

Caseta 5. Evidențe coroborative privind gradul de supraîncălzire a economiei

Supraîncălzirea reprezintă situația în care cererea agregată pe termen scurt este superioară ofertei agregate pe termen lung. Altfel spus, dacă ne referim la întreaga economie, deviația PIB de la nivelul potențial este pozitivă, excesul de cerere astfel determinat exercitând, *ceteris paribus*, presiuni inflaționiste. Concomitent, supraîncălzirea presupune înregistrarea unor dezechilibre în majoritatea sectoarelor economiei. În cadrul acestei casete este prezentată o analiză statistică coroborativă¹ celor efectuate cu ajutorul modelelor macroeconomice utilizate în cadrul BNR privind poziționarea ciclică curentă a economiei. Potrivit acestora din urmă, la acest moment există semnale de supraîncălzire a economiei românești.

Evaluarea coroborativă este realizată pe baza unui portofoliu de variabile relevante. Intensitatea semnalelor este stabilită în funcție de poziționarea valorii semnal a fiecărei variabile față de un set de repere, utilizând următoarea clasificare: (i) lipsa semnalelor din partea indicatorului, în situația poziționării valorii semnal sub valoarea medie istorică; (ii) semnale moderate din partea indicatorului, în cazul poziționării acestuia între valoarea medie și cea a primului reper; (iii) semnale ridicate din partea indicatorului, în cazul plasării acestuia între cele două valori reper; (iv) semnale accentuate, în cazul plasării indicatorului peste valoarea celui de-al doilea reper. Valoarea semnal este calculată ca medie a celor mai recente 4 valori trimestriale disponibile², iar cele două repere sunt obținute prin adăugarea a 0,5 și, respectiv, 1,5 deviații standard la valoarea medie istorică³. În acest fel, este reprezentată o distribuție de probabilitate a fiecărui indicator, având ca puncte de referință valoarea medie istorică și, respectiv, cele două valori reper, poziționate în cazul majorității variabilelor la dreapta mediei istorice. Pentru rata șomajului, prima de risc și procentul firmelor care menționează insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în industrie, respectiv, servicii, reperele sunt simetrice, fiind calculate la stânga valorii mediei istorice. În cazul deviațiilor de la țintă ale inflațiilor IPC și CORE2 ajustat, excluzând efectele de runda întâi ale modificărilor cotei TVA, reperele au fost fixate la +1, respectiv +2 puncte procentuale. Pentru deficitul bugetului general consolidat, primul reper a fost stabilit la 3 la sută, valoare de referință aferentă criteriului de convergență nominală privind sustenabilitatea finanțelor publice, instituit prin Tratatul de la Maastricht.

Tabelul A prezintă evoluția în timp a intensității semnalelor de supraîncălzire. Evaluarea curentă reflectă intensificarea semnalelor provenite din partea deviației PIB, a producției industriale, a numărului firmelor care menționează insuficiența forței de muncă ca factor ce limitează producția în sectorul serviciilor

¹ Metodologia utilizată este similară celei implementate de FMI în cadrul *World Economic Outlook* (aprilie 2013). Un set amplu de indicatori este monitorizat și în tabloul de bord pentru supravegherea dezechilibrelor macroeconomice – *Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard*, MIP – construit și actualizat de către CE.

² Pentru variabilele exprimate ca pondere în PIB nominal (valori cumulate pe 4 trimestre), valoarea semnal este cea mai recentă valoare disponibilă.

³ Pentru majoritatea variabilelor, media istorică este calculată pe intervalul T3 2005 – T2 2017, suprapus regimului de țintire a inflației. Prețurile proprietăților rezidențiale și creditele noi sunt însă disponibile pentru o perioadă mai scurtă.

și a indicatorului agregat al activității economice⁴. În același timp, se remarcă densitatea semnalelor moderate sau ridicate privind supraîncălzirea economiei, provenind din următoarele sectoare: piața muncii (în particular, gradul de tensionare, salariul brut în sectorul public), economia reală (producția industrială, prețurile proprietăților rezidențiale⁵, indicatorul de încredere în economie, procentul firmelor care menționează insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în industrie și, respectiv, în servicii⁶) și politica fiscală. În paralel, noul minim istoric înregistrat de rata șomajului (conform definiției BIM) reflectă tensionarea condițiilor pe piața forței de muncă și, implicit, semnale de supraîncălzire.

Tabel A. Evoluția semnalelor aferente indicatorilor de supraîncălzire a economiei

Indicador	2016			2017	
	T2	T3	T4	T1	T2
Deviația PIB (% PIB potențial, evaluare BNR)					
Deviația de la țintă a ratei inflației anuale IPC netă de efectul TVA (pp)					
Deviația de la țintă a ratei inflației CORE2 ajustat netă de efectul TVA (pp)					
Economia reală					
PIB (% variație trimestrială, real)					
Producția industrială (% variație trimestrială, real)					
Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie (%)					
Cifra de afaceri, comerțul cu amănuntul excl. auto-moto (% variație trimestrială, real)					
Construcții de clădiri (% variație trimestrială, real)					
Prețurile proprietăților rezidențiale (% variație trimestrială)					
Indicatorul de încredere în economie – ESI (puncte)					
% firmelor ce indică insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în industrie (puncte)					
% firmelor ce indică insuficiența cererii ca factor ce limitează producția în servicii (puncte)					
% firmelor ce indică insuficiența muncii ca factor ce limitează producția în industrie (puncte)					
% firmelor ce indică insuficiența muncii ca factor ce limitează producția în servicii (puncte)					
Piața forței de muncă					
Gradul de tensionare a pieței muncii					
Rata șomajului BIM (%)					
Salariul brut, sector privat (% variație trimestrială, real)					
Salariul brut, sector public (% variație trimestrială, real)					
Costurile salariale unitare din industrie (variație trimestrială, nominal)					
Politica fiscală					
Deficitul bugetului general consolidat (% în PIB nominal)					
Impulsul fiscal (evaluare BNR)					
Sectorul financiar					
Stocul creditului privat (% în PIB nominal)					
Credite noi de consum, gospodării populație (% în PIB nominal)					
Credite noi ipotecare, gospodării populație (% în PIB nominal)					
Credite noi societăți nefinanciare (% în PIB nominal)					
Indicele bursier BET (% variație trimestrială)					
Gradul de risc (OAS) (puncte de bază)					
Poziția externă					
Deficitul contului curent (% în PIB nominal)					
Deficitul balanței bunurilor (% în PIB nominal)					
Soldul contului financiar (% în PIB nominal, „+” intrări)					
Indicatori agregați					
Indicatorul agregat al activității economice (evaluare BNR)					
Indicele condițiilor de afaceri (evaluare BNR)					

■ nu există semnale
■ semnale moderate
■ semnale ridicate
■ semnale accentuate

⁴ Surprinde informațiile privind componentele ciclice ale unor variabile macroeconomice printre care numărul de salariați din economie, producția industrială sau salariul net real.

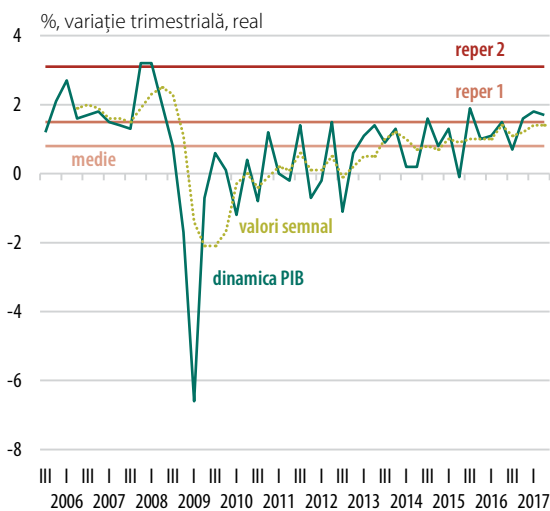
⁵ În T2 2017, prețurile proprietăților rezidențiale au înregistrat o creștere trimestrială de 4,9 la sută (maximul din perioada postcriză).

⁶ În ultimii 2 ani, se observă, pentru sectoarele industrie și servicii, diminuarea ponderii firmelor care au raportat insuficiența cererii printre factorii care limitează producția.

Evaluările obținute cu ajutorul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu al BNR semnaleză o tendință de supraîncălzire a economiei, reflectată de evoluția *gap*-ului PIB. Încă de pe parcursul anului 2016 deviația PIB este estimată a se fi plasat în teritoriul pozitiv, fiind ulterior în curs de accentuare. În aceste condiții, în trimestrul II 2017 valoarea semnal se poziționează ușor peste valoarea primului reper.

În ultimele trimestre (T3 2016 – T2 2017), deviația de la țintă a ratei anuale a inflației IPC și cea a inflației CORE2 ajustat, excluzând efectele directe ale modificărilor cotei TVA, au fost negative (-1,7⁷ și, respectiv, -1,2 puncte procentuale), inferioare valorilor medii istorice ale acestora. Inflația de bază netă de modificarea cotei TVA a avut o tendință descendentă în ultimii ani, reflectând evoluția prețurilor externe, anticipațiile privind inflația ale agenților economici, dar și *gap*-ul negativ al PIB (până în anul 2016). Deviația de la țintă a acestora s-a menținut negativă în ultimele trimestre ale anului 2016, dar și la începutul anului curent, chiar în condițiile unui exces de cerere incipient, dar în majorare graduală⁸.

Grafic A. Poziționarea valorii semnal a dinamicii trimestriale a PIB față de repere



Sursa: INS, calcule BNR

Pe ansamblul anului 2016 dinamica PIB real s-a plasat la 4,8 la sută, cel mai înalt nivel din perioada postcriză, iar în trimestrele I și II 2017 și-a continuat creșterea alertă (evoluții trimestriale de 1,8 la sută și, respectiv, 1,7 la sută). Valoarea semnal a dinamicii PIB real încă indică un grad moderat de supraîncălzire, poziționându-se peste valoarea medie istorică, însă cu doar 0,1 puncte procentuale sub primul reper (Grafic A).

În ceea ce privește piața muncii, se evidențiază o tendință de supraîncălzire la nivelul tuturor indicatorilor analizați. Noul minim istoric atins de rata șomajului BIM în trimestrul II 2017 transmite un semnal accentuat, iar gradul de tensionare a pieței muncii indică unul ridicat. Salariile brute (atât din sectorul privat, dar mai ales din cel public) au înregistrat în ultimele perioade o medie

a ritmurilor trimestriale de creștere peste cea istorică, având potențialul de a amplifica ecartul salarii-productivitate și, implicit, de a genera presiuni inflaționiste.

Tendința de consolidare fiscală inițiată după criza financiară globală a fost inversată în anul 2016, deficitul bugetului general consolidat atingând nivelul de 3 la sută. Poziționarea valorii semnal aferente indicatorului menționat, coroborată cu cea a

⁷ O poziționare similară a înregistrat în ultimele 4 trimestre și deviația de la țintă a ratei anuale a inflației IPC recalculate la taxă constantă (-1,5 puncte procentuale).

⁸ Diminuarea intensității relației existente între inflație și deviația pozitivă a PIB reprezintă unul dintre factorii explicativi ai evoluției menționate. Pentru detalii, a se consulta Caseta 2. Relația dintre nivelul activității economice și inflație din *Raportul asupra inflației*, ediția mai 2017.

impulsului fiscal⁹, indică o contribuție importantă a politicii fiscale la augmentarea gradului de supraîncălzire a economiei.

Evoluția indicatorilor financiari oferă, de regulă, un semnal anticipativ (engl. *leading*) cu privire la conturarea unor dezechilibre la nivelul economiei reale, putând amplifica substanțial ciclul economic. Pe parcursul anilor 2015 și 2016, volumul creditelor noi a manifestat o tendință de creștere, îndeosebi pe fondul segmentului ipotecar (programul „Prima casă”). În cazul creditelor pentru consum, ponderea fluxului anual de credite în PIB se poziționează în trimestrul II 2017 în apropierea mediei istorice. În schimb, ponderea în PIB a creditelor noi acordate companiilor nefinanciare, ulterior scăderii postcriză consemnate până în anul 2012, se menține la niveluri relativ constante și reduse. Percepția gradului de risc asociat investițiilor în economia românească (aproximat prin cotațiile OAS), corelată negativ cu dinamica activității economice, poate augmenta, în condițiile situării în ultimele trimestre la niveluri scăzute relativ la media istorică, exuberanța agenților economici și implicit gradul de supraîncălzire a economiei.

Variabilele aferente poziției externe (i.e. deficitul balanței bunurilor, deficitul de cont curent și soldul contului financiar, exprimate ca pondere în PIB) nu conferă la acest moment indicii privind supraîncălzirea economiei. Valorile semnal se situează mult sub cele medii istorice, acestea din urmă fiind însă influențate de dezechilibrele majore acumulate în perioada precriză. Totuși, accentuarea deficitului de cont curent pe seama majorării celui bugetar și a accelerării consumului are potențialul de a periclita echilibrele macroeconomice, chiar dacă în prezent structura de finanțare (asigurată preponderent din fluxuri negenerative de datorie externă, în principal investiții străine directe, componenta participării la capital, și fonduri structurale și de investiții) diferă considerabil față de cea corespunzătoare fazei anterioare de expansiune a economiei.

Evaluarea creșterii economice și a poziției ciclice a economiei pe baza *gap*-ului PIB poate fi coroborată cu o serie de indicatori agregați. Poziționarea indicelui condițiilor de afaceri¹⁰ din ultimele perioade la valori pozitive, superioare primului reper, contribuie la dinamizarea activității economice și, implicit, la accentuarea excesului de cerere. De asemenea, indicatorul agregat al activității economice se poziționează peste valoarea primului reper și sugerează amplificarea excesului de cerere din economie.

Referințe

Banca Națională a României – *Raportul asupra inflației*, mai 2017

Comisia Europeană – *Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances*, 2011

Fondul Monetar Internațional – *World Economic Outlook*, 2013

Smădu A., Stanciu I., Tănase A. – „Construirea unui indicator agregat al condițiilor de afaceri pentru România”, Banca Națională a României, *Caiete de studii* nr. 43, 2016

⁹ Acesta cuantifică impactul măsurilor discreționare de politică fiscală asupra economiei. În condițiile unui *gap* pozitiv al PIB în trimestrul II 2017, caracterul politicii fiscale este evaluat a fi prociclic.

¹⁰ Pentru detalii, a se consulta Smădu *et al.* (2016).