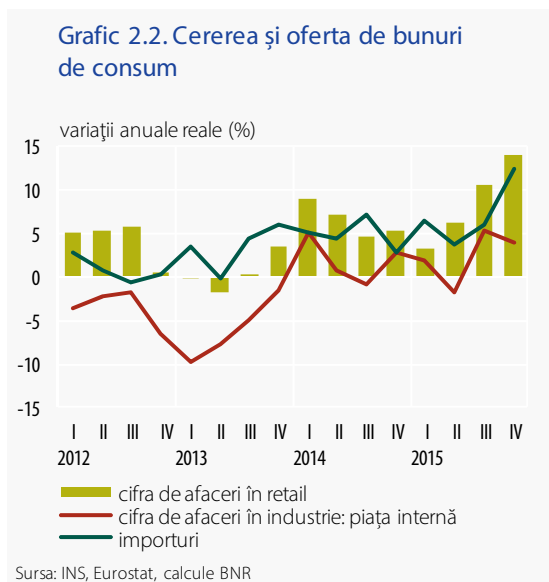


Consumul final privat și-a intensificat dinamica anuală până la 6,8 la sută (un nou vârf al perioadei postcriză), deopotrivă pe fondul consolidării puterii de cumpărare a populației și al îmbunătățirii condițiilor de finanțare bancară. Astfel, venitul nominal a rămas pe traiectorie ascendentă și în trimestrul IV, efectul tendinței de încordare a pieței muncii fiind dublat, pe parcursul anului 2015, de majorarea pragului minim de salarizare și de creșterea remunerării pentru anumite categorii de personal din sectorul bugetar. În plus, s-au înregistrat modificări favorabile în ceea ce privește prețurile de consum, în principal determinate de extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică (iunie 2015), precum și de scăderea în continuare a cotațiilor petrolului. Amplificarea achizițiilor din rețelele comerciale – vizibilă atât în cazul bunurilor de uz curent, cât și în cel al bunurilor de folosință îndelungată (inclusiv auto) – a fost stimulată și de factori de natura ofertei, în particular extinderea rețelilor de *retail* și intensificarea politicilor promoționale ale marilor lanțuri de distribuție (fenomenul *Black Friday* derulat în trimestrul IV constituie un bun exemplu, având în vedere nivelul superior al încasărilor comparativ cu anul anterior, în special pe segmentul electro-IT).

După cum era de așteptat, reducerea cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016 a antrenat o nouă dinamizare a consumului, rata anuală de creștere a volumului cifrei de afaceri aferente comerțului cu amănuntul apropiindu-se de 19 la sută în primele două luni ale anului, față de un ritm deja alert (14 la sută) în trimestrul IV 2015.



Cu toate acestea, industriile de profil profită mai puțin de această evoluție, acoperirea plusului recent de cerere realizându-se cu precădere prin importuri, în timp ce vânzările producătorilor locali au rămas la rate modeste de creștere (Grafic 2.2). O posibilă explicație rezidă în concurența din partea importurilor, favorizată, pe de o parte, de supraoferta de produse alimentare (în special carne și lapte) creată pe piața europeană în urma închiderii accesului la piața rusească în anul 2014, iar pe de altă parte, de modificarea comportamentului consumatorilor în sensul orientării în mai mare măsură către produse mai sofisticate. Influența pe acest canal este cu atât mai pronunțată cu cât capacitatea producătorilor români de a face față competiției externe este limitată de presiunile în creștere din partea costurilor cu forța de muncă, pe fondul majorării repetate a salariului minim în ultimii ani și al proporției ridicate a personalului remunerat la acest nivel în principalele ramuri producătoare de bunuri de uz curent (industria alimentară, industria ușoară).



În trimestrul IV 2015, execuția bugetului general consolidat a generat un deficit de 16,5 miliarde lei (echivalent cu 2,3 la sută din PIB, din care componenta primară 2,1 la sută din PIB), substanțial mai mare decât cel înregistrat în aceeași perioadă a anului anterior (11,9 miliarde lei<sup>5</sup>, respectiv 1,8 la sută din

<sup>5</sup> Pentru 2015 au fost utilizate datele operative, iar pentru 2014 cele finale, publicate de MFP în execuția bugetară din decembrie 2015.

PIB). Evoluția a fost consecința accelerării dinamicii anuale a cheltuielilor bugetare totale (la 15,8 la sută<sup>6</sup>, de la 12,5 la sută în trimestrul precedent), determinată în principal de majorarea ritmului de creștere a cheltuielilor cu proiecte finanțate din fonduri externe nerambursabile<sup>7</sup> (86,0 la sută<sup>8</sup>, față de 65,2 la sută), precum și, într-o mai mică măsură, de intensificarea creșterii anuale a cheltuielilor de capital și a celor cu subvențiile și alte transferuri<sup>9</sup>. Impactul acestora a fost doar în mică măsură contrabalansat de majorarea ritmului de creștere a veniturilor bugetare totale (la 10,9 la sută, de la 8,1 la sută), reflectând cu precădere plusul de dinamică consemnat de încasările din TVA (13 la sută, față de 3,7 la sută), de contribuțiile de asigurări (5,6 la sută, de la 0,1 la sută) și de impozitul pe profit (20,6 la sută, de la 10,1 la sută).

Formarea brută de capital fix și-a accelerat puternic rata anuală de creștere comparativ cu intervalul precedent (de la 2,1 la 17,6 la sută; Grafic 2.3). Principalul determinant l-a reprezentat revigorarea investițiilor destinate îmbunătățirii nivelului tehnologic al companiilor, inclusiv achiziționării de mijloace de transport (+27,8 la sută), susținute și de o utilizare mai extinsă a resurselor împrumutate (credite bancare pentru echipamente și cumpărări auto în sistem *leasing* – dominate de sectorul corporatist). O dinamică asemănătoare au înregistrat și lucrările de construcții ingineresti, dar rezultatul a fost atribuit în bună măsură eferescenței lucrărilor publice în ultima lună a anului. Astfel, la nivelul întregului an, volumul investițiilor de acest tip s-a menținut sub media înregistrată în perioada postcriză, insuficiența și

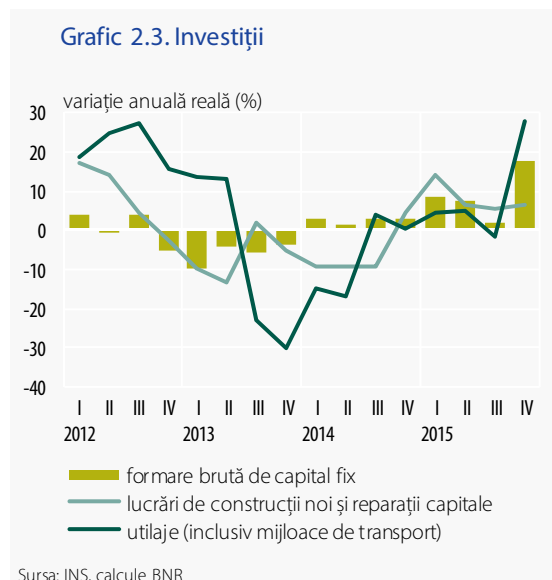
<sup>6</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

<sup>7</sup> Inclusiv ca urmare a faptului că 31 decembrie 2015 a reprezentat data finală de eligibilitate a cheltuielilor achitate de beneficiari pentru proiectele din cadrul financiar multianual 2007-2013.

<sup>8</sup> Ritmul reflectă și impactul sumelor (redușe) aferente componentei proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile aferente cadrului financiar 2014-2020.

<sup>9</sup> În sens contrar au acționat decelerarea creșterii anuale a cheltuielilor cu bunurile și serviciile (la 5,4 la sută, de la 15,2 la sută), precum și cea a dinamicii anuale a cheltuielilor bugetare de personal (-2,4 la sută, față de 9,7 la sută în trimestrul precedent); cea din urmă – survenită în condițiile majorării salariilor personalului din unitățile sanitare în octombrie 2015 – a reflectat cu precădere un efect de bază determinat de efectuarea în avans în decembrie 2014 a unor plăți aferente anului 2015 prevăzute în titluri executorii având ca obiect acordarea de drepturi salariale personalului din sectorul bugetar.

calitatea nesatisfăcătoare a infrastructurii constituind în continuare obstacole în valorificarea potențialului economic național.



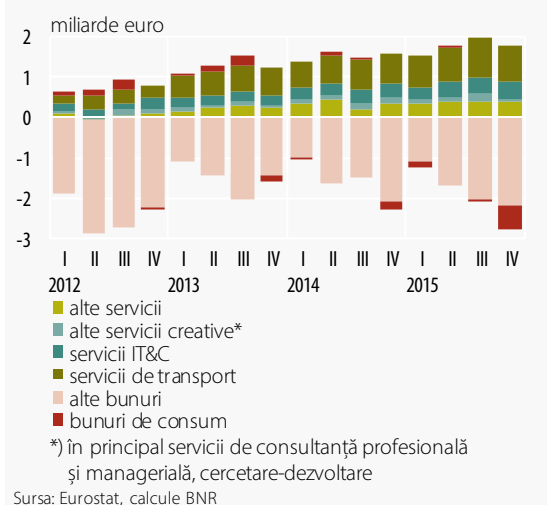
Sfârșitul anului 2015 nu a adus îmbunătățiri în sectorul construcțiilor de clădiri, iar evoluțiile recente indică o posibilă redresare doar pe segmentul nerezidențial (suprafețele autorizate pentru construire și-au reluat traiectoria crescătoare în primele două luni din 2016). Pentru sectorul rezidențial, intrarea în vigoare a Legii privind darea în plată a unor bunuri imobile în vederea stingerii obligațiilor asumate prin credite – deja reflectată în expectațiile privind înăsprirea standardelor de creditare în trimestrul I 2016<sup>10</sup> – nu va rămâne probabil fără efect asupra cererii de investiții. De asemenea, investițiile private vor înregistra posibile pierderi de dinamică și în cazul utilajelor, după cum sugerează temperarea cererii pentru credite de echipamente la debutul anului 2016, dar și a achizițiilor de bunuri de capital (exclusiv autovehicule) de pe piața locală și din exterior. În ceea ce privește investițiile publice, este puțin probabil ca lucrările de construcții din fonduri bugetare să repete performanța din ultima parte a anului 2015 (datele pentru primele două luni din 2016 indică deja o contracție substanțială a volumului lucrărilor inginerești comparativ cu media trimestrului IV 2015, care a erodat ritmul anual de creștere până la -0,4 la sută).

<sup>10</sup> Potrivit Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (februarie 2016).

Expansiunea absorbției interne a fost parțial contrabalansată de deficitul cererii externe, al cărui aport la dinamica PIB a coborât în trimestrul IV până la -1,9 puncte procentuale. Astfel, potrivit datelor de conturi naționale, după o pierdere de ritm în trimestrul III, volumul exporturilor de bunuri și-a întrerupt creșterea (-0,5 la sută în termeni anuali), traiectorie care a antrenat o decelerare la nivelul importurilor. Totuși, dinamica acestora din urmă s-a menținut alertă (6,2 la sută), fiind susținută de amplificarea cererii locale de bunuri destinate consumului și investițiilor.

Chiar dacă la evoluția negativă a exporturilor o contribuție a revenit unor influențe conjuncturale (respectiv recolta deficitară din toamna anului 2015, însoțită de așteptarea unor prețuri mai favorabile de vânzare pe piețele externe, precum și reviziile tehnice ale unor rafinării), factorul determinant l-a constituit deteriorarea unor segmente ale cererii externe, sub influența încetirii creșterii economice în țările emergente. Astfel, contracția economiei rusești pe parcursul anului 2015 a afectat livrările externe de mașini, echipamente, autovehicule și componente, în timp ce oferta excedentară pe piața metalelor, generată de încetinirea cererii din partea economiei Chinei, inhibă exporturile industriilor autohtone de profil. Înrautățirea soldului comercial a fost atribuită însă și unor cauze interne – pe de o parte, întreruperea activității unor companii importante din industria chimiei (cu efect pe ambele segmente ale tranzacțiilor externe), iar pe de altă parte, revigorarea sectorului construcțiilor, care a antrenat importuri mai mari de construcții metalice. În ceea ce privește grupa care concentrează cea mai mare parte a exporturilor românești – mașini, echipamente și mijloace de transport – livrările către piața europeană și-au menținut ritmul alert (avans real de peste 7 la sută în trimestrul IV). Exporturile de echipamente electrice au continuat să înregistreze cea mai rapidă creștere (circa 19 la sută, variație anuală reală), evoluție care a antrenat și noi majorări ale cotei de piață.

Presiunea exercitată de deficitul comercial asupra poziției externe pe ansamblul anului 2015 a fost în bună măsură contrabalansată de surplusul în creștere al contului serviciilor (Grafic 2.4).

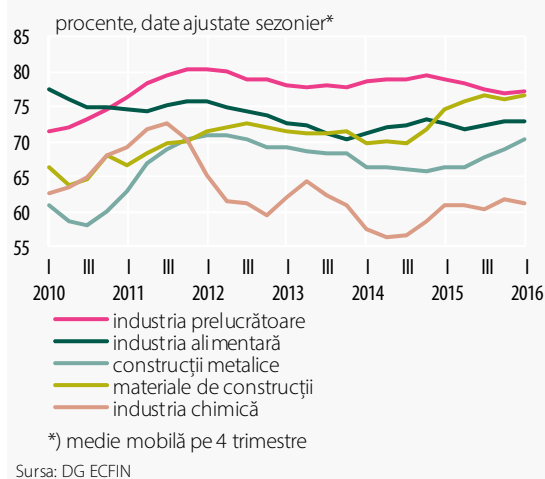
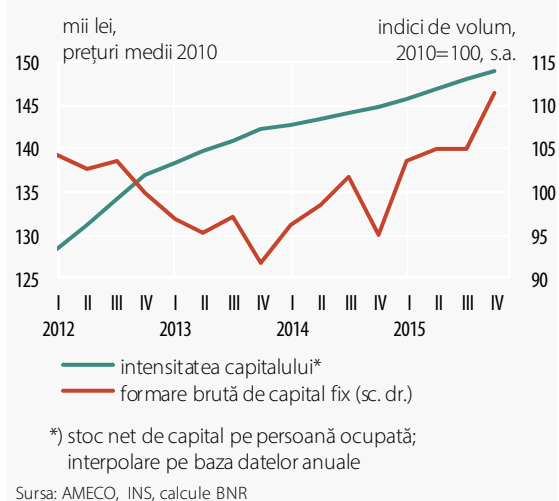
**Grafic 2.4. Balanța bunurilor și serviciilor**


O contribuție consistentă revine în continuare transportului internațional de mărfuri, investițiile derulate până în prezent de companiile de profil în vederea reînnoirii flotelor și a dezvoltării infrastructurii informatice, precum și creșterea portofoliului de clienți permițând acestui sector să se alinieze la traiectoria ascendentă a exporturilor țării noastre, dar și să participe mai intens la activitatea de transport de mărfuri între diverse țări europene. De altfel, în ultima perioadă, România s-a conturat tot mai mult ca un *hub* logistic internațional, iar perspectiva de dezvoltare în această direcție este favorabilă, date fiind saturarea unor piețe din proximitate (Slovacia, Ungaria, Republica Cehă) și avantajul stabilității într-un context regional volatil. O creștere accelerată au înregistrat și încasările obținute din prestarea de servicii IT&C către clienți externi, a căror preocupare pentru reducerea costurilor asociate dezvoltării de *software* și serviciilor IT a favorizat în continuare companiile locale de profil. Semnalele recente de deplasare a accentului dinspre servicii de suport *low-end*, programare și management de aplicații spre dezvoltarea de produse cu valoare adăugată ridicată indică tendința de maturizare a pieței și susțin perspectivele favorabile ale sectorului.

### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii și-a menținut contribuția pozitivă la dinamica PIB în ultimul trimestru al anului 2015, însă evoluția a fost antrenată în esență de

modificarea accelerată a poziției ciclice a economiei, care a determinat creșterea gradului de utilizare a capacităților de producție, în special în sectorul construcțiilor și în ramurile industriale asociate (Grafic 2.5). La nivelul factorilor cu acțiune persistentă (înzestrarea cu capital a muncii, productivitatea multifactorială (TFP)– vezi Caseta 1), se remarcă influența favorabilă exercitată de creșterea alertă a formării brute de capital fix pe tot parcursul anului 2015 (Grafic 2.6).

**Grafic 2.5. Gradul de utilizare a capacităților de producție**

**Grafic 2.6. Intensitatea capitalului**


Trenarea productivității în industrie de mai bine de un an atrage însă atenția asupra problemelor de natură structurală care inhibă creșterea TFP.

Alături de lipsa infrastructurii, deficitul de forță de muncă specializată în zonele care concentrează producători reprezentativi din sectoarele-cheie ale economiei reprezintă una dintre cele mai des invocate probleme, de natură să blocheze noile investiții sau extinderea celor existente. În acest context, industria auto a înregistrat în trimestrul IV 2015 o nouă reducere a productivității în termeni anuali, operatorii din domeniu recurgând, în încercarea de a rămâne competitivi, la crearea propriilor unități de pregătire a personalului, lărgirea perimetrului de recrutare sau chiar relocarea forței de muncă din alte zone geografice, atragerea unui număr mai mare de furnizori de componente în proximitatea uzinelor, precum și creșterea gradului de automatizare a proceselor de producție.

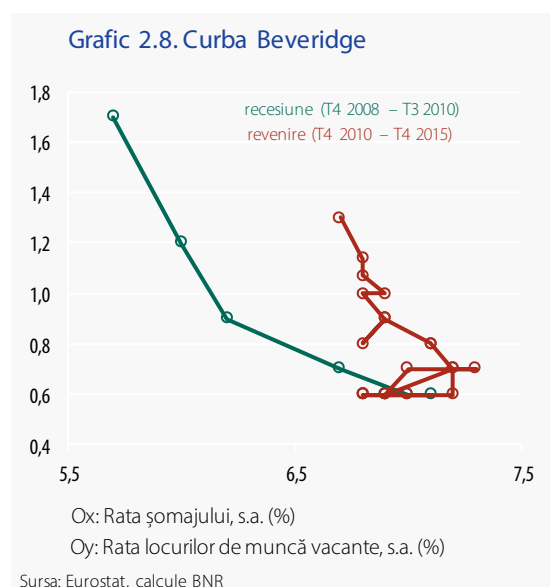
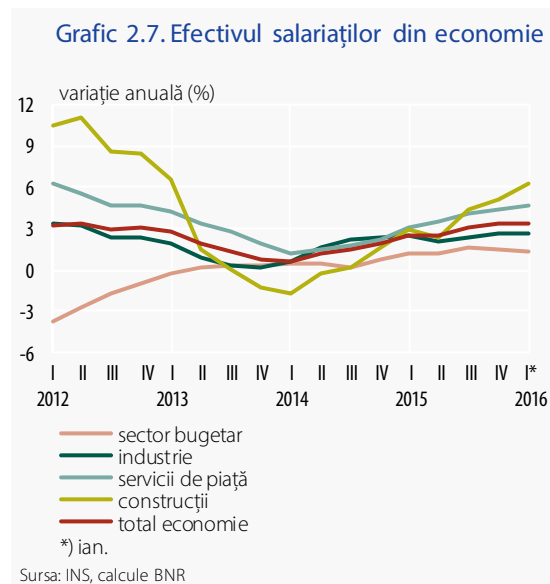
Trimestrul IV 2015 a adus pierderi și mai însemnate de productivitate în industria chimică, odată cu închiderea unor capacități din sectorul îngreșământelor. Închiderile unor fabrici și unități pot genera o influență persistent negativă asupra TFP, în cazul în care apar întârzieri în realocarea eficientă a resurselor. În măsura în care aceste capacități nu sunt valorificate, ele se degradează și devin inutilizabile, iar dacă persoanele disponibilizate nu își găsesc un loc de muncă suficient de repede există riscul să rămână o perioadă prea lungă în șomaj, ceea ce conduce la deteriorarea competențelor acestora, devenind astfel mai puțin atractivi pentru companii.

Deși înregistrează încă dinamici anuale pozitive în termeni de productivitate, competitivitatea limitată a producătorilor autohtoni din industria alimentară a devenit evidentă începând cu a doua parte a anului 2015, creșterea spectaculoasă a cererii antrenată de măsurile de relaxare fiscală fiind acoperită cu precădere prin importuri.

### Evoluții pe piața muncii<sup>11</sup>

În intervalul octombrie 2015 – ianuarie 2016, numărul recrutărilor a continuat să crească, dinamica anuală a efectivului salariaților din economie ajungând la 3,3 la sută. Avansul recent s-a datorat menținerii ritmului alert al angajărilor din sectorul construcțiilor, susținut de consolidarea

activității, precum și recrutărilor realizate în serviciile de piață, cu precădere în IT&C și activitățile profesionale și tehnice, dar și în unele ramuri industriale, mai ales în industria auto și cea a fabricării echipamentelor electrice (Grafic 2.7).



În acest context, ambele măsuri ale ratei șomajului au atins cele mai scăzute niveluri din perioada postcriză – 4,7 la sută în cazul indicatorului publicat de ANOFM (-0,4 puncte procentuale față de trimestrul III 2015) și 6,6 la sută în cazul indicatorului BIM (-0,2 puncte procentuale) – semnalând încordarea progresivă a pieței muncii și, prin urmare, crearea premiselor pentru accelerarea

<sup>11</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

dinamicii salariale. Dincolo de diminuarea ofertei excedentare de forță de muncă asociată modificării poziției ciclice a economiei, tendința de încordare este accentuată de fricțiunile generate pe piața muncii de inadecvarea sistemului de învățământ la cerințele economiei (din punct de vedere al gamei de competențe, dar și al calității pregătirii), de fenomenul migrației și de reticența forței de muncă disponibile în regiunile mai puțin dezvoltate de a se reloca în zonele cu cerere ridicată (Grafic. 2.8).

Pentru prima jumătate a anului 2016, sondajele disponibile (Manpower și DG ECFIN) indică intenția angajatorilor de a extinde schemele de personal în comerț, servicii și în unele ramuri prelucrătoare: industria alimentară, fabricarea băuturilor, industrii cu profil exportator (fabricarea echipamentelor electrice și a produselor din cauciuc și mase plastice), dar și ramuri conexe sectorului construcțiilor (fabricarea produselor din minerale nemetalice și a construcțiilor metalice).

### Caseta 1. Productivitatea multifactorială (TFP) din perspectivă macro și microeconomică

Conceptul de productivitate apare în mod natural în contextul unui proces economic, fiind asociat eficienței cu care resursele (este vorba cel mai adesea despre muncă și capital) sunt utilizate în cadrul procesului respectiv pentru a produce un anumit rezultat. Transpunerea în practică a acestei noțiuni se face de cele mai multe ori prin folosirea indicatorului de productivitate a muncii, care evidențiază rezultatul ce corespunde (în medie) utilizării unui singur angajat și care are avantajul de a fi relativ ușor de determinat. Interpretarea productivității astfel calculate trebuie să aibă totuși în vedere faptul că aceasta este influențată inclusiv de modificări ale intensității de utilizare a altor factori de producție. Mai precis, atât o majorare a capitalului, cât și o îmbunătățire a randamentului procesului economic (evoluții cu implicații distincte) se traduc, *caeteris paribus*, într-o creștere a productivității muncii. Este dezirabilă prin urmare analiza separată a acelei componente a rezultatului economic obținute prin excluderea influenței inputurilor și care primește în teoria economică interpretarea unei productivități asociate tuturor factorilor de producție (engl. *Total Factor Productivity* – TFP).

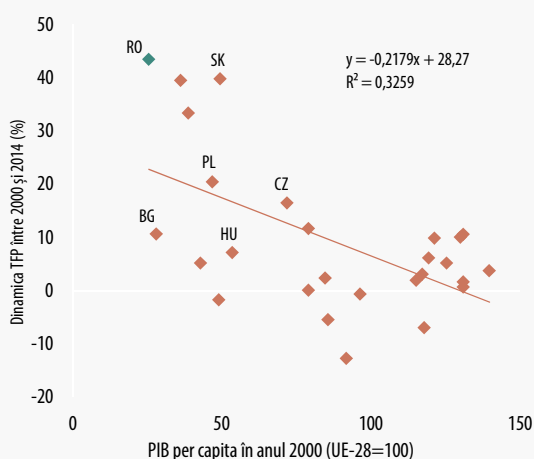
Studiile de specialitate au relevat faptul că implicațiile la nivel macroeconomic ale evoluției TFP sunt semnificative, inclusiv din perspectiva stabilității prețurilor – indicatorul oferind indicii cu privire la capacitatea de creștere a economiei, în condiții de absență a presiunilor inflaționiste – sau a menținerii echilibrului extern – dinamica TFP fiind relevantă a avea o influență determinantă asupra competitivității. În același timp, avansul productivității reprezintă un element esențial pentru ca eventuale progrese în termeni de bunăstare și dezvoltare să aibă un caracter sustenabil. Acest aspect a fost ilustrat inclusiv de analize recente, cu referire la situația economică de la nivel european (CE, 2014 sau BCE, 2015), care au evidențiat faptul că statele cu performanța cea mai puțin favorabilă a TFP sunt aceleași state în care procesul de convergență a trenat și, în același timp, statele pentru care criza economică și financiară a relevat cele mai semnificative vulnerabilități.

Această casetă își propune studierea evoluției TFP în România, precum și a factorilor cu potențial stimulativ sau, din contră, inhibitor pentru creșterea acesteia. În acest sens, analiza la nivel macroeconomic este completată printr-o cercetare în plan microeconomic a proceselor de producție, ceea ce ne permite să înțelegem de ce unii agenți economici sunt mai eficienți, dar și să evaluăm în ce măsură modificarea TFP agregat s-a datorat câștigurilor individuale de eficiență versus redirectionării resurselor dinspre firmele mai puțin eficiente către cele mai productive.

### Cum se măsoară TFP la nivelul unei economii?

TFP poate fi estimat la nivel agregat pentru o economie prin metoda funcției de producție. Aceasta constă în specificarea unei relații între seriile aferente volumului PIB real și cele ale factorilor de producție „stoc de capital” și „forță de muncă”. După cum s-a menționat anterior, TFP reprezintă acea parte din creșterea economică ce nu poate fi atribuită sau explicată de factorii de producție, fiind interpretat ca măsură sintetică a eficienței în utilizarea acestora.

Grafic A. Evoluția TFP și nivelul inițial al PIB per capita



Sursa: AMECO

O procedură de estimare a contribuțiilor factorilor de producție – care urmărește metodologia utilizată și în cadrul altor instituții internaționale (de exemplu, Comisia Europeană) – presupune aproximarea stocului de capital prin acumularea unui flux de investiții și, respectiv, exprimarea „forței de muncă” în termeni de număr total de ore lucrate în economie prin considerarea populației în vârstă de muncă, ratei de participare, gradului de ocupare și a numărului mediu de ore lucrate săptămânal<sup>12</sup>.

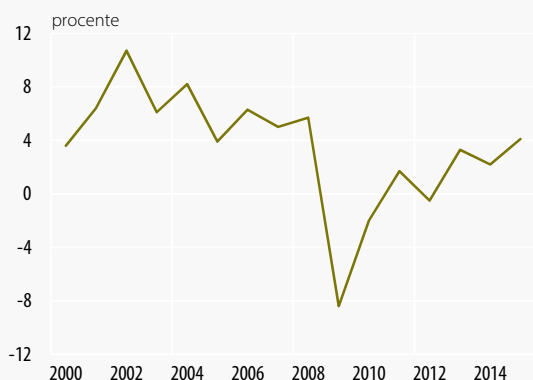
Estimările contribuțiilor factorilor de producție pot însă varia semnificativ în funcție de procedura de cuantificare a variabilelor. Astfel, variații ale rezultatelor obținute pot fi generate de definirea fluxului de investiții, alegerea perioadei de bază pentru aproximarea valorii inițiale a stocului de capital, calibrarea ratei de depreciere a capitalului (constantă sau variabilă), influența gradului de utilizare a capacităților de producție sau exprimarea factorului „forță de muncă” (în termeni de număr de ore lucrate sau număr de angajați). Mai mult, frecvența și amplitudinea revizuirii seriilor de date, semnificativă în cazul statelor emergente precum România, accentuează gradul de incertitudine asupra estimărilor, mai ridicat cu deosebire în ultimele perioade ale intervalului analizat. O altă sursă de diferențe poate fi reprezentată de specificarea funcției de producție (Cobb-Douglas, precum în cadrul procedurii de mai sus, sau o formă funcțională mai flexibilă, de exemplu forma CES – elasticități constante de substituție).

România a înregistrat un avans consistent al TFP între anii 2000 și 2014, comparativ cu alte economii ale UE (Grafic A), sugerând o creștere a competitivității, dar și progrese în termeni de convergență reală, cu toate că orizontul de definitivare a acestui proces este încă destul de îndepărtat, PIB pe cap de locuitor fiind încă sensibil inferior mediei UE. Pentru perioada 2000-2008, în contextul transformărilor structurale din economie, rezultatele evaluărilor pentru România reflectă aportul determinant al TFP la dinamica PIB. Criza financiară internațională a avut efecte adverse semnificative asupra dinamicii factorilor de producție, dar și asupra TFP<sup>13</sup>, ulterior acesta prezentând semne de revenire moderată (Graficele B și C). În vederea înțelegerii fundamentelor care stau la baza repoziționării TFP pe o traiectorie ascendentă, capătă relevanță identificarea acelor elemente specifice firmelor care performează în termeni de eficiență, demers facilitat de un exercițiu empiric derulat la nivel microeconomic.

<sup>12</sup> Pentru detalii asupra metodologiei, a se vedea prezentarea „Estimarea PIB potențial prin metoda funcției de producție”, Colocvii de Politică Monetară, BNR (2012).

<sup>13</sup> De regulă, o criză economică acționează asupra TFP prin efectele reducerii cheltuielilor de cercetare-dezvoltare și alocării ineficiente a resurselor.

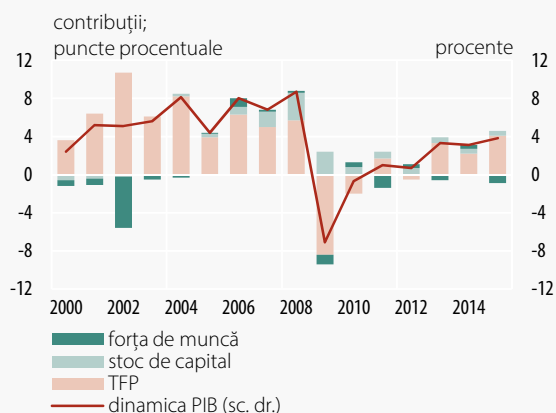
Grafic B. Creșterea anuală a TFP



Notă: Seriile sunt exprimate ca medii anuale ale datelor trimestriale ajustate sezonier.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

Grafic C. Contribuții ale factorilor de producție la creșterea anuală a PIB



Notă: Seriile sunt exprimate ca medii anuale ale datelor trimestriale ajustate sezonier.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

## Profilul firmei productive din România

Explorarea la nivel individual a proceselor de creare a valorii adăugate este facilitată de disponibilitatea unor informații referitoare la caracteristicile individuale ale operatorilor economici. Astfel, TFP a fost estimat pentru fiecare firmă pe baza unui eșantion panel de dimensiune exhaustivă, constituit pe baza datelor din înregistrările bilanțiere<sup>14</sup>. În continuare, productivitatea astfel obținută a fost pusă în legătură cu un set de variabile explicative, configurat în concordanță cu indicațiile literaturii de specialitate (Tabel 1). Aceste variabile au drept sursă bilanțurile companiilor, dar și sondajul privind comportamentul companiilor pe piața muncii realizat de BNR în anul 2014<sup>15</sup>.

În consonanță cu rezultatele obținute în literatură, analiza profilului firmei productive relevă că aceasta este o companie mare, tânără, care aparține sectorului privat, cu capital majoritar străin și care face parte dintr-o structură de tip firmă-mamă – subsidiară. Aceste elemente susțin ideea conform căreia un rol determinant în avansul productivității economiei a revenit influxurilor de investiții străine directe, pe fondul *know-how*-ului superior de care au beneficiat proiectele dezvoltate astfel, fiind plauzibil ca aceste cunoștințe să se fi transmis și firmelor autohtone, prin replicarea tehnologiei, a tehnicilor de business și/sau a modelului de management. Într-o perspectivă mai largă, se poate observa că același *pattern* poate fi regăsit în mai multe rânduri de-a lungul istoriei proiectului european, reprezentând principalul mecanism de realizare a convergenței între Periferia emergentă și Centrul dezvoltat.

Estimările confirmă de asemenea rolul competiției (atât pe piața internă, cât mai ales pe cea externă) în stimularea productivității firmei. Odată cu intensificarea competiției, indisolubil legată de funcționalitatea mecanismelor de piață liberă, firmele s-au văzut tot mai constrânse să accepte că au doar două opțiuni: eficientizarea sau părăsirea pieței. În acest sens, amplele transformări structurale care au conferit economiei caracteristici de piață funcțională la mijlocul anilor 2000 au potențat creșterea accelerată a TFP dinainte de criză.

<sup>14</sup> Sursa datelor este Ministerul Finanțelor Publice, eșantionul acoperă intervalul 2002-2014 și cuprinde peste 3 milioane de observații. Estimarea s-a realizat conform metodologiei Wooldridge (2009), pentru detalii suplimentare se pot consulta CompNet (2014), Van Beveren (2012).

<sup>15</sup> Detalii referitoare la sondaj se pot regăsi în lordache, Militaru și Pandioniu (2016).

Tabel 1. Rezultatele estimării<sup>a)</sup> legăturilor dintre TFP la nivel de firmă și variabilele explicative

Numele variabilei	Valori posibile	Interacțiuni <sup>b)</sup>	Coefficient estimat
Variabile având ca sursă bilanțurile companiilor			
Dimensiunea firmei	1 (20-49 angajați)	-	0,118***
	2 (50-199 angajați)	-	
	3 (>199 de angajați)	-	
Aționariat majoritar de stat	0,1	-	-0,278**
Cheltuieli de cercetare-dezvoltare (mii lei pe salariat)	orice număr pozitiv	-	0,002*
Importator	0,1	-	0,150**
Număr parteneri import	0,1,2,3...	-	0,022***
Variabile având ca sursă sondajul BNR/WDN			
Aționariat majoritar străin	0,1	-	0,240***
Autonomie	0,1	-	-0,070*
Vârsta firmei	1,2,3...	-	-0,006***
Competiție internă	0 (nu se aplică)	-	0,052***
	1 (slabă)	-	
	2 (moderată)	-	
	3 (puternică)	-	
Competiție externă	similare celor ale variabilei „competiție internă”	-	0,060***
Ponderea angajaților permanenți cu normă întreagă	0-1	-	0,685**
Ponderea angajaților temporari	0-1	-	0,600*
Ponderea mișcării sindicale	0-1	Firma are peste 7 ani	-0,122*
		Firma are sub 7 ani	0,458***
Ponderea muncitorilor calificați	0-1	Ponderea angajaților cu vechime sub 1 an	0,259
		Ponderea angajaților cu vechime 1-5 ani	0,249*
		Ponderea angajaților cu vechime peste 5 ani	-0,173*
Ponderea angajaților cu o calificare intelectuală	0-1	Ponderea angajaților cu vechime sub 1 an	-0,477
		Ponderea angajaților cu vechime 1-5 ani	0,479**
		Ponderea angajaților cu vechime peste 5 ani	0,760***
Constantă		DA	
Variabile dummy sectoriale		DA	
Număr de observații		1 505	
R-pătrat		0,6984	

a) Estimarea s-a realizat prin metoda celor mai mici pătrate cu erori standard robuste.

b) Prin intermediul interacțiunilor se investighează dacă amplitudinea sau chiar semnul influenței unei variabile explicative asupra celei dependente se modifică în funcție de valorile unei alte variabile explicative.

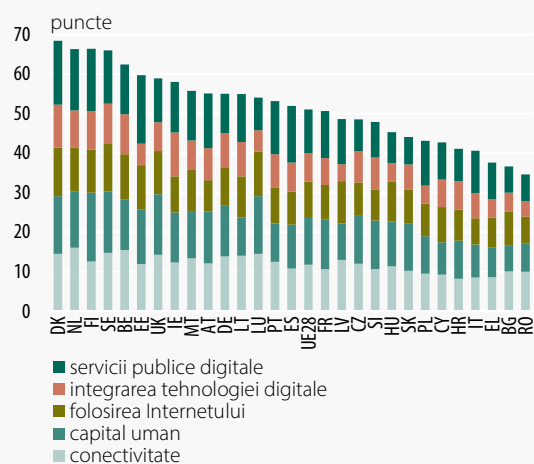
\*, \*\*, \*\*\* denotă semnificație statistică la nivelurile de 10, 5 și respectiv 1 la sută.

Sursa: MFP, BNR



Totodată, calitatea capitalului uman – înzestrarea cu abilități tehnice a personalului angajat este relevantă din perspectiva TFP, dificultatea din ce în ce mai pronunțată de a mai găsi forță de muncă calificată reprezentând deja la ora actuală o piedică în calea îmbunătățirii productivității companiilor. Estimările mai arată faptul că angajarea tinerilor fără experiență pe un post care presupune o calificare superioară reprezintă doar un cost suplimentar în primul an de experiență, însă merită remarcat că, ulterior, contribuția acestora la creșterea TFP devine din ce în ce mai consistentă.

Grafic D. Indicele economiei și al societății digitale (2016)



Sursa: Comisia Europeană

În același timp, rezultatele au pus în lumină productivitatea superioară a importatorilor comparativ cu firmele care nu sunt angajate în astfel de activități (în medie cu 15 la sută mai mare). Acest fapt se poate explica prin importanța pe care o au pentru activitatea firmelor echipamentele de proveniență externă, cu un conținut tehnologic mai ridicat și randamente sporite, și, eventual, unele inputuri disponibile tot din surse externe. Prin urmare, estimările reliefează efectele favorabile ale integrării comerciale a economiei românești, în sensul că firmele care desfășoară activități de comerț exterior<sup>16</sup> susțin un nivel mai înalt al productivității economiei.

Un alt element-cheie care face o firmă mai productivă este activitatea de cercetare-dezvoltare, potențialul din acest punct de vedere fiind însă departe de a fi valorificat în mod corespunzător, dat fiind că preocuparea pentru promovarea soluțiilor inovative se plasează la un nivel extrem de scăzut în țara noastră, practic cel mai mic din Uniunea Europeană (Grafic D). În mod surprinzător, la creșterea economiei din ultimii ani o contribuție tot mai consistentă a revenit dezvoltării alerte a ofertei interne de servicii cu un conținut tehnologic ridicat, aceasta fiind direcționată însă cu precădere către parteneri externi.

### Eficientizare individuală versus realocare a resurselor între firme

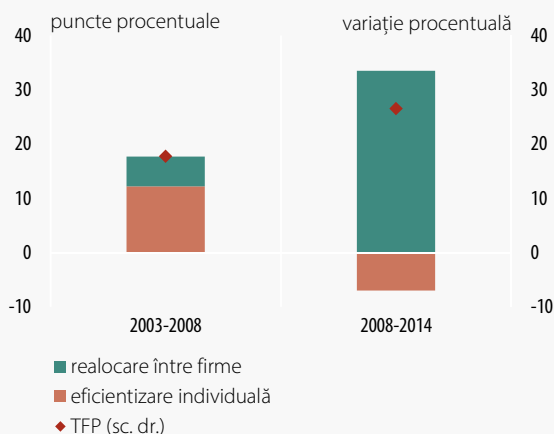
Spre deosebire de TFP considerat la nivelul fiecărui operator economic, în plan agregat, evoluția productivității capătă o dimensiune suplimentară, care vizează modul de alocare a resurselor. Mai precis, pe măsură ce companiilor cu productivități superioare mediei le revine o pondere mai însemnată a resurselor, TFP agregat se va îmbunătăți, chiar dacă TFP pentru fiecare firmă rămâne neschimbat. De pildă, dacă resursele vizate sunt cele umane, acest lucru se traduce într-un avans al productivității întregii economii, condiționat de extinderea schemelor de personal ale operatorilor economici productivi, în contrapondere cu restrângerea celor ale operatorilor economici mai puțin productivi. Foster, Haltiwanger și Krizan (2001) propun o metodologie pentru evidențierea contribuției realocării resurselor la dinamica productivității agregate, conform relației:

$$\Delta TFP = \sum_{i \in S} p_{it-k} (TFP_{it} - TFP_{it-k}) + \sum_{i \in S} (p_{it} - p_{it-k}) (TFP_{it-k} - TFP_{it-k}) + \sum_{i \in E} (p_{it} - p_{it-k}) (TFP_{it} - TFP_{it-k}) + \sum_{i \in E} p_{it} (TFP_{it} - TFP_{it-k}) - \sum_{i \in X} p_{it-k} (TFP_{it-k} - TFP_{it-k})$$

<sup>16</sup> Statutul de exportator și numărul destinațiilor de export figurează ca având o corelație pozitivă și semnificativă statistic în estimare, puterea explicativă a variabilelor asociate importurilor fiind însă superioară.

Astfel, modificarea productivității agregate ( $\Delta TFP$ ) între momentele  $t$  și  $t-k$  poate proveni din: (i) variația productivităților individuale ale firmelor (primul termen), fiind vorba despre acei agenți care se află pe piață în ambele perioade, așa-numiții „supraviețuitori”, reuniți în mulțimea notată  $S$ , sau din (ii) realocarea resurselor între firme: supraviețuitoare, cele care au intrat pe piață (reunite în grupul notat cu  $E$ ) sau cele care au ieșit de pe piață (reunite în grupul notat cu  $X$ ).

**Grafic E. TFP în industria prelucrătoare: eficientizare versus realocare**



Sursa: MFP, calcule BNR

Calculând, pe baza acestei metodologii, contribuțiile la dinamica productivității agregate în sectorul prelucrător, înainte și după declanșarea crizei economice și financiare (Grafic E), se remarcă natura preponderent contraciclică a influenței ce revine reconfigurării forței de muncă pe o structură de producție mai eficientă. În perioada precriză, realocarea resurselor umane a avut un aport restrâns la avansul TFP din industria manufacturieră, în schimb, odată cu debutul acesteia, s-au creat premisele unei valorificări mai temeinice a potențialului de dezvoltare a proiectelor care performează în termeni de eficiență, pe seama restrângerii operațiunilor cu randamente reduse. În perspectivă, influența acestui mecanism de ameliorare a productivității agregate ar putea să se diminueze, pe măsură ce limitările asociate dezvoltării neomogene în plan regional devin mai evidente, știut fiind faptul că

repartiția investițiilor generatoare de procese economice productive nu a fost uniformă pe tot cuprinsul țării. Astfel, în cadrul anumitor regiuni, deși există forță de muncă disponibilă, nu există în schimb suficiente proiecte performante care să o utilizeze (infrastructura inadecvată afectând negativ profitabilitatea acestora), iar posibilitatea să fie redirecționată către investiții din alte zone este redusă (calitatea infrastructurii și percepția unui cost de oportunitate ridicat reprezentând obstacole în acest sens). În plus, pe măsură ce aceste persoane rămân în afara pieței muncii, își pierd abilitățile și devin tot mai necompetitive, situația actuală reclamând deja politici active nu doar în domeniul educației, ci și al reintegrării sociale.

Dincolo de faptul că îmbunătățirea productivității agregate și reconfigurarea economiei pe o structură mai competitivă au contribuit la ameliorarea situației economice în ultimii ani, în termeni de locuri de muncă, contextul rămâne mai puțin favorabil comparativ cu perioada precriză. În cazul sectorului prelucrător, chiar dacă producția industrială a avansat cu peste 30 la sută (față de anul 2008), progresul s-a realizat pe o schemă de ocupare mai restrânsă. Din această perspectivă, în măsura în care câștigurile de eficiență s-ar regăsi la un număr mai extins de firme (mai ales de clasă medie și mică), ar putea fi îndeplinite simultan două deziderate: eficientizare și creare de locuri de muncă. O astfel de evoluție ar conferi un plus de sustenabilitate procesului de dezvoltare economică și ar preîntâmpina apariția sau accentuarea unor dezechilibre în plan social.

### Bibliografie

Banca Centrală Europeană – Articol *Real Convergence in the Euro Area: Evidence, Theory and Policy Implications*, Buletin economic 5, 2015

Comisia Europeană – Focus *The Drivers of Total Factor Productivity in Catching-up Economies*, Raport trimestrial asupra zonei euro 13 (1), 2014

CompNet – *Micro-based Evidence of EU Competitiveness. The CompNet Database*, Banca Centrală Europeană, Working Paper No. 1634, 2014

Foster, L., Haltiwanger, J. și Krizan, C. – *Aggregate Productivity Growth. Lessons from Microeconomic Evidence*, capitol în volumul NBER "New Developments in Productivity Analysis", pp. 303-372, 2001

Iordache, S., Militaru, M. și Pandioniu, L. – *Jobless Recovery in Romania: The Role of Sticky Wages and other Frictions. Firm-level Evidence from the WDN Survey*, Banca Națională a României, Occasional Papers No. 20, 2016

Nalban, V., Tănase, A. și Veaceslav, G. – „Estimarea PIB potențial prin metoda funcției de producție”, Colocvii de Politică Monetară, BNR, 2012

Van Beveren, I. – *Total Factor Productivity Estimation: A Practical Review*, Journal of Economic Surveys 26 (1), pp. 98-128, 2012

Wooldridge, J. – *On Estimating Firm-level Production Functions Using Proxy Variables to Control for Unobservables*, Economic Letters 104 (3), pp. 112-114, 2009

## 2. Prețurile de import și prețurile de producție

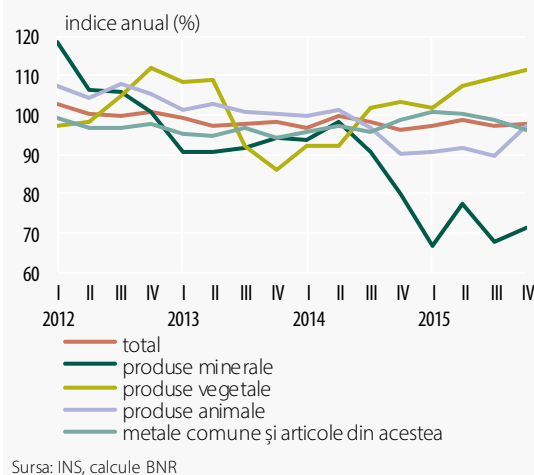
În trimestrul IV 2015, traiectoria descendentă a cotațiilor principalelor materii prime a favorizat menținerea variației anuale negative atât în cazul prețurilor de import, cât și al prețurilor producției industriale pentru piața internă. La nivelul acestora din urmă se remarcă, totuși, acumularea de presiuni din partea costurilor salariale. Îmbunătățirea rapidă a poziției ciclice a economiei creează premise pentru transferul acestora în prețuri, mai ales în condițiile în care influența compensatoare a unor șocuri favorabile de ofertă este probabil să se disipeze în următoarele 12 luni. Recolta deficitară a reprezentat o altă sursă de presiune, prețurile producției vegetale înregistrând ritmuri anuale de două cifre. Pe fondul menținerii prețurilor materiilor prime la niveluri scăzute, atât dinamica anuală a prețurilor de import, cât și cea a prețurilor producției industriale vor evolua probabil în teritoriu negativ și în prima parte a anului 2016.

### 2.1. Prețuri de import

În perioada octombrie-decembrie 2015, impactul deflaționist exercitat de prețurile externe s-a temperat, indicele valorii unitare (IVU) a importurilor urcând 0,9 puncte procentuale, până la 97,9 la sută (Grafic 2.9). Această influență asupra prețurilor interne a fost însă parțial contracarată de atenuarea deprecierei în termeni anuali a leului față de dolarul SUA, în raport cu euro moneda națională evoluând relativ stabil.

În absența unui consens în cadrul OPEC privind un nivel maxim al producției și în contextul eliminării restricțiilor de export ale SUA, prețul țițeiului Brent a continuat să se poziționeze spre finele anului 2015 pe o traiectorie descendentă. Ridicarea sancțiunilor impuse Iranului a condus la un declin și mai amplu al cotațiilor în luna ianuarie 2016, acestea atingând minimul ultimilor 13 ani. O tendință similară au manifestat și prețurile metalelor, evoluția fiind corelată cu restrângerea cererii din partea Chinei. În ceea ce privește materiile prime agricole, recolta favorabilă la nivel global a condus la scăderi ale cotațiilor porumbului și, mai ales, ale grâului, mișcări în sens contrar consemnând însă prețul semințelor de floarea-soarelui (producție europeană deficitară în 2015) și al zahărului (condiții meteo nefavorabile în Brazilia).

Grafic 2.9. Indicele valorii unitare a importurilor



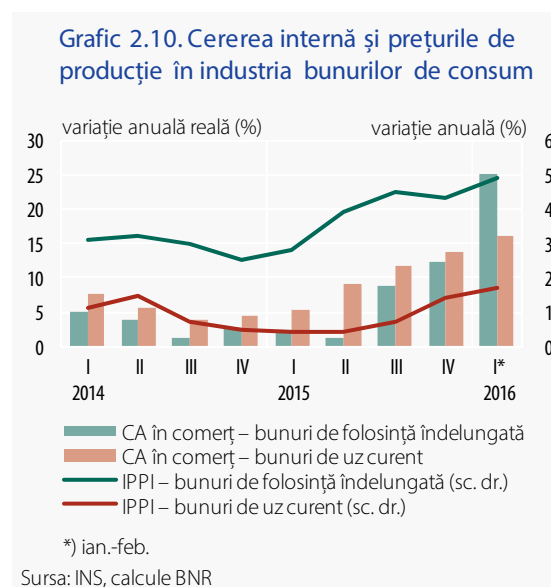
Sursa: INS, calcule BNR

În corelație cu tendințele menționate, contribuții semnificative la menținerea la valori subunitare a IVU la nivel agregat au continuat să aibă produsele minerale, cele chimice și metalele comune. Pe segmentul alimentar însă, evoluțiile au fost mixte și în trimestrul IV. Astfel, produsele vegetale și grăsimile au înregistrat valori supraunitare în creștere, ca urmare a producției deficitare în cazul unor culturi la nivel european. De asemenea, majorări au fost consemnate și la nivelul indicelui asociat zahărului și produselor zaharoase, acesta devenind chiar ușor supraunitar (100,9 la sută). În același timp, surplusul de ofertă generat pe piața europeană de închiderea pieței rusești a menținut la niveluri subunitare IVU asociat produselor de origine animală (carne, lapte). Pe segmentul nealimentar, valori supraunitare și în creștere ale IVU au consemnat articolele de îmbrăcăminte, posibil ca urmare a reorientării populației spre produse mai scumpe, odată cu creșterea puterii de cumpărare.

## 2.2. Prețuri de producție pe piața internă

În trimestrul IV 2015, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a persistat în teritoriu negativ (-2,2 la sută, comparativ cu -2,3 la sută în trimestrul III 2015), valoarea puternic negativă continuând să reflecte efectul scăderii tarifelor medii de distribuție a gazelor naturale în aprilie 2015. Însă și în absența acestei măsuri administrative, variația anuală a prețurilor de producție ar fi fost anemică (în jurul valorii nule), în contextul în care scăderea cotațiilor principalelor materii prime continuă să mascheze acumularea de presiuni la nivelul costurilor salariale. În același timp, creșterea accelerată a cererii pe piața internă creează premise pentru transmiterea în prețuri a acestor presiuni, lucru deja vizibil pe segmentul producției de bunuri de consum (+0,6 puncte procentuale, până la 1,6 la sută). Contribuții la această creștere au revenit atât segmentului de bunuri de uz curent (parțial afectat și de creșterea prețurilor materiilor prime agricole pe piața internă),

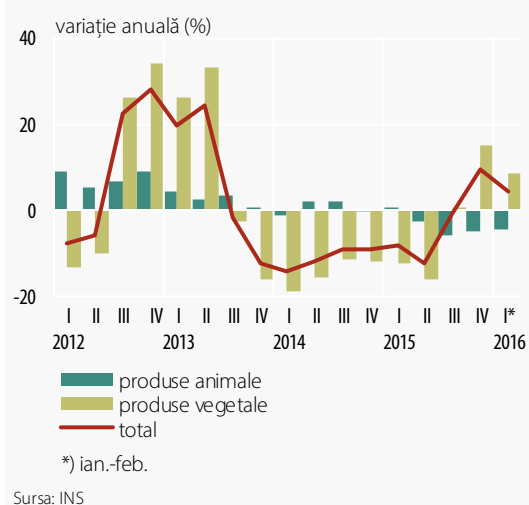
cât mai ales celui de bunuri de folosință îndelungată (acestea și-au majorat constant rata anuală de creștere pe parcursul anului 2015 și la începutul anului următor (3,5 la sută în semestrul I, 4,4 la sută în semestrul II și 4,9 la sută în primele două luni ale anului 2016; Grafic 2.10).



Evoluția sugerează formarea de presiuni de-a lungul lanțului de producție, care se vor regăsi probabil în prețurile de consum în perioada următoare – potrivit estimărilor interne, 75 la sută din variația prețurilor de producție ale bunurilor de consum sunt transferate în inflația de bază în decurs de 1 an.

În trimestrul IV 2015, dinamica anuală a prețurilor agricole a revenit puternic în teritoriu pozitiv (+10,4 puncte procentuale, până la 9,5 la sută). Producția agricolă sensibil inferioară celei din 2014, vizibilă la nivelul majorității culturilor (excepție făcând recolta de grâu), s-a reflectat în intensificarea ritmului anual al prețurilor produselor vegetale până la 15 la sută (+14,8 puncte procentuale). În același timp, dinamica anuală a prețurilor produselor animale s-a menținut în teritoriu negativ, pe fondul persistenței concurenței din partea importurilor la prețuri reduse din UE (Grafic 2.11).

Grafic 2.11. Prețurile producției agricole

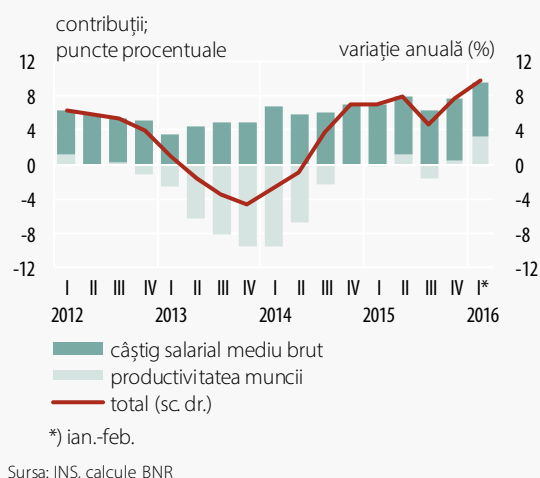


Datele disponibile pentru lunile ianuarie-februarie 2016 indică menținerea ratelor anuale de creștere a prețurilor bunurilor de consum pe un trend ascendent, reducerea cotei standard a TVA fiind de natură să stimuleze suplimentar consumul. Totuși, la nivel agregat, ratele de creștere rămân negative și pe parcursul trimestrului I 2016, această influență fiind anulată de declinul prețurilor celorlalte categorii de bunuri. La traiectoria descendentă a prețurilor principalelor materii prime, un aport semnificativ vor avea și de această dată bunurile energetice, ca urmare a deciziei administrative de a reduce tarifele de distribuție a energiei electrice la 1 ianuarie 2016, precum și a diminuării prețului energiei electrice pe piața liberă.

### Costurile salariale unitare

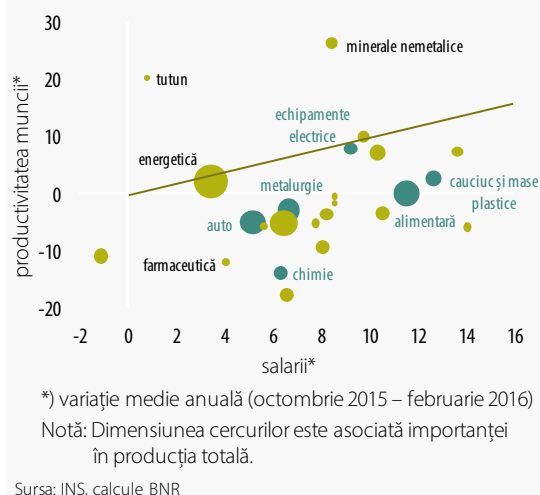
Evoluția nefavorabilă a productivității muncii din industrie în trimestrul IV 2015 și, în special, în primele două luni ale anului 2016 a condus la accentuarea presiunilor din partea costurilor salariale unitare, a căror dinamică anuală a urcat la 7,8 la sută, respectiv 9,8 la sută (practic, o dublare față de trimestrul III 2015). Chiar dacă nu au contribuit la majorarea menționată, salariile au continuat să înregistreze ritmuri consistente de creștere în termeni anuali (în medie, circa 7 la sută) (Grafic 2.12).

Grafic 2.12. Costurile salariale unitare din industrie



Dincolo de influențele conjuncturale din industria energetică (revizia unor rafinării), relevante sunt, mai ales, tendințele din sectorul prelucrător, unde accelerarea creșterii costurilor salariale unitare a fost cvasigeneralizată – doar două industrii (industria fabricării materialelor de construcții și cea a tutunului) au reușit să genereze pe ansamblul perioadei câștiguri de productivitate superioare dinamicii salariilor (Grafic 2.13). La nivelul întregului sector, ritmul anual al costurilor salariale unitare a depășit 10 la sută în intervalul octombrie 2015 – februarie 2016, iar majorarea salariului minim brut pe economie cu 19 la sută în luna mai face plauzibilă consolidarea traiectoriei ascendente pe parcursul acestui an.

Grafic 2.13. Productivitatea și salariile în industrie



Transferarea în prețuri a presiunilor acumulate pe acest canal a fost inhibată în anul 2015 de spațiul de manevră oferit producătorilor de reducerea contribuției angajatorilor la asigurările sociale și de prețurile scăzute ale materiilor prime, însă probabilitatea de manifestare a acestora devine

semnificativă în perspectivă, pe măsură ce influențele compensatoare menționate se vor disipa, iar economia va trece, chiar din acest an, de la deficit la excedent de cerere agregată (de altfel, la nivelul prețurilor interne de producție ale bunurilor de consum sunt deja vizibile mișcări ascendente).

# 3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

## 1. Politica monetară

În ședințele din lunile februarie și martie 2016, Consiliul de administrație al BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la minimul istoric de 1,75 la sută și a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit<sup>17</sup>. Măsurile au vizat asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Decizia privind menținerea *statu-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 5 februarie 2016 a fost motivată de accentuarea caracterului divergent al traiectoriei anticipate a ratei anuale a inflației, evidențiată de noua proiecție trimestrială a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu. Potrivit acesteia, rata anuală prognozată a inflației se readâncea în primele luni ale anului 2016 în teritoriul negativ la valori similare celor previzionate anterior<sup>18</sup> (sub impactul reducerii cotei standard a TVA<sup>19</sup>), pentru ca la începutul anului 2017, odată cu epuizarea efectelor tranzitorii ale ajustărilor de impozite indirecte din 2016, ea să se poziționeze pe un palier sensibil superior celui proiectat anterior, rămânând totuși până la finele orizontului

marginal sub limita de sus a intervalului țintei staționare<sup>20</sup> (vezi Caseta 2).

Modificarea perspectivei pe termen mai îndepărtat a inflației avea ca resort presiunile inflaționiste relativ mai intense anticipate a emerge din acțiunea factorilor fundamentali, în condițiile accelerării în raport cu precedentă prognoză a ritmului previzionat de creștere a excedentului de cerere agregată în cursul anului 2017<sup>21</sup> și ale poziționării la niveluri mai înalte a anticipațiilor inflaționiste; acestora li se alăturau influențele relativei majorări a dinamicii așteptate a prețurilor de import și ale prelungirii creșterii susținute a costurilor salariale unitare. Resorturile și premisele unor asemenea perspective le constituiau: (i) relativa accentuare a relaxării politicii fiscale și a celei de venituri; (ii) majorarea mai amplă a salariului minim brut în 2016; (iii) prezervarea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale și consolidarea procesului de creditare și (iv) ușoara ameliorare a perspectivei pe termen mediu a creșterii economice în zona euro/UE. Noua prognoză a inflației se caracteriza prin riscuri sporite în dublu sens la adresa ei, având ca principale surse potențiala conduită a politicii fiscale și salariale în contextul anului electoral și incertitudinile crescute legate de creșterea economiei globale și a comerțului mondial în contextul slăbirii economiei Chinei și a altor economii emergente majore.

<sup>17</sup> De 8, respectiv 12 la sută.

<sup>18</sup> Rata anuală a inflației era anticipată să coboare în martie 2016 la -3,0 la sută.

<sup>19</sup> Cota standard a TVA a fost diminuată începând cu luna ianuarie 2016 de la 24 la 20 la sută, după ce în luna iunie 2015 a fost extinsă aplicarea cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică.

<sup>20</sup> Rata anuală prognozată a inflației se situa la finele anului 2016, respectiv 2017, la nivelul de 1,4, respectiv 3,4 la sută (comparativ cu un nivel de 1,1 la sută, respectiv de 2,8 la sută previzionate anterior pentru luna decembrie 2016, respectiv finele trimestrului III 2017). Rata anuală prognozată a inflației recalculată prin excluderea impactului *one-off* anticipat al scăderii cotei standard a TVA de la 24 la 19 la sută se situa la finele anului 2017 la 3,7 la sută.

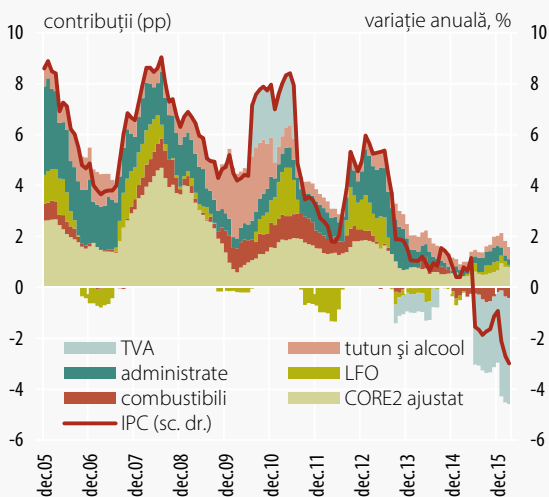
<sup>21</sup> În condițiile reconfirmării previziunilor privind inversarea în primul semestru al anului 2016 a poziției ciclice a economiei.

## Caseta 2. Politica monetară și șocurile exogene asupra inflației

Pe termen mediu și lung, inflația depinde în mod esențial de raportul între cererea agregată dintr-o economie și capacitatea respectivei economii de a oferi bunuri și servicii. Politicii monetare îi revine rolul fundamental în asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe acest orizont. În vederea îndeplinirii acestui obiectiv, banca centrală influențează prin instrumentele de care dispune cererea agregată, urmărind să o aducă și să o mențină într-un relativ echilibru față de potențialul de producție al economiei. Pe termen scurt însă, șocuri exogene – de regulă acționând pe partea ofertei (precum fluctuații ale prețurilor materiilor prime agricole sau energetice, ori modificări ale unor impozite indirecte) – pot provoca abateri temporare ale inflației de la obiectivul băncii centrale.

În contextul strategiei de țintire directă a inflației adoptate în anul 2005, obiectivul fundamental al BNR privind asigurarea și menținerea stabilității prețurilor<sup>22</sup> a fost transpus cantitativ în ținte de inflație al căror nivel a fost coborât gradual într-o primă etapă<sup>23</sup> de la 7,5 la sută ±1 punct procentual la 3 la sută ±1 punct procentual; începând cu anul 2013, odată cu finalizarea în linii generale a procesului de dezinflație declanșat în anul 2000, susținut în mod fundamental de adecvarea prudentă a conduitei politicii monetare, banca centrală a adoptat o țintă staționară de inflație, situată la 2,5 la sută ±1 punct procentual – nivel compatibil cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor în economia românească.

Grafic A. Influența șocurilor de natura ofertei asupra ratei inflației



Sursa: INS, calcule BNR

Politica monetară a fost în mod consecvent orientată în direcția asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintelor de inflație asumate. Pe termen scurt însă, numeroase și ample șocuri de natura ofertei, produse succesiv sau concomitent pe plan intern și internațional, cu precădere în perioada ulterioară declanșării crizei financiare și economice globale, au cauzat deviații temporare ale ratei anuale a inflației de la țintă. Aceste șocuri au fost preponderent inflaționiste anterior anului 2012, când la nivel global perioada a fost marcată de creșterea abruptă a prețului petrolului în anii 2008 și 2011 și a prețurilor materiilor prime alimentare în 2007-2008 și 2010-2011, iar pe plan intern au avut loc ample ajustări de impozite indirecte (creșterea cotei standard a TVA de la 19 la 24 la sută în anul 2010 și majorări succesive de accize), respectiv scăderea producției agricole în anul 2012 datorită condițiilor meteorologice nefavorabile. În ultimii aproximativ 3 ani, sensul șocurilor de natura ofertei a devenit predominant dezinflaționist, sursele acestora continuând să provină atât din mediul extern (scăderea drastică a prețului internațional al petrolului în perioada 2014-2016, declinul persistent al prețurilor materiilor prime alimentare manifestat din 2013, creșterea ofertei de produse agroalimentare pe piața europeană sub impactul embargoului Rusiei), cât și

<sup>22</sup> Stabilit prin Legea nr. 312/2004 privind Statutul BNR.

<sup>23</sup> În condițiile în care economia românească s-a aflat într-un proces de dezinflație, strategia politicii monetare s-a caracterizat într-o primă etapă prin ținte anuale de inflație (decembrie/decembrie), gradual descrescătoare, stabilite pe un orizont temporal de doi ani; acestea au fost coborâte de la 7,5 la sută ±1 punct procentual în 2005 la 3 la sută ±1 punct procentual în 2011; în 2010 și 2012 țintele au fost menținute la nivelul celor din anii precedenți, anume la 3,5 la sută ±1 punct procentual, respectiv 3 la sută ±1 punct procentual.



din cel autohton (reducerea cotei TVA în septembrie 2013 de la 24 la sută la 9 la sută pentru produsele de panificație, extinderea în iunie 2015 a aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută din ianuarie 2016, suplimentarea ofertei de produse agricole datorită producției agricole de excepție din 2014). Pe acest fond, rata anuală a inflației a urcat în iulie 2008 la un nivel de 9,0 la sută, pentru ca în martie 2016 ea să atingă un nivel minim al perioadei post-1990, de -3,0 la sută (Grafic A).

Volatilitatea ridicată a inflației nu a fost însă un fenomen specific economiei românești. Ea s-a manifestat în această perioadă pe plan mondial, inclusiv în economiile dezvoltate, reflectând atât intensitatea sporită a șocurilor globale menționate anterior, cât și impactul unor șocuri specifice diferitelor țări. Rata anuală a inflației s-a situat de exemplu în perioada 2008-2016 între 4,1 la sută și -0,7 la sută în zona euro, între 4,2 la sută și -1,2 la sută în Statele Unite și între 5,2 la sută și -0,1 la sută în Marea Britanie.

Majoritatea șocurilor de natura ofertei au, de regulă, un caracter tranzitoriu. Ele conduc la o unică ajustare a nivelului indicelui prețurilor de consum – rata anuală a inflației fiind afectată doar temporar, de regulă pentru o perioadă de 1 an – și pot exercita asupra activității economice o influență de sens opus celei pe care o au asupra inflației (de pildă, o scădere a prețului petrolului poate avea un efect stimulativ asupra activității economice, iar o reducere a impozitelor indirecte conduce la creșterea venitului disponibil al populației, stimulând consumul). Aceste șocuri sunt deseori neanticipate, singura cale potențială de a le încorpora *ex ante* în procesul decizional al politicii monetare fiind prin intermediul scenariilor de risc asociate prognozelor băncilor centrale. Unele șocuri de natura ofertei pot fi totuși cunoscute și încorporate în devans în prognozele băncii centrale (de exemplu, decizii ale autorităților de modificare a impozitelor indirecte).

Indiferent de situație însă, în cazul unor șocuri exogene ample, tentativa de contracarare de către banca centrală a efectelor directe ale acestora (așa-numitele efecte de runda întâi) ar fi nu doar ineficace<sup>24</sup>, ci chiar contraproductivă. Ea ar presupune ajustări bruște și puternice ale conduitei politicii monetare, menite să „forțeze” reapropierea cât mai rapidă a ratei inflației de țintă, ceea ce ar genera fluctuații indezirabile la nivelul activității economice și șomajului.

Prin urmare, există un consens în literatura de specialitate asupra faptului că răspunsul potrivit la astfel de șocuri exogene îl constituie acomodarea lor cel puțin parțială de către politica monetară, o eventuală reacție de contracarare fiind justificată doar în cazul unui risc semnificativ de dezancorare a anticipațiilor privind inflația pe termen mediu (Bernanke și Mishkin, 1997; Rosengren, 2011). Strategia de țintire a inflației, datorită caracteristicilor sale, conferă în mod particular un cadru flexibil de reacție a politicii monetare în situația unor astfel de șocuri (abordare ale cărei avantaje au fost evidențiate de exemplu de Bernanke *et al.*, 2001; Svensson, 2000, 2011)<sup>25</sup>.

Corespunzător teoriei, dar și practicii în materie a băncilor centrale, BNR a acceptat abateri temporare ale inflației de la țintă cauzate de șocurile de natura ofertei, însă a acționat consecvent pentru a contracara riscul ca acestea să producă efecte secundare (de runda a doua) prin afectarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, implicit a comportamentului de stabilire a prețurilor și a salariilor.

<sup>24</sup> În condițiile în care efectul maxim al măsurilor de politică monetară asupra economiei este atins de regulă cu un decalaj de până la 2 ani, orizont la care efectul șocurilor respective asupra ratei anuale a inflației se va fi disipat deja.

<sup>25</sup> Mervyn King, guvernator al Băncii Angliei până în 2013, a introdus chiar termenul de *inflation nutters* pentru a caracteriza o bancă centrală care ar fi preocupată exclusiv de stabilizarea ratei inflației, în orice circumstanțe.

De altfel, strategia de țintire directă a inflației adoptată de BNR are drept caracteristică definirea *ex ante*, similar practicii consacrate în domeniu<sup>26</sup> (Bernanke *et al.*, 2001), a unui set restrâns de circumstanțe („circumstanțe excepționale”), independente de influența politicii monetare, care condiționează responsabilitatea BNR pentru atingerea țintei de inflație. Aceste clauze de exonerare au fost anunțate încă de la momentul adoptării strategiei și se referă la: (i) creșteri/scăderi substanțiale ale prețurilor externe ale materiilor prime, ale surselor de energie și ale altor bunuri; (ii) calamități naturale sau alte evenimente extraordinare asimilate, cu impact inflaționist prin intermediul costurilor și al cererii, inclusiv modificări imprevizibile ale pieței produselor agricole; (iii) fluctuații ample ale cursului de schimb al leului datorate unor cauze aflate în afara fundamentelor economice interne și a implementării politicii monetare a BNR; (iv) abateri majore ale prețurilor administrate de la programul de corecții anunțat de guvern atât în ceea ce privește amplitudinea acestora, cât și respectarea calendarului de aplicare propus; (v) abaterea de la program a implementării și a rezultatelor politicii fiscale și ale celei a veniturilor.

Clauzele de exonerare nu au fost invocate ca atare de banca centrală. BNR a explicat însă în mod sistematic și detaliat cauzele/factorii deviațiilor temporare ale ratei anuale inflației de la țintă, precum și deciziile și acțiunile de politică monetară destinate readucerii acesteia pe o traiectorie compatibilă cu țintele asumate, această comunicare având un rol esențial din perspectiva asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu concomitent cu minimizarea fluctuațiilor în activitatea economică.

O asemenea abordare a caracterizat conducerea politicii monetare și în perioada recentă, în condițiile în care evoluția curentă a inflației și perspectiva ei pe termen scurt au fost afectate temporar, dar puternic, de reducerile succesive de taxe indirecte și de scăderea prețului internațional al petrolului, în timp ce acțiunea factorilor fundamentali se anticipa a redeveni inflaționistă începând cu a doua parte a anului 2016, în principal ca efect al relaxării politicii fiscale și a celei de venituri.

### Bibliografie

Bernanke, B. și Mishkin, F.S., 1997 – *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 11(2), pp. 97-116

Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. S. și Posen, A., 2001 – *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, pp. 10-38

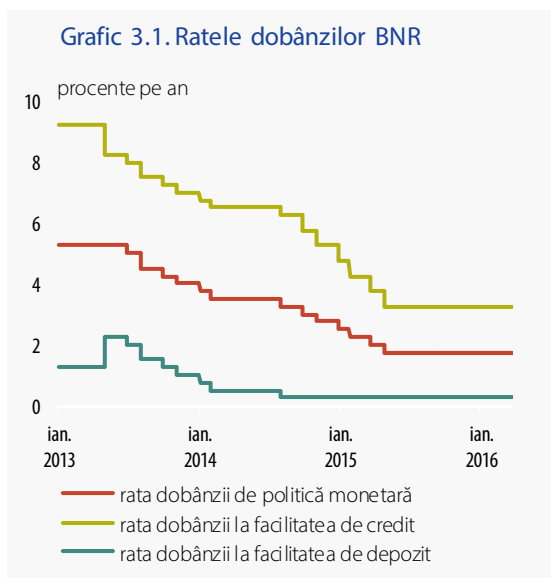
Rosengren, E., 2011 – *A Look Inside a Key Economic Debate: How Should Monetary Policy Respond to Price Increases Driven by Supply Shocks?*, Remarks to the Massachusetts Chapter of NAIOP, Federal Reserve Bank of Boston, [www.bostonfed.org/news/speeches/rosengren/2011/050411/](http://www.bostonfed.org/news/speeches/rosengren/2011/050411/)

Svensson, L., 2000 – *Open-Economy Inflation Targeting*, Journal of International Economics, Vol. 50, pp. 155-183

Svensson, L., 2011 – *Inflation Targeting*, în "Handbook of Monetary Economics", Vol. 3b, Elsevier

<sup>26</sup> Multe bănci centrale (de exemplu, cele din Noua Zeelandă, Canada, Republica Cehă) reconciliază angajamentul față de ținta de inflație cu flexibilitatea necesară în fața unor șocuri de ofertă sau tranzitorii prin definirea *ex ante* a unor așa-numite clauze de exonerare. Acestea stipulează situațiile excepționale care limitează răspunderea pentru atingerea țintei.

Previziunile privind readâncirea în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației în primele luni ale anului 2016 au fost confirmate de datele statistice apărute ulterior<sup>27</sup>. Acestea au relevat, de asemenea, continuarea creșterii variației anuale a PIB în trimestrul IV (3,8 la sută, de la 3,6 la sută în trimestrul III) – exclusiv pe seama principalelor componente ale absorbției interne –, precum și probabila menținere la valori înalte a dinamicii cererii de consum în trimestrul I 2016, ca efect al noii runde de stimulare fiscală și al majorării veniturilor populației, dar și în contextul continuării creșterii creditului acordat populației. Debutul anului 2016 s-a caracterizat însă și prin decelerarea ritmului de creștere a producției industriale și a construcțiilor și prin relativa scădere a încrederii în economie, dar și prin prelungirea tendinței divergente dintre dinamica productivității muncii și cea a salariilor la nivelul sectorului industrial.



Totodată, noile evaluări au evidențiat perspectiva prelungirii până în luna iunie 2016 a valorilor negative ale ratei anuale a inflației – sub influența scăderii cotei standard a TVA și a altor impozite indirecte – dar și persistența riscurilor mixte la adresa evoluției viitoare a inflației decurgând, pe de o parte, din potențiala accentuare a caracterului

<sup>27</sup> Rata anuală a inflației a coborât succesiv în ianuarie și februarie 2016 la -2,13, respectiv -2,68 la sută, de la -0,93 la sută la finele anului 2015, în principal sub impactul reducerii cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută.

expansionist al politicii fiscale și a veniturilor în contextul anului electoral și, pe de altă parte, din sporirea incertitudinilor la adresa creșterii economiei zonei euro<sup>28</sup>. În aceste condiții, în ședința din 31 martie 2016, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută și prezervarea nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (Grafic 3.1).

Creditele noi în lei acordate sectorului privat și-au intensificat creșterea în primele două luni ale anului 2016, astfel încât dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat<sup>29</sup> a continuat să se majoreze (5,1 la sută, față de o medie de 3,1 la sută în precedentele trei luni), în pofida ușoarei accentuări a contracției soldului împrumuturilor în devize (-12,4 la sută, față de -11,5 la sută în precedentele trei luni, pe baza soldurilor exprimate în euro)<sup>30</sup>. Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat doar într-o anumită măsură cu rezultatele ediției din februarie 2016 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, acesta relevând așteptări de creștere în trimestrul I a cererii de credite a companiilor și a celei pentru locuințe, dar și perspectiva înăsprii, pentru prima oară în ultimele patru trimestre, a standardelor aplicate creditelor imobiliare (în condițiile menținerii neschimbate a celor aferente altor categorii de credite); cea din urmă a fost confirmată de majorarea de către unele instituții de credit a ponderii avansului solicitat pentru asemenea împrumuturi. Astfel, variația anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare a crescut (2,1 la sută, față de -0,5 la sută în trimestrul IV), preponderent datorită majorării mai rapide a împrumuturilor în lei pe termen scurt. Și dinamica anuală a creditelor acordate populației s-a mărit (7,5 la sută, față de 6,4 la sută), date fiind plusul de ritm consemnat de creditele pentru locuințe, precum și continuarea atenuării valorii negative a

<sup>28</sup> Date fiind deteriorarea perspectivei economiei Chinei și a altor economii emergente, intensificarea tensiunilor geopolitice și creșterea volatilității piețelor internaționale.

<sup>29</sup> În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

<sup>30</sup> Un efect similar ca sens, dar de intensitate mai redusă, a exercitat diminuarea volumului de împrumuturi externalizate din bilanțul băncilor.

dinamicii anuale a creditelor pentru consum și alte scopuri (pe seama intensificării creșterii componente în lei).

Și masa monetară în sens restrâns (M1) și-a prelungit tendința ascendentă a dinamicii anuale în lunile ianuarie-februarie 2016 (28,5 la sută, față de 26,4 la sută în trimestrul IV); de această dată, mișcarea a fost impulsivă doar de evoluția depozitelor ON ale populației și companiilor, care s-a corelat cu creșterea mai alertă a salariului mediu net și a cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul și, posibil, cu prelungirea declinului ratelor dobânzilor la plasamentele la termen. La nivelul depozitelor la termen de până la doi ani, acestea par să fi afectat doar plasamentele populației – care au înregistrat o ușoară pierdere de dinamică în primele două luni ale anului curent (-0,4 la sută, față de -0,3 la sută în trimestrul IV 2015) –, plasamentele companiilor ameliorându-și variația anuală. Sub influența conjugată a acestor evoluții, masa monetară în sens larg a consemnat la rândul ei o majorare a ratei anuale de creștere (12,3 la sută, față de 10,0 la sută în trimestrul IV)<sup>31</sup>.

Pe parcursul primelor trei luni ale anului 2016, banca centrală a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, drenarea lichidității excedentare realizându-se prin intermediul facilității de depozit oferite de BNR. Volumul mediu al acestor plasamente s-a triplat în ianuarie, date fiind amplele injecții de lichiditate prilejuite de operațiunile Trezoreriei de la finele anului anterior și din debutul anului curent; excedentul de lichiditate s-a diminuat însă în următoarele două luni – ca efect al inversării sensului acțiunii factorilor autonomi ai lichidității, conjugată cu creșterea nivelului prevăzut al RMO<sup>32</sup> – menținându-se totuși la valori net superioare celor înregistrate în ultima parte a anului 2015. Relativa modificare a condițiilor lichidității, dar mai ales semnalul dat de banca centrală privind ajustarea în perspectivă a conduitei politicii monetare au avut ca efect întreruperea tendinței descendente a ratelor dobânzilor ROBOR pe termen mai lung și relativa stabilizare ulterioară a acestora.

<sup>31</sup> Evoluția reflectă parțial influența statistică a creșterii valorii negative a ratei anuale a inflației.

<sup>32</sup> Reflectând creșterea autonomă a bazei de calcul a acestora.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară a continuat să scadă în trimestrul I 2016, însă mai lent, iar cursul de schimb leu/euro a suferit o amplă corecție descendentă în prima parte a lunii februarie, tinzând apoi să se stabilizeze. Lichiditatea din economie și-a accelerat creșterea, în principal ca efect al diminuării mai rapide a depozitelor guvernamentale, dar și în contextul prelungirii tendinței ascendente a dinamicii creditului acordat sectorului privat.

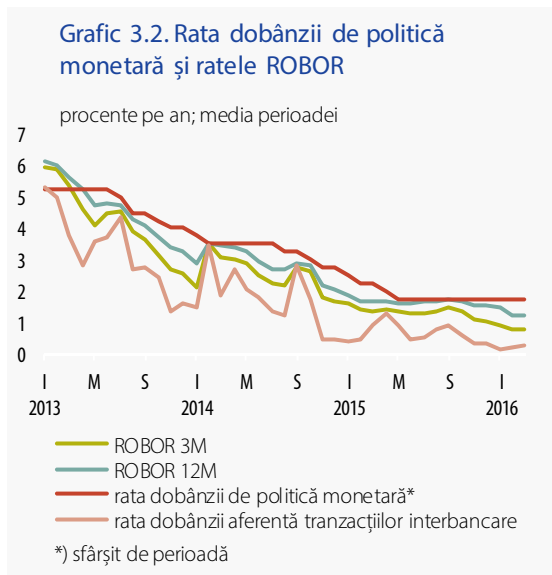
### 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a re poziționat în a doua parte a trimestrului I la limita inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente (consemnând în martie o valoare medie de 0,28 la sută), după ce în prima parte a intervalului acesta a coborât temporar sub nivelul de 0,25 la sută. Media sa trimestrială a continuat astfel să scadă, ajungând la 0,21 la sută (-0,23 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2015). Evoluția ratelor dobânzilor ON a reflectat restrângerea progresivă a excedentului net de lichiditate din sistemul bancar, ulterior creșterii ample consemnate de acesta în perioada decembrie 2015 – ianuarie 2016 sub impactul injecțiilor asociate operațiunilor Trezoreriei.

În aceste condiții, cotațiile ROBOR pe termen mai lung (3M-12M) și-au prelungit tendința de scădere până spre finele primei decade din februarie, pentru ca apoi, inclusiv ca urmare a semnalului transmis de banca centrală cu privire la conduita viitoare a politicii monetare, ele să tindă să se stabilizeze la noile valori minime istorice atinse<sup>33</sup>. În consecință, rata medie ROBOR 3M s-a situat în luna martie la 0,78 la sută (-0,25 puncte procentuale față de nivelul din decembrie 2015), iar cele aferente scadențelor de 6, respectiv 12 luni, la 1,03 respectiv 1,20 la sută

<sup>33</sup> Serie de date disponibilă din august 1995.

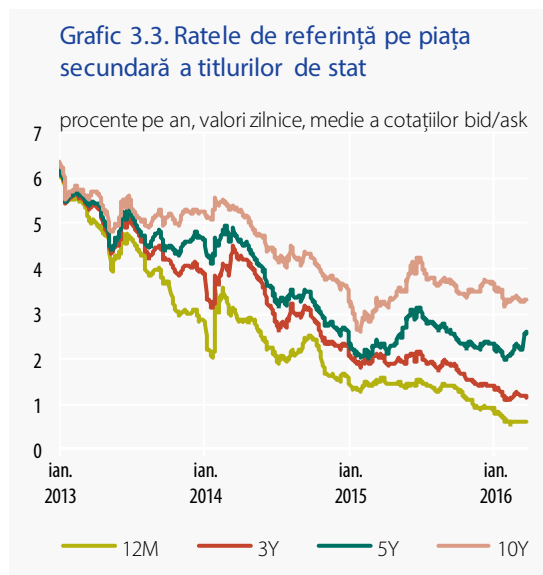
(-0,31 puncte procentuale, respectiv -0,32 puncte procentuale față de ultima lună a trimestrului precedent; Grafic 3.2).



Sub influența aceluiași factori, randamentele titlurilor de stat au urmat o traiectorie similară. Astfel, randamentul certificatelor de trezorerie cu scadența de 1 an a scăzut în luna martie cu aproximativ 0,3 puncte procentuale față de ultima lună a trimestrului IV 2015, atât pe piața primară (randamentul mediu acceptat situându-se la 0,68 la sută la licitația din martie), cât și pe cea secundară (Grafic 3.3). Randamentele aferente maturităților mai lungi – relativ mai receptive la influența factorilor globali – au consemnat un declin până în prima parte a lunii februarie, corectat apoi parțial. Evoluția s-a corelat în linii mari cu cea a randamentelor din SUA și zona euro, care au înregistrat o scădere, pe fondul accentuării temerilor investitorilor privind încetinirea creșterii economice la nivel global și, ulterior, al relaxării suplimentare a politicii monetare de către BCE și al abordării precaute a Federal Reserve privind întărirea politicii monetare (a se vedea secțiunea 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital). În aceste condiții, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor de obligațiuni pe 5, respectiv 10 ani<sup>34</sup>, s-au diminuat în martie față de ultima lună a trimestrului anterior cu 0,14, respectiv 0,33 puncte procentuale, situându-se la 2,66, respectiv 3,38 la sută. Valorile

<sup>34</sup> Având o maturitate reziduală de aproximativ 9 ani.

medii ale cotațiilor de referință ale pieței secundare au fost de asemenea inferioare în luna martie cu până la aproximativ 0,3 puncte procentuale celor din decembrie 2015.



Pe ansamblul trimestrului, evoluția pieței primare sugerează creșterea ușoară a interesului investitorilor pentru titlurile de stat în lei comparativ cu trimestrul IV 2015, în condițiile în care volumul net al emisiunilor a fost superior celui din ultimele trei luni ale anului trecut<sup>35</sup>, raportul cerere/ofertă, respectiv cel dintre valoarea titlurilor puse în circulație și cea anunțată au urcat marginal, iar scadența medie a titlurilor emise a consemnat o relativă extindere<sup>36,37</sup>.

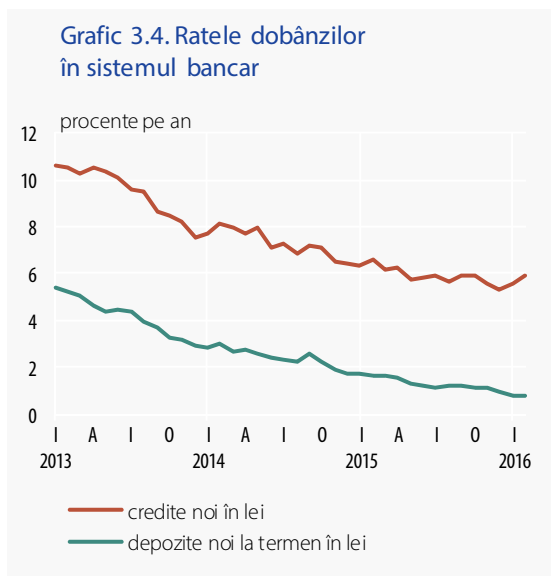
Pe ansamblul perioadei decembrie 2015 – februarie 2016, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen a continuat să scadă (-0,34 puncte procentuale, până la 0,76 la sută), în timp ce costul mediu cu dobânda pentru creditele noi s-a majorat (+0,37 puncte procentuale, până la 5,90 la sută) în principal ca urmare a evoluțiilor consemnate pe

<sup>35</sup> +3 miliarde lei în primul trimestru față de -0,8 miliarde lei în ultimul trimestru al anului 2015.

<sup>36</sup> Scadența medie a titlurilor de stat emise a fost în jur de 4 ani în trimestrul I 2016, față de o valoare medie de 3,7 ani în trimestrul IV 2015.

<sup>37</sup> Totodată, MFP a reinnoit parțial în acest interval titlurile denumite în euro de pe piața internă ajunse la scadență, punând în circulație, prin intermediul emisiunii lansate în luna ianuarie și redeschise în luna februarie, obligațiuni în valoare totală de 775 milioane euro, pe termen de 5 ani și cu un randament de 1 la sută.

segmentul populației (Grafic 3.4). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus progresiv, atât pe sectorul societăților nefinanciare, cât și pe cel al populației, ajungând în luna februarie la 0,46 la sută, respectiv 1,22 la sută<sup>38</sup> (-0,31 puncte procentuale, respectiv -0,37 puncte procentuale față de decembrie 2015). În schimb, ratele medii ale dobânzilor aferente creditelor noi au înregistrat evoluții lunare fluctuante, inclusiv ca urmare a modificărilor produse în structura fluxului de credite. Rata medie a dobânzii pentru creditele noi ale societăților nefinanciare s-a menținut aproape neschimbată (la 4,35 la sută). Costul mediu cu dobânda al creditelor noi pentru populație a crescut (+0,22 puncte procentuale, până la 6,85 la sută), însă exclusiv ca urmare a majorării ponderii creditelor noi pentru consum în totalul împrumuturilor noi ale populației, în condițiile în care ratele medii de dobândă ale creditelor noi pentru consum și pentru locuințe s-au diminuat.

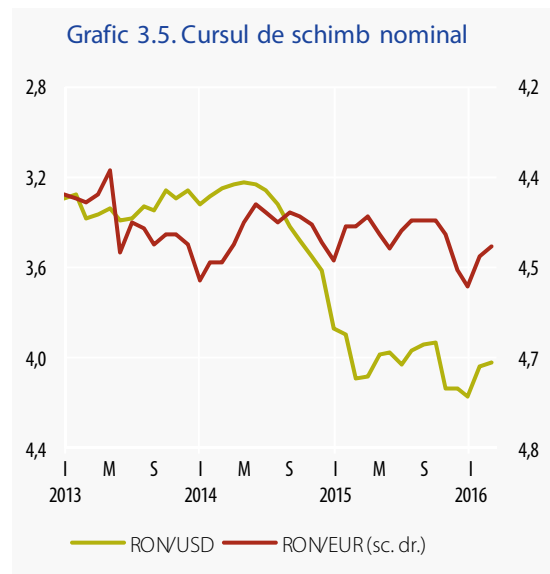


## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a continuat să crească în prima parte a trimestrului I, pentru ca la mijlocul acestuia să sufere o amplă corecție descendentă

<sup>38</sup> Reprezentând noi valori minime post-1990.

(Grafic 3.5), iar ulterior să tindă să se stabilizeze pe un palier superior celui prevalent în ultima parte a anului 2015.



În prima parte a trimestrului I, raportul leu/euro și-a prelungit traiectoria ascendentă – mult atenuată însă în comparație cu cea din decembrie 2015 – în condițiile în care piețele financiare internaționale, implicit cele din regiune, au continuat să fie marcate de comportamentul de tip *sell-off* al investitorilor, reflectând reacutizarea în acest interval a temerilor privind perspectiva economiei globale<sup>39</sup>. La originea acestuia s-au aflat noua deteriorare a unor indicatori ai economiei chineze (implicând reamplificarea tensiunilor pe piața de capital din această țară) și ai altor economii emergente, precum și continuarea scăderii prețurilor internaționale ale petrolului și ale altor materii prime.

Cursul de schimb al leului a consemnat însă o scădere abruptă în prima jumătate a lunii februarie, care a corectat integral creșterea pe care a acumulat-o în perioada decembrie 2015 – ianuarie 2016<sup>40</sup>. Declinul a fost consecința ameliorării sentimentului investitorilor financiari față de economiile/piețele financiare ale unor state din

<sup>39</sup> Banca Mondială și FMI au revizuit în sens descendent proiecțiile de creștere a economiei globale pentru 2016 și 2017.

<sup>40</sup> Soldul tranzacțiilor derulate de nerezidenți a redevenit pozitiv, în corelație cu posibila majorare a deținerilor acestora de titluri de stat denumite în lei, în timp ce rulajul pieței valutare interbancare a consemnat o creștere semnificativă.

regiune, inclusiv din România<sup>41</sup> (Tabel 3.1), sub influența semnalelor BCE privind sporirea în luna martie a gradului de relaxare a politicii monetare din zona euro. Este posibil ca mișcarea să fi fost susținută și de datele relativ mai favorabile privind creșterea PIB în trimestrul IV 2015 (estimare semnal), sugerând o relativă reziliență a economiei românești față de evoluțiile din China și alte state emergente<sup>42</sup>.

**Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar**

	milioane euro					
	2 luni 2015			2 luni 2016		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	-1 081	-2 227	1 196	393	-690	1 083
Investiții directe	318	515	-197	7	327	-320
Investiții de portofoliu	-239	-376	136	119	174	-54
Derivate financiare	8	0	8	17	0	17
Alte investiții	1 183	-2 416	3 599	1 593	-1 190	2 783
- numerar și depozite	690	-116	806	1 022	-875	1 896
- împrumuturi	330	-2 150	2 480	321	-171	491
- altele	163	-150	313	250	-144	396
Active de rezervă ale BNR (net)	-2 351	0	-2 351	-1 343	0	-1 343

\*) „+” creștere/„-” scădere

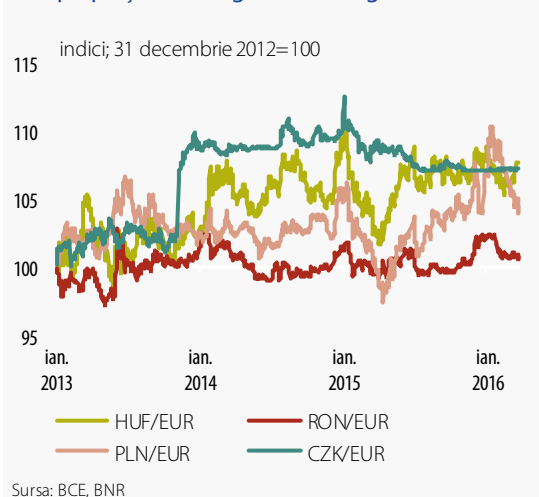
Influențele mediului extern au căpătat însă un caracter eterogen începând din a doua parte a lunii februarie, ca urmare a creșterii peste așteptări a gradului de acomodare a politicii monetare a BCE, dar și a revizuirii temporare în sens ascendent a anticipațiilor pieței privind traiectoria ratei dobânzii Fed. Totodată, percepția investitorilor asupra riscului asociat economiei/pieței financiare locale a suferit o ajustare – motivată, probabil, de conduita recentă/anticipată a politicii fiscale și a celei a veniturilor și de unele inițiative legislative –, iar

<sup>41</sup> În acest context, în data de 18 februarie, MFP a atras de pe piața externă 1,25 miliarde euro, redeschizând emisiunile de eurobonduri scadente în 2025, respectiv 2035.

<sup>42</sup> Mișcarea cursului leu/euro a contrastat cu creșterea înregistrată în acest interval de ratele de schimb ale monedelor din unele economii emergente, în contextul reamplificării îngrijorării legate de evoluțiile din China și de pe piața petrolului; pe acest fond, așteptările pieței privind traiectoria ratei dobânzii de politică monetară a Fed au consemnat o temporară ajustare descrescătoare, implicând o întărire episodică semnificativă a euro în raport cu dolarul SUA.

cererea de devize a rezidenților s-a menținut la niveluri relativ ridicate, posibil datorită evoluției ascendente a importurilor. Pe acest fond, raportul leu/euro și-a întrerupt declinul și s-a menținut apoi pe un palier superior celui prevalent în a doua parte a anului 2015 (Grafic 3.6).

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



Pe ansamblul trimestrului I, leul s-a apreciat față de euro cu 0,9 la sută în termeni nominali<sup>43</sup> și s-a depreciat cu 0,1 la sută în termeni reali; în raport cu dolarul SUA, leul s-a apreciat cu 3,0 la sută în termeni nominali și cu 2,0 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut semnificativ în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a majorat ușor deprecierea nominală față de euro, dar și-a diminuat-o sensibil pe cea înregistrată în raport cu dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Dinamica masei monetare<sup>44</sup> (M3) și-a reluat creșterea în intervalul decembrie 2015 – februarie

<sup>43</sup> În acest interval forintul și zlotul s-au apreciat cu 1,0, respectiv 0,1 la sută în raport cu euro.

<sup>44</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2015-februarie 2016.

2016, atingând cea mai mare valoare a ultimilor șapte ani (11,7 la sută, față de 10,0 la sută în perioada septembrie-noiembrie 2015). Determinantul major al creșterii lichidității din economie l-a constituit amplificarea sensibilă a cheltuielilor bugetare în ultima lună a anului 2015<sup>45</sup>, inclusiv pe seama utilizării fondurilor europene<sup>46</sup>.

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2015				2016	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	6,4	7,5	10,1	10,0	11,9	12,7
M1	16,3	20,1	25,6	26,4	28,1	28,9
Numerar în circulație	14,8	16,8	18,8	18,9	18,8	16,7
Depozite overnight	17,1	22,0	29,4	30,4	33,0	35,5
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-0,6	-1,5	-1,7	-3,0	-1,7	-1,0

Sursa: INS, BNR

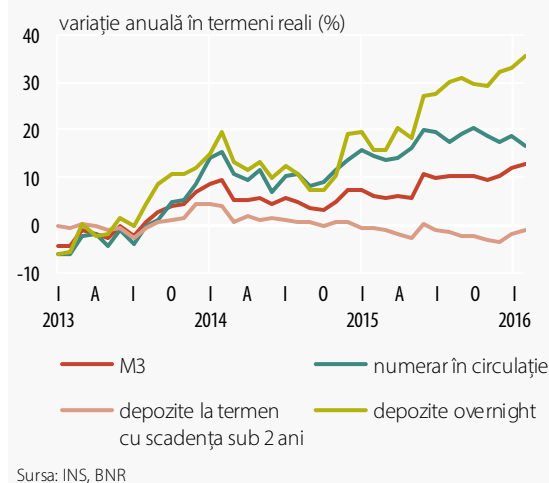
Structura M3 a continuat să se modifice în sensul consolidării ponderii majoritare deținute de masa monetară în sens restrâns (o medie de 52,3 la sută – maximul ultimilor șapte ani), în condițiile în care aceasta și-a accelerat dinamica, distanțându-se din nou de variația depozitelor la termen sub doi ani (Tabel 3.2; Grafic 3.7). Evoluția M1 (28,1 la sută în perioada decembrie 2015 – februarie 2016, față de 26,2 la sută în precedentele trei luni) – produsă pe fondul intensificării activității economice și al continuării scăderii ratelor dobânzilor la plasamentele la termen – a fost consecința sporirii ritmului de creștere a depozitelor ON (33,6 la sută, față de 29,9 la sută), variația anuală a numerarului în circulație consemnând în acest interval o scădere.

<sup>45</sup> Conform datelor privind execuția bugetară, ritmul mediu de creștere anuală a cheltuielilor lunare de capital a fost cel mai mare din ultimul an, iar volumul cheltuielilor de capital și cel al cheltuielilor cu bunurile și serviciile din luna decembrie 2015 au fost cele mai ridicate din ultimii șapte ani.

<sup>46</sup> În luna decembrie 2015, ritmul mediu de creștere anuală a cheltuielilor lunare cu proiecte finanțate din fonduri externe nerambursabile a atins vârful ultimilor cinci ani. Totodată, în ultima lună a anului 2015, MFP a alocat noi sume destinate rambursării cheltuielilor beneficiarilor de fonduri structurale (HG nr.963/2015), iar conform comunicatelor de presă ale APIA, au fost efectuate plăți în cadrul Schemei de Plată Unică pe Suprafață și s-au acordat ajutoare de stat pentru motorină.

Și dinamica anuală a depozitelor la termen s-a majorat – însă mult mai lent și fără a reintra în teritoriul pozitiv – ca urmare a ușoarei dinamizări a plasamentelor aparținând companiilor<sup>47</sup>.

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



La rândul ei, rata de creștere a depozitelor totale din M3 s-a reamplificat în intervalul decembrie 2015 – februarie 2016 – atingând astfel recordul perioadei post-2008 –, după ce în precedentele trei luni consemnase o ușoară reducere. Din perspectiva structurii pe categorii de deținători, perioada s-a caracterizat prin reintensificarea creșterii anuale a depozitelor din M3 ale societăților nefinanciare și continuarea scăderii dinamicii plasamentelor similare ale populației, sub influența conjugată exercitată de majorarea cheltuielilor publice de capital (inclusiv pe seama utilizării fondurilor europene structurale)<sup>48</sup> și de dinamizarea cumpărărilor de mărfuri ale populației<sup>49</sup>, inclusiv pe fondul accelerării creșterii anuale a venitului salarial

<sup>47</sup> O influență favorabilă a venit și efectului statistic al reducerii ratei anuale a inflației.

<sup>48</sup> Impactul acestora l-a surclasat pe cel exercitat de majorarea ritmului mediu de creștere a impozitului lunar pe profit (cea mai mare valoare din trimestrul II 2012 până în prezent).

<sup>49</sup> Conform datelor INS, media ritmului de creștere anuală a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul a fost cea mai mare din perioada post-2008.



mediu real<sup>50</sup> și a volumului remiterilor lucrătorilor din străinătate<sup>51</sup>.

Din perspectiva contrapartidelor M3, evoluția acesteia a fost consecința diminuării mai rapide a depozitelor guvernamentale și, într-o măsură mai mică, a creșterii variației creditului acordat sectorului privat, precum și a scăderii dinamicii pasivelor pe termen lung<sup>52</sup>; în sens opus a acționat slăbirea ritmurilor de creștere a activelor externe nete ale sectorului bancar și a creditului guvernamental.

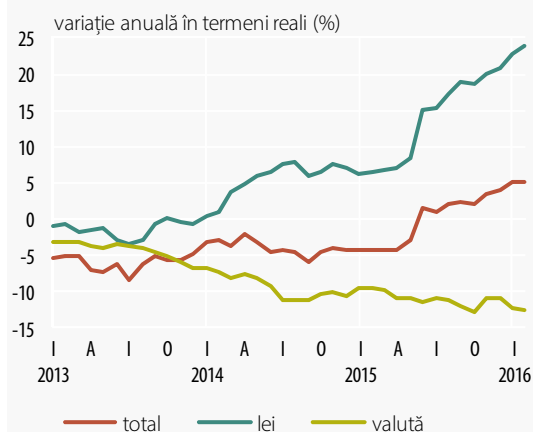
### Creditul acordat sectorului privat

În perioada decembrie 2015 – februarie 2016, rata anuală de creștere a creditului acordat sectorului privat<sup>53</sup> și-a prelungit tendința ascendentă, valoarea atinsă (4,7 la sută) fiind cea mai mare din ultimii patru ani. Mișcarea s-a datorat componentei în lei – a cărei dinamică a atins recordul perioadei post-2008 –, în condițiile în care variația creditului în valută (exprimat în euro) s-a menținut stabilă la un nivel foarte scăzut din perspectivă istorică<sup>54</sup> (Grafic 3.8). În acest context, ponderea majoritară a împrumuturilor în moneda națională în creditul total acordat sectorului privat s-a consolidat, media acesteia reprezentând maximul ultimilor opt ani și jumătate.

Principalii determinanți ai acestor evoluții i-au constituit majorarea volumului de credite noi<sup>55</sup>, încetinirea operațiunilor de scoatere a creditelor

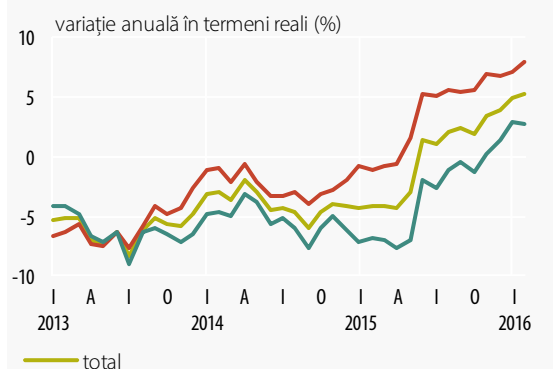
neperformante din bilanțul instituțiilor de credit<sup>56</sup>, precum și creșterea volumului de credite achiziționate de către bănci.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

Ambele sectoare instituționale principale au contribuit la creșterea dinamicii creditului acordat sectorului privat (Grafic 3.9). În cazul populației, plusul de ritm a provenit, și de această dată, din creșterea dinamicii componentei în lei; aceasta a atins vârful ultimilor opt ani, în condițiile prelungirii ascensiunii variației împrumuturilor pentru consum

<sup>50</sup> Conform datelor INS, media ritmului de creștere anuală reală a salariului mediu net pe economie a atins un nou record al perioadei postcriză, inclusiv pe seama majorărilor salariale din domeniul administrației publice, învățământ, sănătate și asistență socială (Legea nr. 293/2015 privind aprobarea OUG nr. 35/2015 pentru modificarea și completarea OUG nr. 83/2014 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice în anul 2015). Totodată, conform Comunicatului de presă al Guvernului din 9 decembrie 2015, au fost acordate unele drepturi prevăzute în hotărârile judecătorești pentru personalul din învățământul preuniversitar de stat finanțat de la bugetele locale și din învățământul special finanțat din bugetele județene.

<sup>51</sup> Conform datelor din balanța de plăți, în intervalul decembrie 2015 – februarie 2016, volumul mediu al transferurilor lunare nete ale lucrătorilor din străinătate s-a majorat.

<sup>52</sup> Poziția include conturile de capital.

<sup>53</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2015 – februarie 2016.

<sup>54</sup> Exprimate în lei, împrumuturile în valută și-au atenuat dinamica negativă.

<sup>55</sup> Datele privind creditele noi au fost preluate din Raportarea privind ratele dobânzilor.

<sup>56</sup> Calculate pe baza datelor din statistica monetară.

și alte scopuri<sup>57</sup> – corelată cu nivelul scăzut al ratelor dobânzilor, creșterea veniturilor și simplificarea procedurii de verificare a veniturilor solicitanților de împrumuturi<sup>58</sup> –, careia i s-a asociat menținerea ritmului înalt de creștere a creditului pentru locuințe. Variația împrumuturilor în valută ale populației (exprimate în euro) a continuat să se adâncească în teritoriu negativ, context în care ponderea componentei în lei în totalul creditelor acordate acestui segment a redevenit majoritară în luna februarie, pentru prima oară din noiembrie 2007 până în prezent.

La rândul ei, creșterea dinamicii creditului societăților nefinanciare – soldată cu reintrarea în teritoriul pozitiv, în premieră pentru ultimii trei ani<sup>59</sup> – a fost determinată de evoluția ascendentă a creditului în lei (recordul de ritm al ultimilor șapte ani) dar și, într-o măsură mai mică însă, de atenuarea variației negative a creditului în valută acordat acestor entități (exprimat în euro), reflectând în mare parte achizițiile de credite în devize efectuate în acest interval de bănci; în ambele cazuri, creșterea a fost indusă de creditele pe termen scurt și lung.

<sup>57</sup> Creditele pentru consum, alte scopuri și dezvoltarea afacerilor au fost analizate sub forma unui indicator unic, în vederea eliminării efectului modificării metodologiei statistice introduse din luna ianuarie 2015.

<sup>58</sup> Dată fiind încheierea unei convenții între ARB și ANAF în vederea verificării veniturilor solicitanților de credit, al cărei obiectiv îl constituie, conform comunicatului ARB, „eficientizarea activității de creditare și reducerea incidenței fraudelor bancare care au la bază documente falsificate”.

<sup>59</sup> În termeni nominali dinamica împrumuturilor acordate societăților nefinanciare s-a menținut ușor negativă, dar a consemnat cea mai mare valoare a ultimului an.

## 4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Rata anuală a inflației IPC este proiectată să atingă 0,6 la sută și 2,7 la sută la finele anilor 2016 și, respectiv, 2017, profilul acesteia fiind marcat de influența provenind din partea măsurilor de relaxare fiscală, a celor cu privire la politicile de venituri, dar și a celor aferente Legii privind darea în plată<sup>60</sup>. La orizontul prognozei, luna martie 2018, rata inflației se va poziționa în vecinătatea limitei superioare a intervalului țintei, în principal ca urmare a acumulării treptate a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali la nivelul indicelui CORE2 ajustat, dar și a epuizării, la începutul anului 2018, a impactului direct și temporar al reducerilor de impozite indirecte din ianuarie 2017. Traectoria ratei anuale a inflației de bază reflectă influențe cu caracter persistent provenind din formarea și, ulterior, amplificarea anticipată a excedentului de cerere, concomitent unei accelerări a dinamicii costurilor salariale unitare, din dinamizarea treptată a anticipațiilor inflaționiste, precum și din revenirea la dinamici mai alerte a prețurilor bunurilor din import de la nivelurile foarte reduse înregistrate în prezent. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este înclinată în sensul unor abateri în jos de la traiectoria descrisă în scenariul de bază, potențiale surse de risc fiind atribuite atât mediului intern, cât și celui extern.

### 1. Scenariul de bază

#### 1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a cererii externe, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), preconizează o tendință de redresare a acesteia, însă ritmurile de creștere sunt marginal inferioare celor anticipate în Raportul asupra inflației

din februarie pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză (Tabel 4.1). Această relativă încetinire se datorează perspectivei mai puțin favorabile privind evoluția unor economii emergente, precum și unei relative amplificări a incertitudinilor cu privire la evoluțiile de pe piețele financiare. Creșterea economică din zona euro beneficiază în continuare de susținerea provenind din partea măsurilor convenționale și neconvenționale de politică monetară adoptate de BCE, cum ar fi cele referitoare la reducerea ratei dobânzii de refinanțare la zero la sută, a celei la facilitatea de depozit la valori negative și extinderea programului de relaxare cantitativă. Consumul privat, principalul contributor la redresarea activității economice, va fi în continuare susținut de creșterea veniturilor disponibile (acestea fiind sprijinite, pe de o parte, de avansul constant al ocupării forței de muncă și ameliorarea condițiilor de pe piața respectivă, iar pe de altă parte, de prețurile reduse ale produselor energetice), precum și de costurile scăzute de finanțare. *Gap*-ul PIB UE efectiv<sup>61</sup> este în continuare negativ, însă este de așteptat să se restrângă treptat pe intervalul de prognoză.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2016	2017
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,86	2,04
Inflația anuală din zona euro (%)	0,24	1,45
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,27	2,28
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,24	-0,25
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,10	1,10
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	40,0	45,4

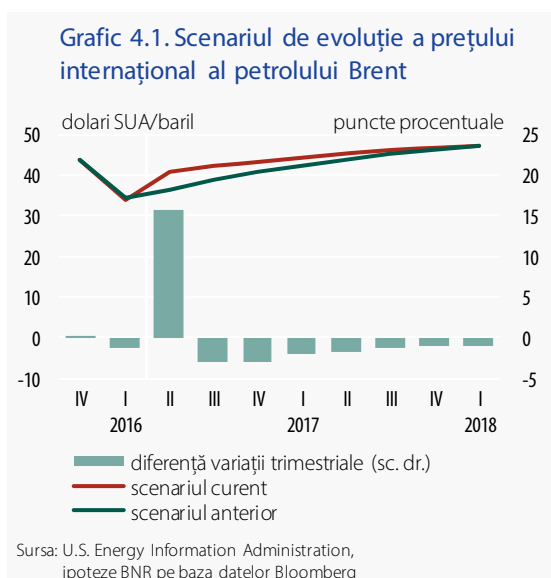
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și cotații futures

<sup>60</sup> Legea nr. 77/2016 privind darea în plată a unor bunuri imobile în vederea stingerii obligațiilor asumate prin credite.

<sup>61</sup> Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

Comparativ cu Raportul asupra inflației anterior, sub influența climatului persistent dezinflaționist extern, datorat inclusiv evoluției prețului petrolului, rata anuală a inflației IAPC din zona euro a fost revizuită în sens descendent pe majoritatea intervalului proiecției, cu perspective de înscriere treptată pe o traiectorie crescătoare. La orizontul prognozei este însă de așteptat ca aceasta să rămână sub nivelul reper de 2 la sută considerat de BCE a fi compatibil cu definiția stabilității prețurilor. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată la valori marginal mai reduse comparativ cu runda anterioară, însă mai ridicate față de cele anticipate pentru zona euro.

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este prognozată a se menține la valori negative pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție, reflectând astfel caracterul persistent acomodativ al politicii monetare a BCE. Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede deprecierea monedei europene în prima parte a intervalului de prognoză, până în jurul cotației de 1,09 dolari SUA pentru un euro, urmată de inversarea acestei tendințe în a doua parte.



Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie crescătoare începând cu trimestrul II 2016. Prețul petrolului a fost revizuit în sus față de runda precedentă pe fondul reechilibrării pieței petrolului, concedierilor din industrie, grevei muncitorilor din Kuwait, opririi complete a activităților de fracturare hidraulică a șisturilor de

către unele companii, mai ales din SUA, și unei posibile reluări a discuțiilor dintre țările membre OPEC și țările non-membre (în special Rusia) privind înghețarea ofertei de petrol înaintea întâlnirii OPEC programate în iunie anul curent. Cu toate acestea, începând cu a doua parte a anului 2016, dinamicele trimestriale ale prețului petrolului sunt anticipate a fi inferioare celor din raportul anterior (Grafic 4.1).

## 1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va atinge 0,6 la sută la finele anului 2016 și 2,7 la sută la sfârșitul anului 2017, valori plasate sub limita inferioară și, respectiv, în jumătatea superioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Tabel 4.2). Traectoria proiectată a ratei anuale a inflației este afectată semnificativ de măsurile de relaxare fiscală, îndeosebi de cele care vizează reducerea succesivă a impozitelor indirecte<sup>62</sup>, de cele cu privire la politicile de venituri, dar și de efectele estimate ale implementării Legii privind darea în plată, a căror evaluare este însă marcată de incertitudini inerente. În acest context, rata anuală a inflației IPC este preconizată a se plasa în teritoriu negativ până la mijlocul anului curent, sub impactul măsurilor de reducere a cotelor TVA din iunie 2015 și ianuarie 2016. Ulterior, pe parcursul trimestrului I 2017, aceasta va reintra în interiorul intervalului țintei, după ce va fi cunoscut, în luna ianuarie 2017, un salt suplimentar determinat de efectul statistic de bază al reducerii cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută din anul anterior. La acest orizont se anticipează că influențele intrării în vigoare a unei noi reduceri cu 1 punct procentual a cotei standard a TVA, precum și ale diminuării nivelului accizelor la combustibili vor fi dominate de impactul acumulării presiunilor din partea cererii agregate din economie, inclusiv pe seama unei dinamici alerte a veniturilor din salarii. În ianuarie 2018, odată cu dispariția impactului direct și temporar al reducerilor

<sup>62</sup> Între aceste măsuri, efecte semnificative asupra ratei anuale a inflației IPC sunt generate de extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută, în luna iunie 2015, la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică și, în luna ianuarie 2016, la serviciile de livrare a apei potabile, reducerea cotei standard a TVA în două etape, cu 4 puncte procentuale în ianuarie 2016 și, respectiv, cu 1 punct procentual în ianuarie 2017, precum și eliminarea accizei speciale la combustibili în ianuarie 2017.

de impozite indirecte, inflația IPC va înregistra un nou salt, plasându-se la finele trimestrului I 2018 la valoarea de 3,3 la sută. Aplicarea prevederilor Legii privind darea în plată va constrânge dinamica cererii agregate din economie raportat la potențialul de creștere al acesteia, exercitând, *caeteris paribus*, presiuni dezinflaționiste pe întregul interval analizat.

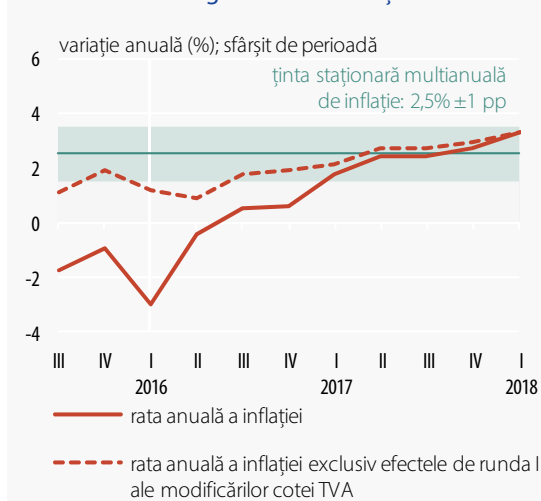
**Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază**

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2016			2017			2018	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	-0,4	0,5	0,6	1,8	2,4	2,4	2,7	3,3
Proiecție IPC*	0,9	1,8	1,9	2,1	2,7	2,7	2,9	3,3

\*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

În absența efectelor de runda I ale măsurilor fiscale cu privire la modificările cotei TVA, al căror impact direct asupra ratei anuale a inflației este temporar și aflat în afara controlului autorității monetare, aceasta ar reveni în interiorul intervalului asociat țintei începând cu luna august 2016 și ar rămâne, sub acțiunea factorilor fundamentali din economie, în acest interval până la finele intervalului de proiecție (Grafic 4.2).

**Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației**

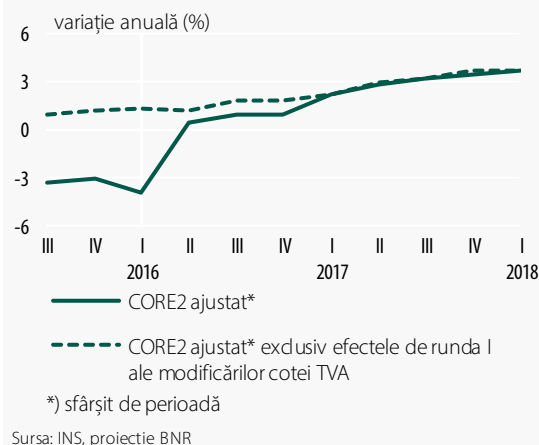


Sursa: INS, proiecție BNR

Din perspectiva evaluării îndeplinirii criteriilor de la Maastricht, relevantă este rata medie anuală a inflației. Calculată pornind de la indicele național al prețurilor de consum (IPC), aceasta este prevăzută a reintra în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale începând cu luna septembrie 2017 și a se menține în acest interval până la finele intervalului de prognoză.

Rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în jos comparativ cu raportul precedent, cu 0,8 puncte procentuale la sfârșitul anului 2016 și 0,7 puncte procentuale la finele celui viitor, pe fondul proiectării unor contribuții mai scăzute provenind din partea indicelui CORE2 ajustat, a prețurilor administrate și a celor volatile ale alimentelor (LFO).

**Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA**



\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Pornind de la valorile minime istorice înregistrate recent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va reveni în teritoriu pozitiv ulterior lunii mai 2016 și se va înscrie pe o traiectorie ascendentă, atingând valori situate peste 3,5 la sută la începutul anului 2018 (Grafic 4.3). Această evoluție este rezultatul succesiunii unor influențe divergente: pe de o parte, modificarea cotelor TVA din iunie 2015, ianuarie 2016 și ianuarie 2017 și înregistrarea unor dinamici extrem de reduse ale prețurilor bunurilor din import în perioadele recente; pe de altă parte, epuizarea succesivă după un an<sup>63</sup> de la fiecare impact a

<sup>63</sup> În iunie 2016, ianuarie 2017 și ianuarie 2018.

efectelor statistice de runda întâi ale acestor măsuri fiscale și acumularea treptată a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. Acestea din urmă sunt anticipate a fi generate de: (i) formarea și, ulterior, amplificarea excedentului de cerere, concomitent unei accelerări a dinamicii costurilor salariale unitare<sup>64</sup>; (ii) dinamizarea treptată a prețurilor bunurilor din import pe fondul evoluției preconizate a prețurilor externe și (iii) poziționarea pe o traiectorie ascendentă a anticipațiilor inflaționiste, odată cu dispariția succesivă a efectelor statistice de runda întâi și temperarea celor de runda a doua ale reducerilor cotei TVA. Punând în evidență acțiunea acestor factori, inflația de bază calculată prin excluderea efectelor directe ale măsurilor de reducere a cotei TVA se situează la finele anilor 2016 și 2017 la 1,8 la sută și, respectiv, la 3,6 la sută (Tabel 4.3).

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2016			2017			2018	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
CORE2 ajustat	0,4	0,9	0,9	2,1	2,8	3,1	3,4	3,7
CORE2 ajustat*	1,2	1,8	1,8	2,2	2,9	3,2	3,6	3,7

\*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Comparativ cu Raportul asupra inflației din februarie, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 1 punct procentual pentru finele anului curent și cu 0,8 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor. Aceasta se datorează proiectării unei influențe mai puțin inflaționiste a deviației PIB, inclusiv pe seama efectelor anticipate ale Legii privind darea în plată, precum și reevaluării descendente a presiunilor provenind din partea prețurilor de import. Acestea din urmă au fost revizuite pe fondul unor prețuri externe semnificativ mai reduse decât se anticipa anterior atât în perioada parcursă de la publicarea precedentului raport, cât și ca perspectivă pe termen mediu.

<sup>64</sup> În condițiile majorărilor câștigurilor salariale din sectorul bugetar implementate la finalul anului trecut și ale creșterilor succesive ale salariului minim brut pe economie.

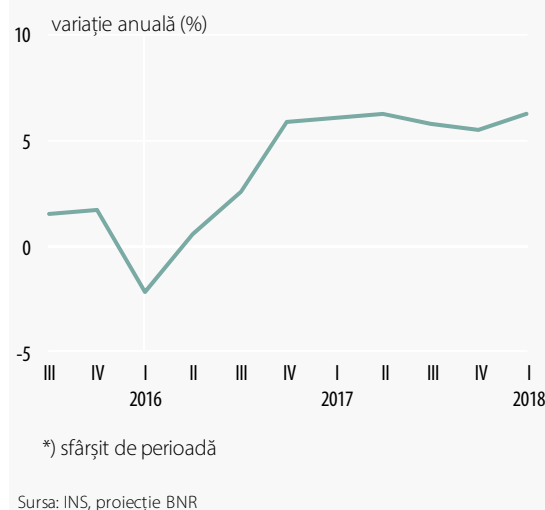
**Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\***

	puncte procentuale	
	2016	2017
Prețuri administrate	-0,4	0,4
Combustibili	0,1	-0,2
Prețuri LFO	0,4	0,4
CORE2 ajustat	0,5	2,0
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,0	0,0

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

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punctul de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale unor alimente (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este marginal pozitivă la sfârșitul anului 2016 și de 0,6 puncte procentuale la finele anului 2017, valori revizuite, în ambele cazuri, în jos față de raportul anterior (cu 0,15 puncte procentuale și respectiv cu 0,2 puncte procentuale) (Tabel 4.4).

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



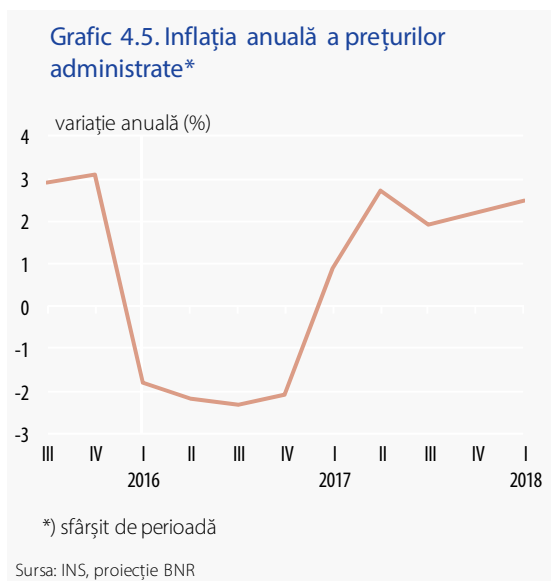
\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 5,9 la sută la finele anului 2016 și de 5,5 la sută la sfârșitul anului 2017, valori revizuite în jos comparativ cu raportul anterior (Grafic 4.4). Traiectoria acestora este marcată de dispariția, în iunie 2016, a efectului

de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA aplicate acestor produse și prezintă la nivel trimestrial o dinamică sezonieră specifică acestei componente a coșului de consum.

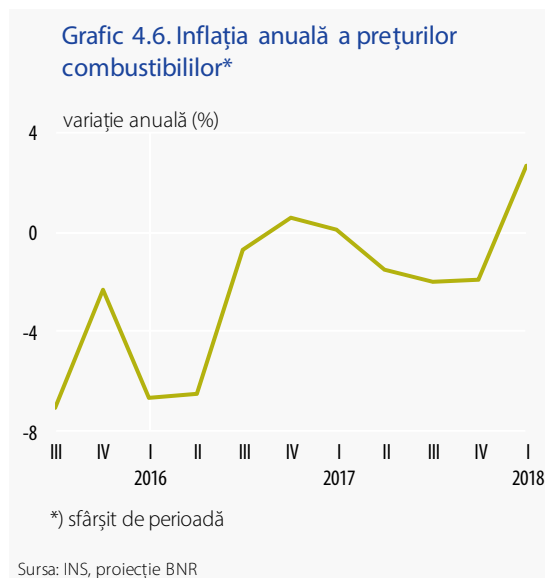
Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate încorporează informațiile provenite de la autoritățile de profil interne, precum și cele mai recente evoluții ale acestor categorii de prețuri. Prognoza vizează o dinamică anuală a grupei de -2,1 la sută la finele anului curent și de 2,2 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.5), ambele inferioare celor anticipate în raportul precedent. Pentru anul 2016, revizuirea a fost de 2,4 puncte procentuale, îndeosebi pe fondul unei scăderi la nivelul lunii aprilie a prețului energiei electrice<sup>65</sup>, precum și pe baza evoluției prețului gazelor naturale în aceeași lună (creșterea prevăzută în runda precedentă pentru luna aprilie a fost eliminată din scenariul de bază).



Pentru produsele din tutun și băuturi alcoolice traiectoria ratei anuale a inflației este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse. Codul fiscal în vigoare prevede o creștere a cuantumului accizei totale la 1 000 de țigarete la nivelul anului 2017 cu 1,1 la sută față de nivelul din 2016. La rândul său, dinamica

<sup>65</sup> Pentru luna aprilie ANRE a estimat o reducere de 2,4 la sută a prețurilor pentru furnizarea de energie electrică. Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatul din data 30 martie a.c. cu privire la revizuirea tarifelor componente de piață concurențială <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-30-03-2016-privind-tarifele-cpc>.

anuală a grupei este marcată de reducerile cotei standard a TVA din 2016 și 2017. Pentru anul 2016, nivelul proiectat este mai ridicat cu 0,4 puncte procentuale față de cel din Raportul asupra inflației din luna februarie, iar pentru anul 2017 acesta se menține la același nivel cu cel proiectat în raportul precedent.



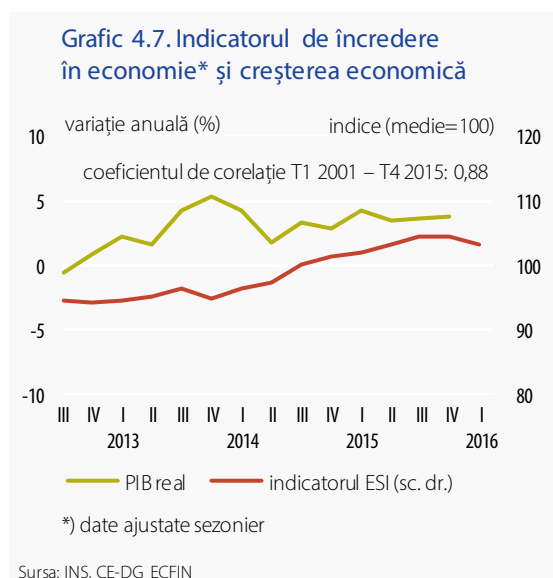
Prețurile combustibililor sunt preconizate a înregistra o dinamică anuală negativă pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, atingând 0,6 la sută la sfârșitul anului 2016 și -1,9 la sută la finele anului 2017, valori revizuite în sus cu 5 puncte procentuale, și, respectiv, cu 0,4 puncte procentuale față de proiecția precedentă (Grafic 4.6). Aceste reevaluări au fost determinate, pe de o parte, de înregistrarea unor reduceri de mai mică amploare decât cele preconizate anterior în primul trimestru al anului curent, iar pe de altă parte, de proiectarea unei dinamici mai alerte a prețului internațional al petrolului în trimestrul II 2016. În sensul scăderii prețurilor asociate acestei grupe de produse pe intervalul proiecției acționează reducerea în două etape a cotei standard a TVA și eliminarea supraaccizei la carburanți. Influențe de sens contrar pe parcursul anului curent se datorează traiectoriei în ușoară depreciere a monedei euro față de dolarul SUA, cu impact asupra cotației leului în raport cu acesta din urmă și, implicit, asupra prețurilor în lei ale acestei categorii de produse. Pentru anul viitor,

contribuții pozitive la evoluția prețurilor combustibililor provin și din partea așteptărilor privind inflația, acestea aflându-se pe o traiectorie crescătoare.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>66</sup>

#### Deviația PIB

Conform INS<sup>67</sup>, în trimestrul IV 2015 PIB real ajustat sezonier a crescut cu 1,1 la sută față de trimestrul anterior. În 2015 creșterea PIB real a fost de 3,8 la sută. Analiza evoluției unor serii macroeconomice indicative sugerează menținerea în teritoriu pozitiv, dar în atenție, a dinamicii trimestriale a PIB real pe parcursul trimestrului I 2016: comerțul cu amănuntul (cu excepția auto-moto) și serviciile de piață prestate populației au crescut cu 4,6 la sută și, respectiv, 5,5 la sută în perioada ianuarie-februarie 2016 față de media trimestrului anterior, însă producția industrială s-a redus cu 1,8 la sută în aceeași perioadă. Indicatorul de încredere în economie s-a diminuat ușor în trimestrul I 2016, dar se situează în continuare la valori ridicate (Grafic 4.7).



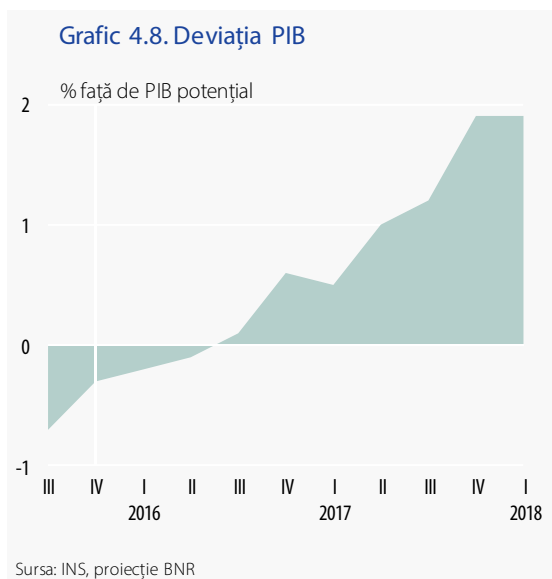
<sup>66</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.

<sup>67</sup> Comunicatul nr. 88 din 8 aprilie 2016.

Pe parcursul anului curent și al celui următor, evoluțiile stocului de capital și ale forței de muncă sunt proiectate a îngloba creșterile recente și cele prognozate ale volumului de investiții, respectiv ale populației ocupate, contribuind pozitiv la dinamica PIB potențial. Dinamica productivității totale a factorilor este anticipată a încorpora, pe de o parte, evoluția modestă a sectorului agricol din anul 2015 (cu efect statistic de reportare și în 2016), iar pe de altă parte, efectele pozitive ale programelor de perfecționare profesională și de re tehnologizare a capacităților de producție, prognozate a beneficia de condiții favorabile de finanțare și de continuarea absorbției fondurilor structurale și de coeziune, aceasta din urmă fiind însă de așteptat a cunoaște o ușoară atenuare în 2016 față de anul anterior. Raportat la aceste dinamici anticipate, persistă incertitudinile asociate evoluțiilor din mediul extern și, implicit, volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor emergente, în general, și celor din regiune, în particular, cu potențial de a configura traiectorii diferite ale dinamicii factorilor de producție.

Față de runda anterioară de prognoză, deficitul de cerere estimat pentru trimestrul IV 2015 a fost revizuit la o valoare mai redusă, implicând, *caeteris paribus*, presiuni dezinflaționiste în diminuare. Revizuirea deviației PIB a survenit pe fondul subestimării în runda precedentă de proiecție a dinamicii PIB din trimestrul IV 2015 și al revizuirii de către INS a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier. Deficitul de cerere din trimestrul I 2016 este prevăzut a înregistra valori negative mai reduse comparativ cu cel din trimestrul anterior (Grafic 4.8), pe seama influenței stimulative transmise preponderent de componenta discreționară a politicii fiscale (impulsul fiscal), în contextul măsurilor de relaxare prevăzute pentru acest trimestru, dar și de condițiile monetare reale în sens larg. Cererea externă este estimată a exercita o influență restrictivă asupra deviației PIB, dar în diminuare marginală. Reducerea deficitului de cerere începând cu a doua jumătate a anului 2015 este susținută și de evoluția favorabilă a gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie, care s-a înscris pe o traiectorie ascendentă în ultimele trei trimestre.





Sub impactul măsurilor de relaxare fiscală și al celor vizând politica veniturilor în sectorul public, prognoza curentă prevede inversarea poziționării ciclice a economiei pe parcursul anului 2016, prin eliminarea graduală a deficitului de cerere și acumularea unui excedent în creștere treptată până la orizontul proiecției. Aceasta implică, încă din anul curent, influențe în sensul stimulării creșterii prețurilor bunurilor de consum provenind din partea economiei reale. O contribuție marginală la evoluția *gap*-ului PIB provine și din partea redresării graduale a cererii externe și a setului stimulative al condițiilor monetare reale. Comparativ cu Raportul asupra inflației din februarie 2016, revizuirea proiecției deviației PIB reflectă: (i) eroarea de prognoză pe termen scurt și revizuirea de către INS a seriei istorice a PIB; (ii) reevaluarea efectelor conduitei expansioniste a politicii fiscale și ale celei a veniturilor la adresa activității economice; (iii) impactul estimat, marcat însă de incertitudini inerente în evaluare, al implementării Legii privind darea în plată, precum și (iv) reconfigurarea influenței condițiilor monetare reale.

Scenariul de bază prevede încetinirea marginală a creșterii economice în 2016 și 2017 față de anul 2015, pe fondul unei evoluții anticipate încă alerte a cererii interne susținute de expansiunea consumului și a investițiilor, a căror influență cumulată este însă atenuată de efectele estimate ale implementării Legii privind darea în plată. În condițiile avansului

semnificativ al cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este estimată a fi superioară celei a exporturilor, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB fiind proiectată a fi negativă, dar în diminuare pe parcursul intervalului de prognoză.

### Componentele cererii agregate

Pe parcursul anului 2015, consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a consemnat o creștere de 5,9 la sută. Această componentă este prognozată a-și menține creșterea alertă și pe parcursul trimestrului I 2016. Dinamica consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este susținută de creșterea venitului disponibil real, sub impactul majorărilor salariale recente (creștere în termeni reali de 3,5 la sută a salariului mediu net în economie în perioada ianuarie-februarie 2016 față de media trimestrului IV 2015), precum și de reducerea cotei standard a TVA începând cu 1 ianuarie 2016 (de la 24 la sută la 20 la sută). De asemenea, semnalele provenite din partea comerțului cu amănuntul (exclusiv auto-moto) și a serviciilor de piață prestate populației, care s-au majorat cu 4,6 la sută și, respectiv, 5,5 la sută în perioada ianuarie-februarie 2016 față de media trimestrului anterior, sprijină evaluarea privind dinamica acestei componente a cererii agregate. Indicatorul de încredere a consumatorilor își continuă tendința de reducere în trimestrul I 2016, însă se menține la niveluri relativ apropiate de maximul din perioada postcriză. Sub impactul măsurilor de politică fiscală și de venituri, stimulative la adresa consumului, în trimestrul I 2016 *gap*-ul pozitiv al acestei componente este evaluat a se majora în continuare.

Pe parcursul intervalului de prognoză consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a consemna ritmuri de creștere alerte, pe fondul avansului venitului disponibil real. Acesta va fi stimulat de măsurile de relaxare fiscală implementate și prevăzute în noul Cod fiscal, de majorarea salariului minim, precum și de creșterile salariale programate din sectorul public și de cele implicate de evoluția favorabilă așteptată a activității economice și de cea a productivității muncii din sectorul privat. În paralel, efectele

implementării Legii privind darea în plată sunt evaluate a exercita o influență nefavorabilă la adresa dinamicii consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, afectând resursele disponibile ale gospodăriilor, în condițiile preconizării unor modificări operate de instituțiile financiare la nivelul condițiilor de creditare aplicate acestui segment de debitori.

În trimestrul I 2016 consumul colectiv efectiv al administrației publice este proiectat în creștere față de trimestrul anterior, însă dinamica acestuia este apreciată a rămâne consistentă cu menținerea deficitului bugetar în limita agreată cu Comisia Europeană pentru anul în curs<sup>68</sup>. Pe parcursul intervalului de prognoză, consumul colectiv al administrației publice este anticipat a înregistra o dinamică medie anuală negativă în 2016 (preponderent datorată unui efect statistic de reportare) și o majorare ușoară în 2017.

Formarea brută de capital fix (FBCF) a înregistrat o creștere de 8,8 la sută în 2015. Pentru trimestrul I 2016 această componentă este prognozată a consemna o evoluție favorabilă, dinamica anticipată fiind însă moderată. Această evaluare are la bază semnalele mixte manifestate în perioada ianuarie-februarie față de trimestrul anterior – pe de o parte, creșterea producției industriale a bunurilor de capital (+0,4 la sută) și a lucrărilor de construcții noi (+0,6 la sută), iar pe de altă parte, diminuarea stocului de credite acordate companiilor nefinanciare (-1,1 la sută în termeni reali). Atenuarea avansului FBCF este sugerată și de evoluția indicatorului de încredere aferent operatorilor din construcții (reducere de 3,4 puncte în trimestrul I 2016 față de nivelul maxim din perioada postcriză consemnat în trimestrul precedent). În aceste condiții, *gap*-ul pozitiv al FBCF este evaluat în reducere în trimestrul I 2016.

Pe parcursul intervalului de proiecție formarea brută de capital fix este prognozată a înregistra ritmuri pozitive de creștere, în condițiile anticipării consolidării activității investiționale a sectorului privat și a revenirii creditării la nivelul companiilor. În plus, dinamizarea graduală a activității economice

a partenerilor comerciali ai României este de natură să genereze efecte favorabile inclusiv asupra evoluției FBCF. Suplimentar, creșterea acestei componente este prognozată a fi susținută și de unele măsuri fiscale planificate pe parcursul intervalului de prognoză (reducerea impozitului pe dividende și eliminarea taxei pe construcții speciale), cu potențial de reorientare a unor resurse către destinații productive. În paralel, implementarea Legii privind darea în plată, în pofida incertitudinilor ce vizează evaluarea efectelor acesteia, este anticipată a constrânge dinamica viitoare a FBCF. În plus, evoluția favorabilă prognozată a investițiilor este condiționată de procesul de absorbție a fondurilor structurale și de coeziune, mai ales a celor cu potențial de antrenare a sectorului investițional. Magnitudinea revizuirilor succesive operate de către INS asupra acestei componente implică asocierea unei incertitudini ridicate evoluției sale viitoare.

În 2015 creșterea medie anuală a exporturilor de bunuri și servicii s-a temperat, atingând 5,5 la sută, iar cea aferentă importurilor de bunuri și servicii a accelerat, ajungând la 9,1 la sută. Ritmul de creștere trimestrial al exporturilor de bunuri și servicii este anticipat a rămâne în teritoriul pozitiv în trimestrul I 2016. Această dinamică este susținută de creșterea producției industriale din zona euro (+1,1 la sută în perioada ianuarie-februarie 2016 față de media trimestrului IV 2015) și de perspectivele moderat favorabile privind creșterea economică a partenerilor comerciali, sub influența unor factori precum persistența măsurilor de relaxare cantitativă ale BCE și prețul scăzut al petrolului. Aceste perspective se suprapun însă unui context internațional marcat de incertitudini cu privire la magnitudinea încetinirii dinamicii economice din țările emergente (cu posibile efecte repercutate asupra economiilor dezvoltate din zona euro). Importurile de bunuri și servicii sunt prognozate a consemna o dinamică pozitivă în trimestrul I 2016, pe fondul avansului semnificativ al cererii interne și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției favorabile anticipate a exporturilor. În acest context, deviația de la tendința pe termen mediu este evaluată a se menține în teritoriu negativ în cazul exporturilor și, respectiv, pozitiv în cel al importurilor.

<sup>68</sup> Limita de 3 la sută fiind prevăzută și de criteriile de convergență nominală instituite prin Tratatul de la Maastricht.

Pentru intervalul de prognoză dinamică anuală a exporturilor de bunuri și servicii este anticipată a se menține pozitivă, sub ipoteza perpetuării beneficiilor în plan structural înregistrate pe parcursul ultimilor ani<sup>69</sup>. Evoluția prognozată a exporturilor reflectă procesul de redresare graduală a cererii externe, nefiind exclusă, pe termen mediu, chiar și o posibilă atingere a limitelor superioare ale capacităților interne de producție, cu efect de încetinire a dinamicii pozitive a componentei. Date fiind evoluțiile de până la data elaborării raportului, apreciem că încetinirea consemnată la nivelul economiilor emergente (în special China) nu este de natură a reprezenta un risc major la adresa dinamicii viitoare a exporturilor românești, în condițiile expunerii directe reduse a României pe canalul comercial (ponderi scăzute ale exporturilor României în relația cu China). În schimb, unele efecte propagate în manieră indirectă asupra cererii externe adresate partenerilor comerciali ai României (mai ales unor țări din zona euro) ar putea exercita o influență nefavorabilă asupra exporturilor. În contextul avansului anticipat al cererii interne, dinamica anuală alertă a importurilor în 2016 este prognozată a o depăși pe cea a exporturilor. Pentru 2017, se anticipează o ușoară atenuare a dinamicii anuale a importurilor, în linie cu evoluția cererii interne, menținându-se însă la un nivel apropiat celei a exporturilor.

Deficitul contului curent al balanței de plăți s-a majorat în anul 2015 la 1,1 la sută din PIB nominal, pe fondul accentuării deficitului balanței veniturilor primare și al balanței bunurilor. Pe parcursul intervalului de proiecție, deficitul de cont curent este anticipat a se înscrie pe o tendință ascendentă. Principalul factor determinant al acestei evoluții este dinamica accelerată a cererii interne, susținută de măsurile de relaxare fiscală și de creștere a veniturilor. În acest context, ponderea deficitului de cont curent în PIB este prognozată a se poziționa pe termen mediu în apropierea valorii de 2,5 la sută. Pe termen scurt, nivelul înregistrat al rezervelor

internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi adecvate și favorabil distribuite din perspectiva naturii fluxurilor de capital (non-generatoare versus generatoare de noi datorii). Cu toate acestea, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama majorării celui bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse la adresa echilibrelor macroeconomice.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari ai acestora și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>70</sup> al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

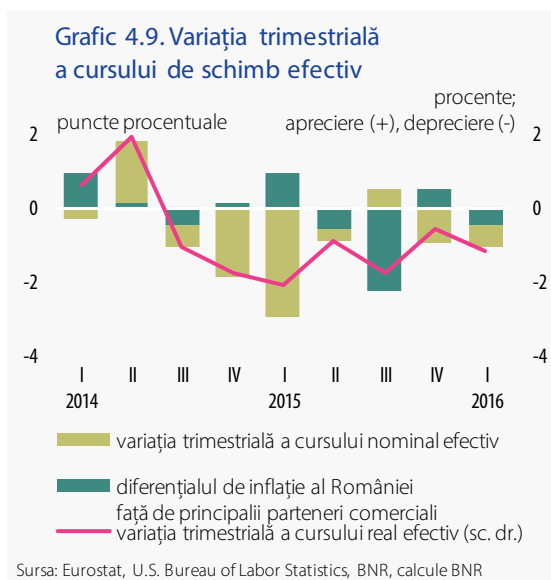
În termeni nominali, ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari au manifestat o dinamică descendentă și în trimestrul I 2016 în cazul depozitelor noi la termen în lei, în timp ce în cazul creditelor noi în lei acestea au crescut marginal. Influența cumulată a deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor asupra activității economice din trimestrul II 2016 este preconizată a fi în continuare stimulative.

Pe parcursul trimestrului I 2016, comparativ cu cel anterior, moneda națională s-a depreciat în termeni nominali efectivi ca urmare a evoluției atât față de euro, cât și în raport cu dolarul SUA (Grafic 4.9). Cursul de schimb efectiv a înregistrat o depreciere și în termeni reali, în condițiile în care măsura reducerii cotei standard a TVA de la 1 ianuarie a accentuat diferențialul de inflație trimestrială din România comparativ cu cea din țările partenerilor comerciali.

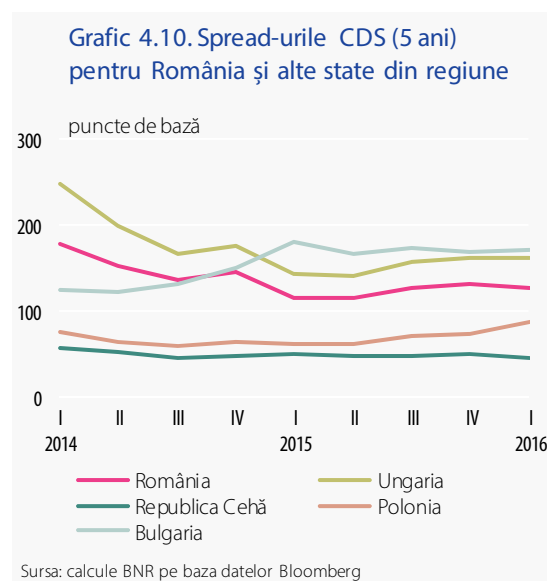
<sup>69</sup> Ponderea mașinilor, aparatelor, echipamentelor și mijloacelor de transport în total exporturi FOB ale României s-a menținut la valori de cel puțin 40 la sută în perioada postcriză. Pe termen mediu, performanța acestui sector este condiționată de factori precum extinderea capacității productive, îmbunătățirea infrastructurii sau evoluția cererii externe.

<sup>70</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

Astfel, impactul cursului de schimb real efectiv asupra cererii agregate (prin intermediul competitivității prin preț a exporturilor) din trimestrul II 2016 este evaluat a se menține stimulat.



Cotațiile *Credit Default Swaps* (CDS) asociate economiei naționale s-au menținut relativ constante în trimestrul I 2016 (Grafic 4.10). Pe de o parte, incertitudinile legate de perspectiva economiei globale și de prelungirea perioadei de scădere a cotațiilor internaționale ale petrolului și ale materiilor prime au determinat un comportament relativ tensionat al investitorilor financiari în prima lună a anului curent. Ulterior, ameliorarea sentimentului acestora față de economiile din regiune, urmată de sporirea peste așteptări în luna martie a gradului de relaxare a politicii monetare din zona euro au anulat în parte evoluțiile nefavorabile de la începutul trimestrului. Astfel, prima de risc suveran (aproximată prin cotațiile *Option Adjusted Spread – OAS*) este evaluată a se situa ușor sub tendința pe termen mediu. În structura efectului de avuție și de bilanț din trimestrul I 2016, influențele stimulative asupra cererii agregate viitoare provin din partea poziționării sub nivelul de echilibru a ratei reale a dobânzii externe, a primei de risc și a evoluției anticipate a cursului de schimb real efectiv.

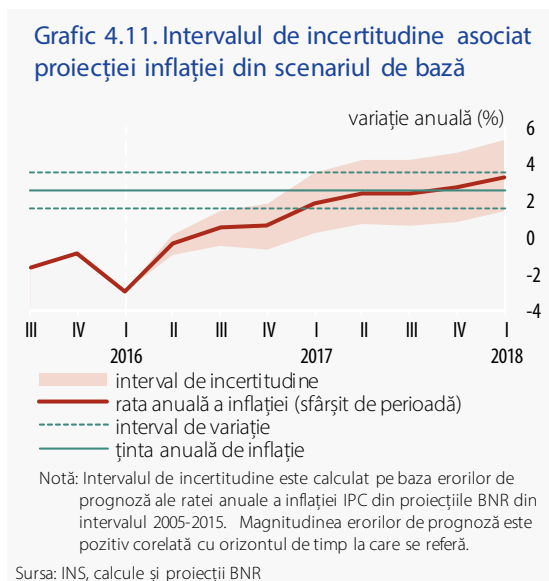


Pe ansamblu, condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul I 2016 sunt evaluate a exercita o influență stimulative asupra activității economice din trimestrul următor, contribuind astfel la atenuarea presiunilor dezinflaționiste reflectate prin intermediul deficitului de cerere agregată. În structura acestora, predomină impactul favorabil aferent cursului de schimb real efectiv (acționând prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor), la care se adaugă contribuțiile mai reduse din partea efectului de avuție și de bilanț și cele ale deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denumite în lei.

Condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a se menține stimulative la adresa activității economice pe întregul interval de prognoză. În structura acestora predomină în continuare efectul stimulative, deși în diminuare treptată, al cursului de schimb real efectiv prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor. În același sens va contribui și efectul de avuție și de bilanț, pe seama poziționării la niveluri reduse a ratei dobânzii externe, sub influența persistenței procesului de relaxare cantitativă implementat de BCE. Traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară vizează asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu, contribuind prin aceasta la realizarea unei creșteri economice sustenabile și la păstrarea unui cadru macroeconomic stabil.

## 1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației IPC este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în jos de la traiectoria descrisă în scenariul de bază (Grafic 4.11), potențiale surse de risc provenind atât din partea mediului intern, cât și a celui extern.



Pe plan intern, în contextul evenimentelor electorale programate în intervalul analizat și al expirării acordurilor României cu instituțiile internaționale în domeniul economic, rămân preocupante aspectele legate de implementarea consecventă a unui mix adecvat de politici macroeconomice necesare accelerării reformelor structurale și realizării unei creșteri economice sustenabile.

Preconizarea unei creșteri semnificative a deficitului bugetar în 2016 față de 2015, ca urmare a implementării setului măsurilor fiscale prevăzute în Codul fiscal, creează incertitudini specifice, asociate inclusiv modului de finanțare a acestuia. În acest context, rămân preocupante implicațiile pe care majorările salariilor bugetare implementate la sfârșitul anului trecut sau cele posibil a fi implementate în perioadele viitoare le-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor fiscali. În plus, posibilele efecte de demonstrație ale acestor creșteri asupra dinamicii salariilor din

sectorul privat ar putea adânci decalajul manifestat recent între creșterea salariilor pe ansamblul economiei și avansul productivității muncii și exercita pe această cale presiuni inflaționiste mai ridicate decât cele anticipate în scenariul de bază. Aceste riscuri își sporesc importanța în condițiile tergiversării realizării investițiilor publice și a reformelor structurale, precum și ale unei valorificări insuficiente a fondurilor europene, cu efecte nefavorabile asupra potențialului de creștere și competitivității economiei românești. O sursă suplimentară de risc la adresa inflației proiectate, conturată deja pe parcursul lunilor precedente, este reprezentată de aplicarea Legii privind darea în plată și, în contextul proiecției trimestriale, a incertitudinii<sup>71</sup> inerente asociate evaluării impactului acestora asupra cadrului macroeconomic intern.

Mediul extern continuă să reprezinte o sursă importantă de riscuri asociate traiectoriei inflației IPC din scenariul de bază, în acest sens fiind relevante: incertitudinea asociată efectelor manifestării divergențelor în conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii; perspectivele de evoluție a economiilor zonei euro și a celor emergente majore, cu precădere China; posibilitatea ieșirii Marii Britanii din Uniunea Europeană; modul de gestionare pe termen lung a datoriei suverane a Greciei. Materializarea unor scenarii legate de aceste surse de riscuri ar putea avea efecte negative transmise preponderent prin canale indirecte asupra economiei românești, pornind de la impactul pe care aceste evoluții l-ar putea exercita asupra cererii externe din partea UE, principalul partener comercial al României. În același timp, prin consecințele adverse asupra încrederii investitorilor, ar putea determina realocări de portofolii în profil regional și/sau global și, implicit, fluctuații cu influențe impredictibile ale cursului de schimb al leului, în special în situația nefavorabilă a unei deteriorări a fundamentelor macroeconomice interne. Din aceste motive, sunt necesare menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor

<sup>71</sup> Aceasta este dată de caracterul inedit al legii, ceea ce face imposibilă fundamentarea evaluărilor prin invocarea unor episoade istoric similare.

macroeconomice majore și de creștere a rezilienței economiei interne la șocuri printr-o coerență adecvată a politicilor macroeconomice.

În lipsa unor repere clare din partea autorităților referitoare la dimensiunea și ritmul ajustărilor viitoare ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice pentru consumatorii finali, balanța riscurilor este înclinată în jos, dată fiind posibilitatea ca scăderi precum cele recente să fie operate și în viitor asupra acestor categorii de prețuri. În privința evoluției prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă incertitudinile inerente asociate condițiilor meteorologice, acestea având potențialul de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole.

În ceea ce privește riscurile induse de traiectoria viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime și energetice la adresa perspectivelor privind inflația, balanța acestora este apreciată a fi înclinată în jos având în vedere inflația redusă asociată acestor categorii de produse la nivel global, cu posibilitate de a persista și în viitor în condițiile trenării cererii globale. În același timp, depinzând de sensul și magnitudinea reconfigurării conduitei viitoare a politicii monetare a principalelor bănci centrale la nivel mondial, evoluția cursului de schimb EUR/USD ar putea să exercite efecte neanticipate asupra cotației RON/USD și, implicit, asupra prețului petrolului exprimat în monedă națională.

## 2. Evaluarea de politică monetară

Rata anuală a inflației și-a reluat declinul în ianuarie 2016 și s-a readâncit apoi tot mai mult în teritoriul negativ, coborând în martie la -3 la sută<sup>72</sup> – nivel identic celui prognozat<sup>73</sup>, reprezentând un nou minim istoric al perioadei post-1990. În condițiile unui *pass-through* ușor sub așteptări al reducerii cotei standard a TVA<sup>74</sup>, declinul a reflectat și efectele exercitate de scăderea dinamicilor anuale ale prețurilor volatile și ale prețurilor administrate,

precum și de decelerarea inflației în zona euro, parțial contrabalansate de influențele de sens opus ale restrângerii deficitului de cerere agregată. Afectată în mai mare măsură de cele din urmă, rata anuală a inflației de bază a consemnat o scădere mult inferioară ca dimensiune, coborând la -3,9 la sută, de la -3,1 la sută în decembrie 2015. Totodată, recalculată prin excluderea impactului *one-off* al reducerii cotei standard a TVA, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a crescut marginal (la 1,3 la sută, față de 1,2 la sută în decembrie 2015), în timp ce rata anuală a inflației totale recalculată în mod similar s-a diminuat de la 1,9 la sută la 1,2 la sută.

În contextul actualizării pe baza celor mai recente evoluții și informații a unora din ipotezele sale majore, noua prognoză a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu reconfirmă divergența dintre evoluția anticipată pe termen scurt a inflației și perspectiva ei pe orizontul mai îndepărtat de timp, în condițiile unei revizuirii generalizate în sens descendent a traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației, mai cu seamă pe segmentul mediu al orizontului proiecției.

Potrivit noii proiecții, traiectoria ușor crescătoare pe care rata anuală previzionată a inflației se plasează în trimestrul II își prelungește șederea în teritoriul negativ dincolo de mijlocul anului curent și rămâne confortabil sub limita de jos a intervalului țintei staționare până în luna decembrie 2016, implicit sub nivelul proiectat anterior (0,6 la sută, față de 1,4 la sută). La începutul anului 2017, odată cu epuizarea impactului tranzitoriu al primei runde de scădere a cotei standard a TVA, aceasta consemnează o amplă corecție ascendentă, revenind în interiorul intervalului de variație al țintei – dar pe un palier inferior celui din prognoza precedentă –, pentru ca în decembrie să urce deasupra punctului central al țintei (2,7 la sută<sup>75</sup>, față de 3,4 la sută, în proiecția anterioară); totodată, ca urmare a noii ajustări crescătoare pe care o suferă în primul trimestru al anului 2018 – sub impactul dispării influenței scăderilor suplimentare de

<sup>72</sup> De la nivelul de -0,93 la sută, atins la finalul anului 2015.

<sup>73</sup> Raportul asupra inflației, februarie 2016.

<sup>74</sup> Începând cu 1 ianuarie 2016, cota standard a TVA a fost redusă de la 24 la sută la 20 la sută.

<sup>75</sup> Recalculată prin excluderea impactului *one-off* anticipat al scăderii prevăzute a fi operate asupra cotei standard a TVA la începutul anului 2017, rata anuală prognozată a inflației se situează la 2,9 la sută, față de 3,7 la sută în proiecția anterioară.

impozite indirecte<sup>76</sup> și al manifestării efectelor de bază asociate evoluției anterioare a prețului combustibililor –, traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației atinge la finele orizontului proiecției nivelul de 3,3 la sută. Corespunzător evoluțiilor actualizate, valoarea medie anuală a ratei inflației prognozată pentru anii 2016 și 2017 se reduce la -1,0 la sută (de la -0,7 la sută), respectiv la 2,2 la sută (de la 3,1 la sută).

Fundamentul divergenței ce caracterizează traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației îl constituie presiunile inflaționiste anticipate a emerge din inversarea poziției ciclice a economiei în a doua parte a anului 2016 – doar ușor întârziată în raport cu precedentă proiecție<sup>77</sup> –, precum și din reajustarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste și din creșterea susținută a costurilor salariale unitare, având ca premise și ipoteze majore: (i) relaxarea recentă și în perspectivă a conduitei politicii fiscale și a celei de venituri; (ii) continuarea majorării salariului minim brut pe economie în anul 2016; (iii) creșterea venitului disponibil real al populației inclusiv ca efect al reducerilor succesive de impozite indirecte și al prelungirii prețului scăzut al petrolului și (iv) prezervarea caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale și consolidarea creditării. Evidențierea presiunilor factorilor fundamentali are loc gradual, pe măsura epuizării efectelor tranzitorii ale reducerilor de impozite indirecte efectuate pe parcursul anilor 2015 și 2016.

În aceste condiții, poziționarea la valori mai joase a traiectoriei ratei anuale prognozate a inflației rezultă prioritar din revizuirea în sens descendent a previziunilor privind dinamica prețurilor administrate și cea a prețurilor de import, dar și din relativa încetinire, în raport cu proiecția precedentă, a creșterii excedentului prognozată de cerere agregată ulterior închiderii *gap*-ului negativ al PIB, inclusiv ca efect al intrării în vigoare a Legii privind darea în plată și al înrăutățirii previziunilor privind creșterea economică în zona euro/UE. Pe acest fond, cu toate că se plasează la niveluri relativ mai

scăzute, trendul ascendent pe care rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat se înscrie în luna iunie a anului curent<sup>78</sup> urcă în decembrie 2017 la 3,4 la sută (4,3 la sută, în prognoza anterioară), iar la finele orizontului prognozei la 3,7 la sută.

Caracteristicile noii prognoze a evoluțiilor macroeconomice, dar și incertitudinile crescute ce o grevează, reclamă o adevărată prudentă a conduitei politicii monetare în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile, în condiții de relativă compatibilitate cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune și din zona euro. În actuala conjunctură, relevanța incertitudinilor decurge din sporirea – atât ca număr, cât și ca dificultate de cuantificare a probabilității de materializare – a riscurilor în dublu sens la adresa perspectivei inflației induse de factorii fundamentali, inclusiv în contextul anului electoral și al absenței acordurilor cu instituțiile financiare internaționale, dar și în condițiile persistenței incertitudinilor ridicate legate de creșterea economică globală și de redresarea economică a zonei euro.

Din această perspectivă, deosebit de preocupante pentru banca centrală rămân riscurile având ca surse măsurile recente/potențiale vizând creșterea veniturilor unor categorii de populație, inclusiv a celor de natura prestațiilor sociale, dar mai ales configurația și implementarea – deocamdată incerte – ale viitoarei legi privind salarizarea personalului din sectorul bugetar, ce ar putea mări gradul de relaxare a politicii fiscale și exercita efecte de demonstrație asupra salariilor din sectorul privat, prin dimensiunea majorărilor acordate în sfera bugetară. Relevanța acestor riscuri este sporită de trenarea redresării sustenabile a investițiilor publice și a derulării reformelor structurale, precum și de previzibila slăbire a absorbției fondurilor UE la începutul noului cadru financiar multianual, de natură să afecteze durabil potențialul de creștere și competitivitatea economiei românești.

<sup>76</sup> Noul Cod fiscal prevede reducerea la 19 la sută a cotei standard a TVA și eliminarea supraaccizei la carburanți începând cu 1 ianuarie 2017.

<sup>77</sup> Potrivit prognozei precedente, poziția ciclică a economiei era așteptată să se inverseze în semestrul I 2016.

<sup>78</sup> Odată cu epuizarea efectelor directe ale extinderii, începând cu 1 iunie 2015, a aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică.

Potențialul inflaționist al unui asemenea context derivă, prioritar, din posibila creștere suplimentară pe termen mediu a excedentului de cerere agregată, dar și a decalajului dintre dinamica câștigurilor salariale și cea a productivității muncii, implicit a costurilor unitare ale companiilor. Aceștia li se poate asocia o adâncire mai amplă a deficitului de cont curent – inclusiv pe seama creșterii mai alerte a importurilor de bunuri de consum –, implicit o deteriorare a percepției investitorilor străini asupra perspectivei economiei și pieței financiare românești, cu implicații adverse asupra primei de risc suveran, a costurilor de finanțare externă și a comportamentului cursului de schimb al leului.

Probabilitatea materializării unora dintre aceste riscuri este însă diminuată, mai ales pe orizontul mai îndepărtat de timp, de constrângerile la adresa conduitei viitoare a politicii fiscale ce emerg din actualul cadru de guvernare fiscală al UE și din angajamentele României privind respectarea pe termen mediu a cerințelor Pactului de stabilitate și creștere și a altor reguli fiscale, coroborate cu semnificativa relaxare pe care a suferit-o ținta de deficit bugetar a acestui an. Totodată, nu este exclusă posibilitatea ca dinamica cererii agregate să fie afectată mai sever de efectele contracționiste decurgând din Legea privind darea în plată, dar și din alte inițiative legislative ce-și propun să reglementeze domeniul financiar-bancar prin intervenția retroactivă în contractele încheiate între bănci și clienți, în eventualitatea aprobării lor.

Mediul extern continuă să reprezinte o sursă de riscuri predominant dezinflaționiste, în condițiile persistenței incertitudinilor ridicate privind creșterea economică globală și redresarea economică a zonei euro, alimentate cu precădere de slăbiciunea economiei Chinei și a altor state emergente majore, de tensiunile geopolitice, de situația Greciei, precum și de riscul ieșirii Marii Britanii din UE. O prelungire/întrăutățire a evoluțiilor circumscrise acestora ar putea afecta comportamentul inflației interne prioritar pe calea prețurilor de import, dar și prin efectele exercitate asupra poziției ciclice a economiei<sup>79</sup> de probabila încetinire, pe

<sup>79</sup> În principal prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii.

acest fond, a creșterii economice în zona euro/UE și, posibil, la nivel global. În același timp, însă, prin influențarea apetitului global pentru risc și a atractivității relative a plasamentelor pe diferite piețe financiare, acestea ar putea antrena, pe termen scurt sau episodic, importante realocări de portofolii pe plan global/regional, implicit fluctuații cu impact inflaționist ale cursului de schimb al leului, mai cu seamă în ipoteza unei deteriorări a fundamentelor interne.

Incerte rămân și evoluțiile viitoare ale prețului internațional al petrolului și ale prețurilor altor materii prime, ce pot exercita efecte divergente asupra economiei naționale și a inflației, cu precădere pe orizonturi diferite de timp. O relativă trenare a creșterii lor, coroborată cu o eventuală apreciere sub așteptări a dolarului SUA în raport cu euro, ar fi de natură să accentueze pe termen scurt influența dezinflaționistă, directă și indirectă, a factorilor de natura ofertei, dar și să stimuleze, pe orizontul mai îndepărtat de timp, atât cererea internă – prin sporirea venitului real disponibil al populației și creșterea profitului companiilor –, cât și cererea externă adresată economiei naționale; o creștere peste așteptări a componentei externe a cererii agregate ar putea decurge și dintr-o redresare mai viguroasă a economiilor statelor europene, pe fondul măsurilor de politică monetară implementate de BCE și al deprecierei euro în raport cu dolarul SUA.

Având în vedere caracterul divergent al traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației și principalii săi determinanți, precum și riscurile la adresa ei induse de potențiala conduită a politicii fiscale și de venituri, de modificările legislației în domeniul financiar, dar și de incertitudinile privind creșterea economică globală și redresarea economiei zonei euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 mai 2016, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.



# Abrevieri

ANAF	Agenția Națională de Administrare Fiscală
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
ARB	Asociația Română a Băncilor
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizației Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

## Lista tabelelor din text

---

### Caseta

Tabel 1	Rezultatele estimării legăturilor dintre TFP la nivel de firmă și variabilele explicative	23
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	38
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	39
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	42
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	44
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	45
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	45

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	12
Grafic 1.2	Impactul estimat de runda I al modificărilor cotei TVA	12
Grafic 1.3	Contribuții la rata anuală a inflației	13
Grafic 1.4	Anticipații privind inflația	14
Grafic 1.5	Rata medie anuală a IAPC	14
Grafic 2.1	Cererea	15
Grafic 2.2	Cererea și oferta de bunuri de consum	16
Grafic 2.3	Investiții	17
Grafic 2.4	Balanța bunurilor și serviciilor	18
Grafic 2.5	Gradul de utilizare a capacităților de producție	18
Grafic 2.6	Intensitatea capitalului	18
Grafic 2.7	Efectivul salariaților din economie	19
Grafic 2.8	Curba Beveridge	19
<b>Caseta 1</b>		
Grafic A	Evoluția TFP și nivelul inițial al PIB per capita	21
Grafic B	Creșterea anuală a TFP	22
Grafic C	Contribuții ale factorilor de producție la creșterea anuală a PIB	22
Grafic D	Indicele economiei și al societății digitale (2016)	24
Grafic E	TFP în industria prelucrătoare: eficientizare versus realocare	25
Grafic 2.9	Indicele valorii unitare a importurilor	26
Grafic 2.10	Cererea internă și prețurile de producție în industria bunurilor de consum	27
Grafic 2.11	Prețurile producției agricole	28

Grafic 2.12	Costurile salariale unitare din industrie	28
Grafic 2.13	Productivitatea și salariile în industrie	28
<b>Caseta 2</b>		
Grafic A	Influența șocurilor de natura ofertei asupra ratei inflației	31
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	34
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	36
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	36
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	37
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	37
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	38
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	39
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	40
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	40
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	43
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	44
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA	44
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	45
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	46
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	46
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	47
Grafic 4.8	Deviația PIB	48
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	51
Grafic 4.10	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	51
Grafic 4.11	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	52

