



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației mai 2017

Anul XIII, nr. 48

Raport asupra inflației

Mai 2017

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 mai 2017, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 28 aprilie 2017.

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

Cuprins

SINTEZĂ	7
1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	13
2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	17
1. Cererea și oferta	17
Caseta 1. Competitivitatea prin preț a principalelor grupe și ramuri industriale	21
2. Prețurile de import și prețurile de producție	29
2.1. Prețurile de import	29
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	30
3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	32
1. Politica monetară	32
2. Piețe financiare și evoluții monetare	35
2.1. Ratele dobânzilor	35
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	38
2.3. Moneda și creditul	40
4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	43
1. Scenariul de bază	43
1.1. Ipoteze externe	43
1.2. Perspectivele inflației	45
Caseta 2. Relația dintre nivelul activității economice și inflație	48
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	50
1.4. Riscuri asociate proiecției	56
Abrevieri	58
Lista tabelor din text	59
Lista graficelor din text	59

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a revenit în teritoriu pozitiv la începutul anului 2017, atingând 0,18 la sută în luna martie și cunoscând o relativă accelerare față de luna decembrie 2016 (+0,72 puncte procentuale). Tendința ascendentă a fost indusă, preponderent, de disiparea efectului statistic asociat reducerii cotei standard a TVA în ianuarie 2016 (de la 24 la 20 la sută), la care s-au adăugat șocuri nefavorabile de natura ofertei, asociate unor evoluții externe, cu efecte propagate rapid asupra dinamicii prețurilor combustibililor și ale prețurilor volatile ale alimentelor. Influențe de sens opus provin din eliminarea unor taxe și reduceri ale impozitelor indirecte (taxe nefiscale, TVA, accize) care au continuat și în trimestrul I. Rata anuală a inflației în luna martie a fost similară proiecției publicate în ediția din februarie a Raportului asupra inflației. În același timp, rata medie anuală a IAPC a continuat să își restrângă valoarea negativă, până la -0,5 la sută la finele trimestrului I, implicând o diminuare a ecartului față de media UE, până la 1,2 puncte procentuale.

Evoluția ratei anuale a inflației IPC în primul trimestru al anului 2017 a continuat să fie marcată de modificări ale unor impozite indirecte și taxe; calculat la taxe constante, indicatorul s-a majorat de la 0,7 la sută în decembrie 2016 la 1,2 la sută în luna martie, nivel plasat în continuare sub limita inferioară a intervalului țintei de inflație (2,5 la sută \pm 1 punct procentual). Noua scădere a cotei standard TVA (de la 20 la 19 la sută) a vizat mai mult de jumătate din coșul de consum, excepție făcând componentele cu cotă redusă (în principal, segmentul alimentar). În plus, în cazul prețurilor administrate, eliminarea unor taxe nefiscale a condus la menținerea ritmului anual la valoarea pronunțat negativă de la sfârșitul anului 2016 (-4,78 la sută). De asemenea, diminuarea accizei începând cu 1 ianuarie 2017 a avut un efect compensator la nivelul dinamicii prețurilor combustibililor, în condițiile trendului ascendent al cotației țițeiului, rata anuală de creștere din luna martie fiind chiar ușor inferioară celei consemnate la finele anului anterior (1,8 la sută).

La sfârșitul trimestrului I 2017, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a atins 1,0 la sută, comparativ cu 0,35 la sută în luna decembrie. Dinamica indicatorului net de efectul direct al reducerii cotei TVA a stagnat în jurul valorii de 1,2 la sută în intervalul menționat, în condițiile în care tendința de lărgire a excesului de cerere, care s-a manifestat și pe parcursul trimestrului I, a continuat să se transfere în manieră limitată asupra evoluției prețurilor, în contextul slăbirii intensității relației între inflație și activitatea economică internă. Această evaluare are la bază evidențele acumulate pe parcursul ultimilor ani, marcați de persistența mediului dezinflaționist de la nivel global, în paralel creșterii importanței importurilor de bunuri de consum în acomodarea cererii de consum interne.

Productivitatea muncii la nivelul întregii economii și-a menținut ritmul relativ robust de creștere în trimestrul IV 2016, preponderent pe seama unor evoluții ciclice, în timp ce progresele la nivelul factorilor structurali, asociați pieței forței de muncă sau dinamicii investițiilor din economie, au trenat. În industrie, productivitatea muncii a reintrat în teritoriu pozitiv, contribuind la atenuarea ușoară a dinamicii anuale a costurilor salariale unitare. În perspectivă, majorările salariale deja operate în prima parte a anului 2017 (salariile angajaților din sectorul bugetar, salariul minim brut pe economie), dar și creșterile preconizate de venituri din sectorul privat, sunt de așteptat să mențină la cote ridicate dinamica anuală a costurilor salariale unitare, cu potențial – în condițiile ponderii relativ ridicate a cheltuielilor salariale în totalul costurilor de producție – de a configura, pe termen mediu, presiuni inflaționiste în creștere.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 7 februarie 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. Scenariul de bază al prognozei reconfirma profilul ascendent al ratei anuale a inflației începând cu prima parte a anului 2017 și anticipa revenirea acesteia în interiorul intervalului de variație al țintei spre finalul anului curent și plasarea la finele orizontului proiecției în jumătatea superioară a acestui interval. Această traiectorie reflecta atât epuizarea efectelor tranzitorii ale reducerilor cotei standard a TVA și disiparea treptată preconizată a influențelor șocurilor dezinflaționiste globale, cât și presiunile inflaționiste exercitate de deschiderea graduală a excedentului de cerere agregată și de dinamica ascendentă a costurilor salariale unitare.

Riscurile asociate proiecției proveneau atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe plan intern, acestea aveau ca principală sursă conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor pe anul 2017. Riscurile induse de mediul extern erau generate, în principal, de incertitudinile persistente legate de creșterea economică din zona euro induse de evoluțiile politice asociate calendarului electoral al anului 2017 și negocierilor pentru *Brexit*, de divergența conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale din lume, precum și de problemele sistemului bancar european.

Ulterior, datele statistice au confirmat revenirea ratei anuale a inflației în teritoriu pozitiv în luna ianuarie 2017 (0,05 la sută, de la -0,54 la sută în decembrie 2016) și avansul acesteia în luna februarie la 0,2 la sută, în concordanță cu nivelul prognozat. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a crescut, în linie cu prognoza, până la 0,9 la sută în februarie, de la 0,3 la sută la sfârșitul anului 2016. Economia a avansat peste așteptări în trimestrul IV 2016, dinamica anuală a PIB real ajungând la 4,8 la sută (de la 4,3 la sută în trimestrul III).

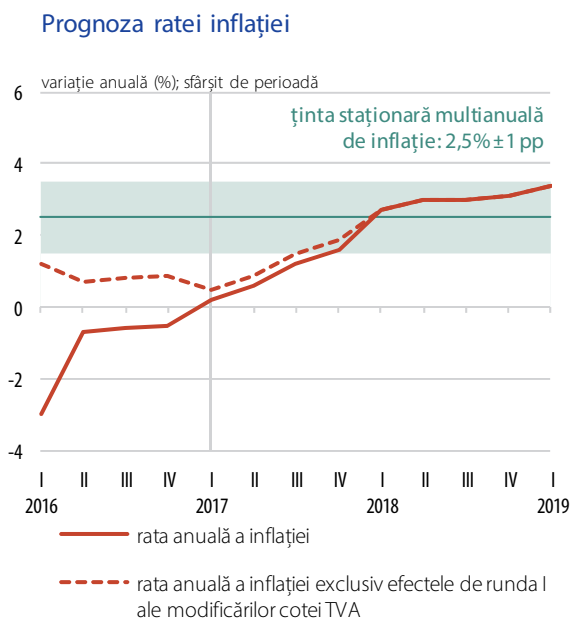
În ședința din 5 aprilie 2017, cele mai recente evaluări reconfirmau perspectiva continuării creșterii ușoare a ratei anuale a inflației în următoarele luni, în condițiile menținerii ei semnificativ sub limita inferioară a intervalului de variație al țintei

staționare. Incertitudinile și riscurile asociate acestei perspective proveneau din mediul intern și cel extern. Pe plan intern, acestea continuau a fi generate, în principal, de evoluția politicii fiscale și a celei a veniturilor pe anul 2017, precum și de incertitudinile privind ajustările viitoare ale prețurilor administrate. Pe plan extern, persistau sursele de riscuri identificate anterior, la care se adăuga cel privind evoluția prețului petrolului pe piețele internaționale.

Pe baza datelor disponibile și în contextul riscurilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an, continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar și păstrarea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în creștere pe întregul interval de prognoză, atingând 1,6 la sută la sfârșitul anului 2017, 3,1 la sută la finele anului 2018 și 3,4 la sută la orizontul prognozei (trimestrul I 2019). Față de raportul precedent, valorile



Sursa: INS, proiecție BNR

proiectate ale ratei anuale a inflației IPC și cele ale inflației de bază au fost revizuite în jos atât în 2017, cât și în 2018, sensul revizuirilor fiind legat, în principal, de diminuarea – ce are la bază acumularea de evidențe de natură factuală, dublate de cele de ordin statistic – intensității transmisiei presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate interne asupra inflației de bază. În condițiile setului stimulativ al măsurilor fiscale și de venituri ce vizează intervalul de proiecție, inflația de bază, pe fondul evoluției așteptate a excesului de cerere din economie, se conturează a deveni principalul determinant al traiectoriei ratei anuale a inflației.

Impactul asociat efectelor tranzitorii de runda întâi ale reducerii cotei standard a TVA aplicate începând cu 1 ianuarie 2017 este de așteptat să persiste până la finele anului curent, când rata anuală a inflației netă de această influență va atinge 1,9 la sută.

Ulterior accelerării din cursul anului 2016, creșterea economică pentru anul 2017 este prevăzută a se menține peste dinamica PIB potențial, dar la valori inferioare celei din anul anterior. Pe de o parte, stimulii fiscali și salariali implementați sau care urmează a fi aplicați configurează un impuls fiscal pozitiv, însă inferior ca magnitudine celui evaluat pentru anul 2016. Pe de altă parte, creșterea economică a partenerilor externi ai României este de așteptat a se consolida în jurul valorii de 2 la sută. Dată fiind natura stimulilor din economie, principalul determinant al creșterii economice va rămâne consumul, antrenat de evoluția venitului disponibil real, în condițiile măsurilor de relaxare fiscală, ale celor care vizează politica veniturilor în sectorul

public, precum și ale majorărilor salariale așteptate a se produce în sectorul privat. În același timp, se prevede consolidarea doar treptată a dinamicii formării brute de capital fix pe parcursul intervalului referință, în contextul stadiului incipient al implementării programelor aferente noii alocări financiare din partea UE (2014-2020). Condițiile favorabile de creditare sunt de așteptat a stimula evoluția ambelor componente ale cererii agregate pe întregul interval analizat.

Pe fondul avansului semnificativ al cererii interne, ritmul de creștere a importurilor de bunuri și servicii este anticipat a-l depăși pe cel al exporturilor, consolidând tendința de redeschidere a deficitului de cont curent inițiată în anul 2015, urmând ca ponderea acestuia în PIB nominal să se poziționeze, pe termen mediu, în jurul nivelului de 3,2 la sută. Redeschiderea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului și a majorării deficitului bugetar prezintă potențialul de a periclita echilibrul macroeconomic, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești. În scenariul de bază, finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a continua să fie asigurată preponderent prin fluxuri de capital non-generatoare de datorie externă, însă proporția acestora se va diminua raportat la valorile din 2016.

În contextul creșterii economice peste așteptări din trimestrul IV 2016, deviația pozitivă a PIB a fost revizuită la valori superioare celor din runda anterioară de prognoză. La aceasta contribuie, începând din prima parte a anului curent, măsurile fiscale și salariale, dinamizarea veniturilor din sectorul privat, amplificarea anticipată a excedentului de cerere externă ulterior inversării poziției ciclice a indicatorului în T2 2018 și stimulul asociat condițiilor monetare reale în sens larg. În aceste condiții, deviația PIB va cunoaște o intensificare până la orizontul proiecției.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 2,1 la sută la sfârșitul anului 2017 și 3,9 la sută la finele celui viitor. Ambele valori proiectate sunt inferioare celor publicate în raportul precedent (pe fondul evidențelor privind reducerea în perioadele recente a intensității relației între activitatea economică internă și inflație – Caseta 2). În același timp, pentru decembrie 2018, valoarea proiectată este plasată peste nivelul superior al intervalului țintei (2,5 la sută ± 1 punct procentual). Traectoria acestei componente este configurată, în principal, de evoluția deviației PIB, la care se adaugă dinamizarea treptată a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, precum și unele presiuni inflaționiste, de amploare încă redusă, provenite din partea prețurilor bunurilor de consum din import. Evoluția anticipată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat va continua să fie grevată de impactul tranzitoriu al măsurilor fiscale de reducere a cotei standard a TVA doar până la finele anului curent, când rata anuală a inflației de bază netă de această influență este proiectată la 2,3 la sută.

Contribuția cumulată a componentelor exogene sferei de acțiune a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 0,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2017 și de 0,8 puncte procentuale la finele anului viitor. Valorile, deși similare celor preconizate în raportul din luna februarie, reflectă influențe divergente ale componentelor. Astfel, dinamica prețurilor volatile ale alimentelor a fost revizuită semnificativ în sus în anul curent, în contextul unei restrângeri a producției de legume și fructe la nivel

european, în timp ce evoluția prețurilor combustibililor a fost revizuită în jos, cu precădere în anul 2017, pe fondul ritmului anual mai redus al prețului internațional al petrolului. Contribuția dinamicii prețurilor administrate la rata anuală a inflației este similară celei din raportul precedent.

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

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. În actuala conjunctură, relevanța incertitudinilor este asociată, preponderent, mediului intern, respectiv conduitei politicii fiscale și a celei a veniturilor.

Astfel, una din sursele de risc relevante la adresa inflației ar putea fi reprezentată de implementarea, în perioadele viitoare, a Legii-cadru privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice. Stadiul legislativ al acesteia este unul incipient, la data finalizării raportului aceasta aflându-se în dezbateri în Parlament. Efectele potențiale de accentuare a excesului de cerere din economie și, astfel, de generare a unor presiuni inflaționiste superioare ca amplitudine celor din scenariul de bază vor depinde în mod esențial de forma finală a legii, de etapizarea în timp a majorărilor salariale și de criteriile de condiționalitate a acestora. În plus, în condițiile preconizării în scenariul de bază a unei absorbții încă lente a fondurilor europene și a unei revigorări graduale a investițiilor interne, stimulii salariali suplimentari induși de aplicarea acestei legi ar putea implica acomodarea în continuare a cererii interne prin apelare la oferta de bunuri de consum din import, contribuind, astfel, la deteriorarea contului curent, cu influențe dificil de evaluat la acest moment asupra costurilor finanțării acestuia.

În ceea ce privește mediul extern, rămân relevante implicațiile pe care procesul *Brexit*, pe de o parte, și divergența dintre conduitele politicii monetare a Fed și a BCE, pe de altă parte, le vor avea asupra coordonatelor macroeconomice globale. Astfel, detaliile privind aranjamentele instituționale concrete care vor prevala în relația dintre UE și Marea Britanie nu sunt cunoscute la acest moment, în timp ce divergența dintre conduitele politicii monetare a Fed și a BCE este condiționată și de setul de politici economice adoptate de administrația SUA. De asemenea, necesită o monitorizare atentă evoluțiile în plan politic implicate de alegerile parlamentare prevăzute a avea loc în cursul acestui an în două dintre statele-pilon ale UE, respectiv Franța și Germania. Alte surse de risc care și-au păstrat relevanța și în runda curentă vizează evoluția viitoare a activității economice la nivel global, alimentată de incertitudinile cu privire la tracțiunea exercitată de economiile emergente, în special de către China.

În ceea ce privește riscurile induse de evoluția prețurilor materiilor prime internaționale, persistă incertitudini mai ales în privința evoluției prețului petrolului. În pofida înțelegerii între membrii OPEC și unii producători non-OPEC de a opera reduceri ale ofertei mondiale de petrol în vederea stopării scăderilor de preț,

producția de hidrocarburi prin mijloace neconvenționale din SUA a continuat să crească, dovedind că este rezilientă la niveluri reduse ale prețului petrolului. În aceste condiții, pe termen mediu, este posibilă acumularea unor rezerve excedentare de petrol la nivel mondial, cu implicații asupra persistenței pe intervale mai lungi de timp a nivelurilor scăzute ale prețurilor acestuia.

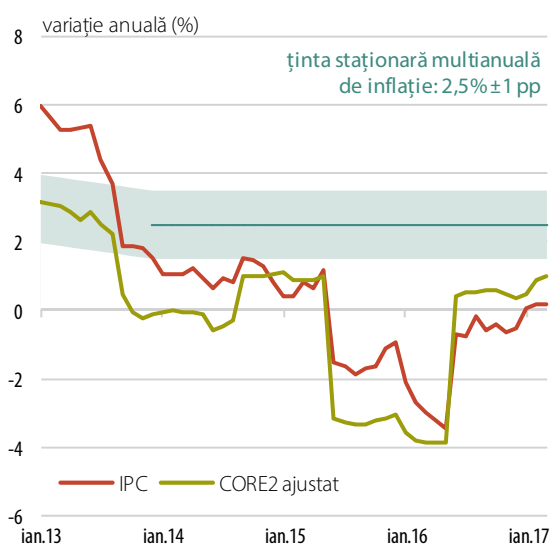
Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva creșterii progresive a ratei anuale a inflației pe întreg orizontul prognozei, dar pe o traiectorie mai joasă decât cea anticipată anterior, precum și riscurile la adresa ei, având ca surse conduita politicii fiscale și a celei de venituri, dar și incertitudinile legate de creșterea economică în zona euro și pe plan global, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 mai 2017, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea la $\pm 1,50$ puncte procentuale a coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară, continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelului actual al ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit. În același timp, date fiind reducerea creditului în valută, consolidarea rezervelor valutare peste nivelul adecvat, precum și îmbunătățirea structurii acestora, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 8 la sută de la 10 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2017. Măsura vizează continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale din statele membre ale Uniunii Europene.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a revenit în teritoriu pozitiv la începutul anului 2017 (0,18 la sută în luna martie, în creștere cu 0,72 puncte procentuale față de finele anului precedent), rămânând însă sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. Traectoria dinamicii anuale a prețurilor de consum a continuat să fie marcată de modificările operate la nivelul impozitării indirecte și al unor taxe nefiscale. Calculat la taxe constante, indicatorul a atins circa 1,2 la sută la sfârșitul primului trimestru, nivel superior cu 0,5 puncte procentuale celui din decembrie 2016. Tendința ascendentă a fost indusă de șocuri nefavorabile de natura ofertei, asociate unor evoluții externe (condiții meteorologice nefavorabile, acordul privind reducerea producției de țiței), acestea fiind reflectate rapid și puternic de componenta volatilă a coșului de consum. Pe plan intern, se menține presiunea exercitată de deschiderea graduală a excedentului de cerere agregată, însă transferul în prețurile de consum este încă limitat, sugerând o diminuare a elasticității inflației de bază la deviația PIB de la nivelul său potențial. În acest context, inflația de bază CORE2 ajustat a avut o evoluție benignă în prima parte a anului 2017, nivelul înregistrat în luna martie fiind similar celui din decembrie 2016 (1,2 la sută excluzând efectul scăderii cotei TVA de la începutul anului curent; Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



Sursa: INS, BNR

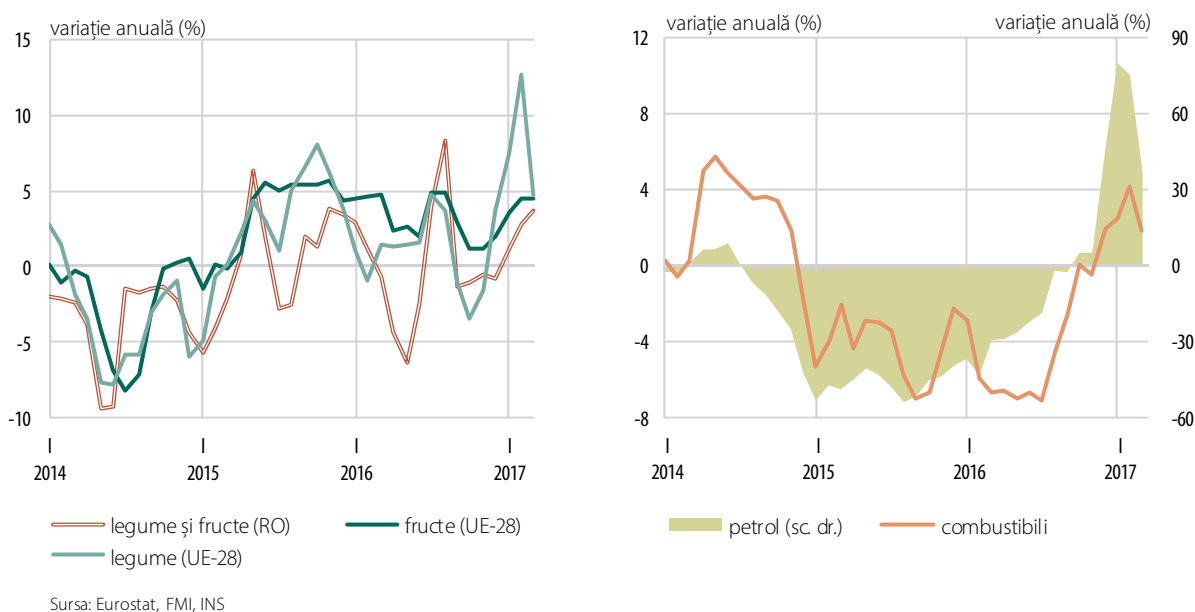
Traectoria urmată de rata anuală a inflației IPC a continuat să poarte amprenta modificărilor operate la nivelul impozitării indirecte, efectul de bază asociat reducerii cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută în ianuarie 2016 fiind compensat aproape integral de noi scăderi ale TVA și accizelor și de eliminarea unor taxe nefiscale, cu un impact cumulativ de aproximativ -1 punct procentual. Astfel, în luna ianuarie 2017 a fost operată o nouă reducere a cotei standard a TVA (până la 19 la sută), măsură care a afectat mai mult de jumătate din coșul de consum, impactul asupra ratei anuale a inflației fiind evaluat la circa -0,3 puncte procentuale. În ceea ce privește gradul de transmisie în prețuri, acesta a fost relativ ridicat (aproximativ 70 la sută, similar episodului din anul 2016), având în vedere dimensiunea redusă a ajustării, frecvența măsurilor de acest tip în ultimii 2 ani și faza actuală de expansiune a ciclului economic, un posibil factor explicativ fiind reprezentat de intensificarea presiunii

conurențiale din piață. Alte modificări de taxe relevante pentru inflația IPC, cu o contribuție negativă de 0,7 puncte procentuale, au vizat eliminarea supraaccizei de 7 eurocenți pe litru de carburanți în luna ianuarie, respectiv a taxei radio-tv și

a celei pentru eliberarea pașapoartelor în luna februarie 2017; aceasta din urmă reprezintă, de altfel, principala explicație a menținerii ratei anuale de creștere a prețurilor administrate la nivelul pronunțat negativ din decembrie 2016 (-4,8 la sută).

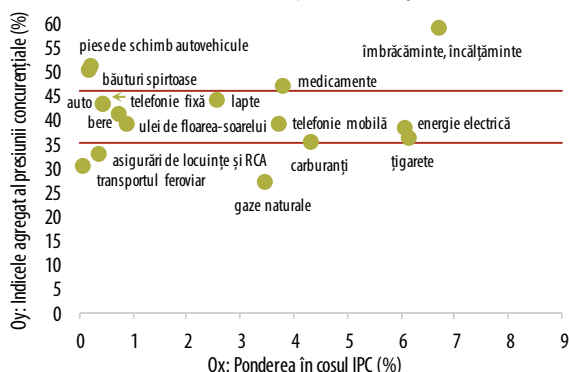
Creșteri mai alerte ale prețurilor de consum s-au observat pe parcursul trimestrului I la nivelul componentei volatile a coșului de consum. Astfel, restrângerea producției de legume și fructe la nivel european, pe fondul condițiilor meteorologice nefavorabile de la începutul anului, a condus la accelerarea progresivă a dinamicii anuale a prețurilor LFO, nivelul atins la finele intervalului (4,1 la sută) depășindu-l cu aproape 5 puncte procentuale pe cel din decembrie 2016. În același sens au evoluat prețurile interne ale combustibililor, creșterea cotației petrolului pe piețele internaționale, ulterior acordului privind reducerea producției încheiat la finele anului anterior de OPEC, la care au aderat și alte state producătoare din afara organizației, menținând rata anuală a acestora la valori pozitive chiar și după eliminarea supraaccizei și scăderea cotei TVA (1,8 la sută în luna martie, respectiv 6,7 la sută considerând taxele constante; Grafic 1.2).

Grafic 1.2. Prețurile componente volatile a coșului de consum



Tendința de lărgire a excedentului de cerere agregată a fost prezentă și în primul trimestru al anului 2017, inflația de bază CORE2 ajustat (exclusiv efectul de runda I al reducerii cotei TVA) menținându-se totuși relativ stabilă, cu valori în intervalul 1,1-1,2 la sută. Comportamentul moderat al inflației de bază, chiar în condițiile inversării poziției ciclice a economiei și ale majorării graduale a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial, a constituit de altfel o caracteristică a întregului an 2016, sugerând o diminuare a intensității relației existente între inflație și surplusul/deficitul de cerere agregată din economie (Casetă 2). Fenomenul poate fi asociat, în bună măsură, creșterii importanței relative a importurilor în acomodarea cererii de consum interne (facilitate de diferențialul favorabil de preț – Casetă 1) și, prin urmare, accentuării relevanței factorilor externi pentru evoluția inflației interne. Totodată, piața locală a bunurilor de larg consum pare a fi puternic concurențială, un prim indiciu în acest sens fiind extinderea agresivă a marilor lanțuri de magazine, comerțul modern ajungând să dețină în 2016 poziția dominantă în piață (aproape

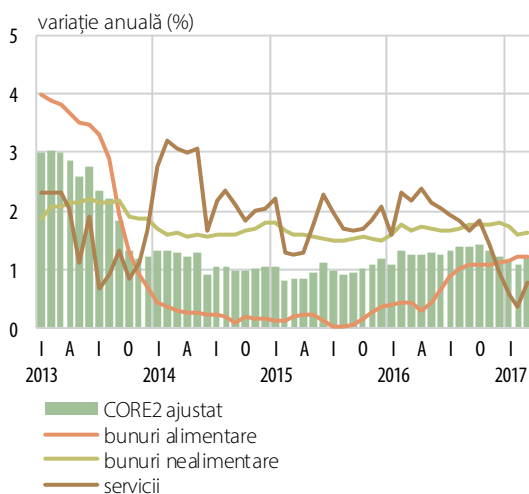
Grafic 1.3. Presiunea concurențială în ramuri relevante pentru coșul de consum



Notă: Sectoarele în care indicele are o valoare superioară cuartilei Q3=46% sunt considerate a fi cele mai înclinare către manifestarea liberă a concurenței, în timp ce industriile cu o valoare a indicelui inferioară cuartilei Q1=35% sunt cele înclinare spre comportamente anticoncurențiale.

Sursa: Evoluția Concurenței în sectoare-cheie 2016, Consiliului concurenței, INS, calcule BNR

Grafic 1.4. Inflația de bază CORE2 ajustat



Notă: Variațiile anuale exclud efectul direct al reducerilor cotelor TVA.

Sursa: INS, estimări BNR

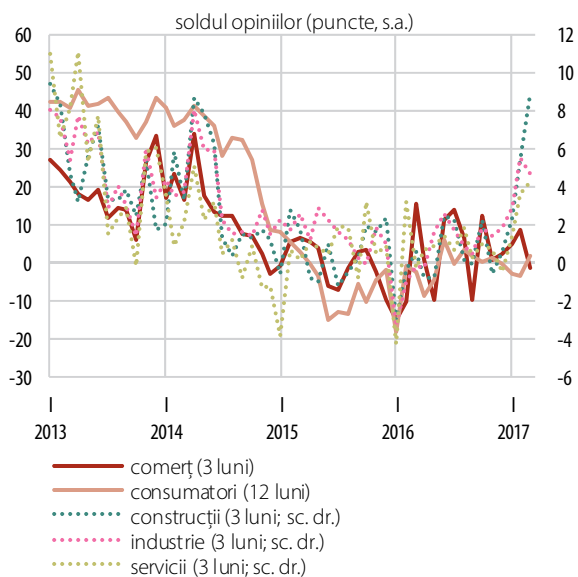
60 la sută din valoarea vânzărilor, potrivit GfK). Competiția ridicată pe diferite segmente de piață reprezentative pentru coșul de consum este relevantă și de indicele agregat al presiunii concurențiale calculat de Consiliul concurenței¹, exemple ilustrative fiind comercializarea articolelor de îmbrăcăminte și de încălțăminte, procesarea și comercializarea laptelui și serviciile de telecomunicații, cu o pondere cumulată de peste 30 la sută în coșul inflației de bază și valori ale indicelui plasate cu mult peste sau în proximitatea celei de-a treia cuartile (Grafic 1.3).

În cadrul inflației CORE2 ajustat, majorări de preț ceva mai pronunțate comparativ cu finele anului anterior s-au remarcat doar în cazul alimentelor procesate (+0,1 puncte procentuale, până la 1,2 la sută în martie), fiind concentrate, în esență, la nivelul grupelor de produse lactate și preparate din carne. Evoluția a fost susținută de diminuarea în continuare a supraofertei pe piața europeană – potrivit datelor publicate de Comisia Europeană, în anul 2016 a avut loc o restrângere a ofertei la nivelul blocului comunitar, îndeosebi ca urmare a implementării schemei de reducere voluntară a producției, concomitent cu o extindere a cererii, inclusiv din afara spațiului european. Relativa intensificare a inflației pe segmentul alimentar a fost însă compensată în întregime de atenuarea dinamicii anuale a prețurilor bunurilor nealimentare (până la 1,6 la sută în luna martie), respectiv a celei aferente tarifelor serviciilor de piață (până la 0,8 la sută). În ultimul caz, un rol decisiv a revenit unei noi ajustări descendente a prețului polițelor RCA, în contextul introducerii tarifelor maxime în luna noiembrie 2016, concomitent cu înghețarea primelor aflate sub acest nivel în intervalul noiembrie 2016 – mai 2017 (Grafic 1.4).

Așteptările privind inflația ale analiștilor bancari s-au menținut în linii mari pe o pantă ascendentă la începutul anului 2017, depășind ușor nivelul țintei de inflație de 2,5 la sută, pe un orizont de prognoză cuprins între 1 și 2 ani. O relativă creștere a prețurilor pe termen scurt (orizont de 3 luni) pare să se contureze și în industrie, construcții și servicii, conform răspunsurilor formulate de agenții economici la sondajul realizat de DG ECFIN. Cu privire la sectorul comercial însă, atât opiniile

¹ Raport privind evoluția concurenței în sectoare-cheie, ediția 2016.

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



operatorilor din comerț, cât și cele ale consumatorilor indică mai degrabă o stagnare a prețurilor pe un interval de 3 luni, respectiv 1 an (Grafic 1.5).

Rata medie anuală a IAPC s-a menținut pe trendul ascendent consemnat încă de la jumătatea anului anterior, când au început să iasă gradual din calculul acesteia variațiile anuale afectate de prima reducere a cotei TVA din iunie 2015, atenuându-și valoarea negativă până la -0,5 la sută în luna martie. Totodată, avansul înregistrat a determinat o diminuare a ecartului față de media UE, până la 1,2 puncte procentuale în luna martie.

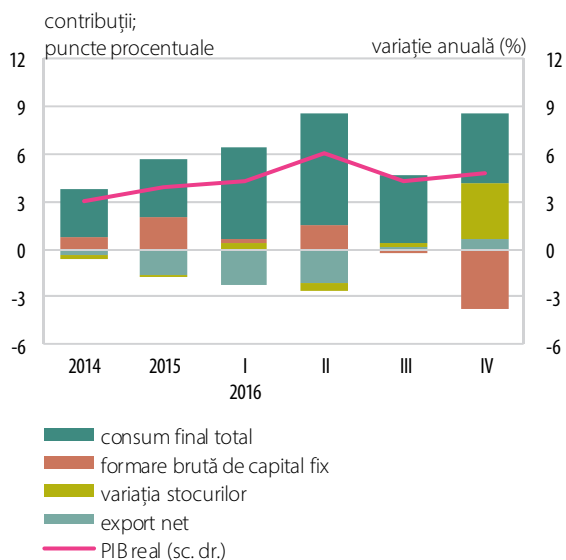
Variația anuală a prețurilor de consum s-a plasat la finele trimestrului I în linie cu prognoza publicată în ediția din februarie a Raportului asupra inflației.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

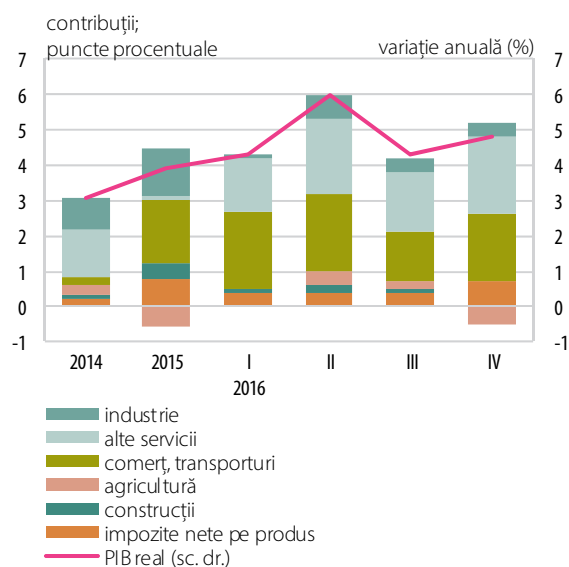
Activitatea economică și-a continuat creșterea alertă în trimestrul IV (4,8 la sută), astfel încât pe ansamblul anului 2016 dinamica PIB real a atins cel mai înalt nivel din perioada postcriză. Similar intervalelor precedente, cererea de consum a reprezentat principalul pilon, dar s-a remarcat, în același timp, ameliorarea contribuției sectorului extern, redresarea economiilor europene antrenând dinamizarea exporturilor și inversarea decalajului nefavorabil de ritm comparativ cu importurile (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Cererea



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.2. Oferta

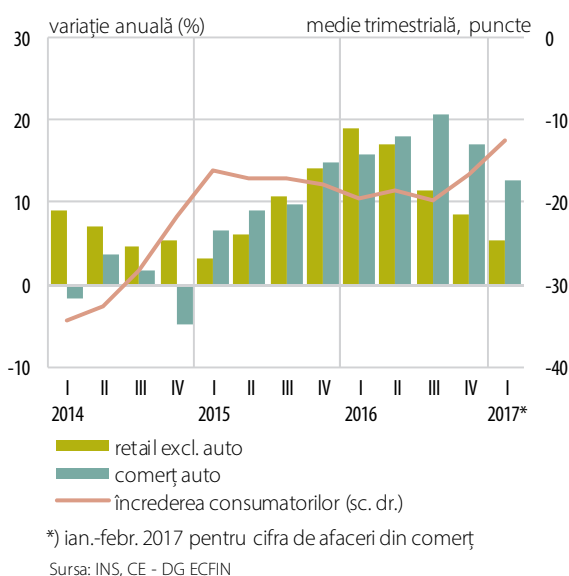


Sursa: INS, calcule BNR

Pe parcursul întregului an, cererea de consum s-a situat pe o traiectorie ascendentă, sub impulsul măsurilor de relaxare a politicii fiscale și a celei de venituri, precum și al îmbunătățirii condițiilor pe piața muncii (atât din perspectiva salariilor, cât și a ocupării). Cu toate acestea, în semestrul II rata anuală de creștere s-a atenuat – în bună măsură ca urmare a disipării efectului asociat modificării cotei TVA în iunie 2015 pe segmentul alimentar, iar în ultimul trimestru și pe fondul creșterii mai lente a vânzărilor de carburanți, inclusiv ca reacție a cererii la majorarea prețului (Grafic 2.2). În consecință, avansul înregistrat de consumul final al populației în perioada octombrie-decembrie 2016 (6,3 la sută în termeni anuali, asemănător celui din intervalul precedent) a fost cu circa 2 puncte procentuale sub media aferentă trimestrelor I-II. Acesta rămâne totuși relativ alert, caracteristică ce se va menține, probabil, în următoarele luni, așa cum sugerează îmbunătățirea încrederii

consumatorilor până la niveluri comparabile cu cele din perioada precriză (în corelație cu majorările salariale operate la început de an, dar și cu creșterea în continuare a gradului de ocupare a forței de muncă). În plus, în ianuarie-februarie 2017 volumul creditelor noi pentru consum și alte scopuri a continuat să se majoreze, confirmând perspectiva favorabilă privind cererea pentru creditul de consum la nivelul trimestrului I, relevată de rezultatele celui mai recent Sondaj BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației.

Grafic 2.3. Activitatea comercială și încrederea populației



Deși volumul cifrei de afaceri din comerț și-a atenuat rata anuală de creștere și în primele 2 luni ale anului curent, evoluția a fost mai curând conjuncturală, asociată condițiilor climatice adverse care au inhibat apetitul pentru consum, inclusiv pe seama costurilor mai ridicate asociate facturilor pentru utilități (Grafic 2.3). În perioada următoare, este probabilă o inversare de tendință, existând indicii în acest sens pentru cele mai importante grupe de mărfuri. Este, de exemplu, cazul segmentului bunurilor pentru dotarea locuinței – a cărei perspectivă este corelată cu avansul pieței rezidențiale – dar și al comerțului auto (informațiile din piață² indică faptul că achizițiile de autoturisme noi au consemnat un record pentru luna februarie a ultimilor 8 ani, iar cererea de autovehicule rulate a primit un impuls puternic odată cu eliminarea timbrului de mediu, începând cu aceeași lună). Așteptări optimiste se conturează și în privința comerțului cu bunuri de uz curent – vânzările de

carburanți vor beneficia de suportul oferit de creșterea robustă a parcului auto, în timp ce pe segmentul comerțului cu alimente și alte bunuri de larg consum, majorarea puterii de cumpărare a populației va antrena extinderea în continuare a lanțurilor de comerț modern, o atenție sporită urmând a fi acordată penetrării zonei rurale, considerată din ce în ce mai atractivă.

În trimestrul IV 2016, soldul bugetului general s-a readâncit în teritoriul negativ (-14,6 miliarde lei, corespunzător unui deficit de 1,9 la sută din PIB), după ce în cele 3 luni anterioare acesta fusese ușor excedentar (0,2 miliarde lei), execuția bugetară menținându-și, astfel, *pattern*-ul anual puternic asimetric^{3,4}. Evoluția s-a produs în condițiile în care veniturile bugetare au fost cvasiconstante în raport cu precedentul trimestru⁵ (declinul încasărilor din venituri nefiscale, impozite și taxe pe proprietate, accize și TVA fiind compensat de sporirea celor provenite din impozitul pe profit și din cel pe salarii și venit, precum și din contribuții de asigurări), în timp ce cheltuielile

² Conform Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile (APIA).

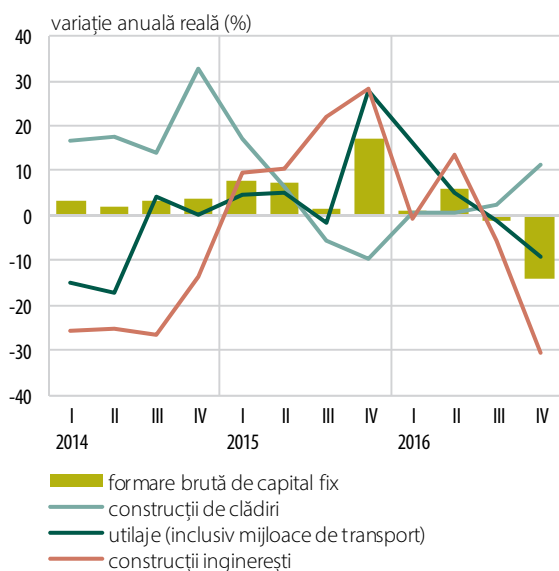
³ Acesta s-a atenuat oarecum față de anul anterior, în condițiile în care în ultimul trimestru din 2015 se consemnase un sold negativ de -15,8 miliarde lei (respectiv un deficit de 2,2 la sută din PIB), față de un surplus de aproximativ 2 miliarde lei (0,3 la sută din PIB) în trimestrul anterior (pentru 2015 au fost utilizate datele finale publicate de MFP).

⁴ Pe ansamblul întregului an, deficitul bugetar a atins 18,3 miliarde lei (2,4 la sută din PIB), fiind substanțial mai mare decât cel aferent anului 2015 (9,6 miliarde lei, respectiv 1,4 la sută din PIB).

⁵ În termeni anuali, veniturile bugetare au înregistrat o scădere de 10,0 la sută în trimestrul IV (față de o variație de -1,3 la sută în trimestrul anterior), în principal ca efect al diminuării în termeni relativi a sumelor primite de la UE.

bugetare au înregistrat o majorare semnificativă față de precedentele 3 luni⁶. Aceasta s-a localizat cu precădere la nivelul componentei destinate bunurilor și serviciilor, precum și al cheltuielilor de capital, respectiv al celor finanțate din fonduri externe nerambursabile.

Grafic 2.4. Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

Formarea brută de capital fix a avut o contribuție negativă la creșterea PIB real pe ansamblul anului 2016 (-0,8 puncte procentuale), în contextul în care traiectoria ascendentă din prima jumătate a perioadei s-a inversat ulterior, rezultatul cel mai modest consemnându-se în trimestrul IV (-14,2 la sută în termeni anuali) – Grafic 2.4. Principala contribuție la scăderea din ultima parte a anului a revenit construcțiilor în domeniul infrastructurii, la care s-a adăugat restrângerea tot mai pronunțată a achizițiilor de utilaje, iar semne de redresare nu sunt vizibile nici în următoarele luni, pe niciunul dintre segmente. Aceste evoluții au fost parțial contrabalansate de extinderea alertă a construcțiilor de locuințe, iar perspectiva favorabilă a acestei componente este de natură să conducă la temperarea semnificativă a declinului la nivelul întregului segment al investițiilor în construcții.

Astfel, volumul lucrărilor ingineresti s-a restrâns cu 30,7 la sută comparativ cu ultimul trimestru al anului 2015, datele privind execuția bugetară relevând evoluții nesatisfăcătoare inclusiv în cazul finanțării de proiecte din fonduri europene, iar panta descrescătoare se menține și în primele 2 luni ale anului curent (-19,8 la sută în termeni anuali). În ceea ce privește investițiile în echipamente (inclusiv autovehicule cumpărate de companii și instituții publice), evoluția tot mai slabă înregistrată pe parcursul anului 2016 (culminând în trimestrul IV cu o reducere de volum de 9,3 la sută în termeni anuali) se regăsește la nivelul ambelor surse interne de finanțare. Astfel, rata (capacitatea) de autofinanțare în sectorul companiilor nefinanciare⁷ s-a plasat în anul 2016 sub media ultimilor ani, iar dinamica reală a creditelor pentru echipamente s-a atenuat gradual, apropiindu-se de zero în intervalul octombrie-decembrie. Pentru acest din urmă indicator, debutul anului 2017 nu a marcat nicio schimbare, stagnarea cererii de credite din partea firmelor fiind posibil să caracterizeze întregul trimestru I, potrivit rezultatelor Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației. În același timp însă, se remarcă susținerea mai pronunțată de care a beneficiat economia românească din partea capitalului străin, în condițiile în care influxurile nete sub forma investițiilor directe au crescut cu 1 miliard euro (ajungând la 3,9 miliarde euro – valoare record pentru perioada postcriză).

⁶ În termeni anuali, cheltuielile au scăzut însă cu 9,4 la sută, în principal ca urmare a amplei contracții a componentei aferente proiectelor finanțate din fonduri externe nerambursabile; cea din urmă a reflectat inclusiv puternica creștere pe care o consemnaseră acestea în trimestrul IV 2015, în condițiile în care finele anului reprezenta termenul limită de eligibilitate a cheltuielilor efectuate de beneficiari pentru proiectele aferente cadrului financiar multianual 2007-2013.

⁷ Indicator calculat pe baza datelor de conturi naționale, ca raport între economisirea brută și formarea brută de capital fix, la nivelul sectorului „societăți nefinanciare”.

În schimb, construcțiile de clădiri și-au consolidat trendul ascendent, accelerarea semnificativă a ritmului anual de creștere (până la 11,4 la sută, de 5 ori mai rapid decât cel din trimestrul III) fiind atribuită segmentului rezidențial; pe segmentul nerezidențial, volumul lucrărilor s-a menținut în linia modestă în care s-a înscris de la începutul anului analizat. Pe ansamblul anului precedent, volumul construcțiilor de locuințe s-a majorat cu peste 12 la sută, iar intensificarea acestui ritm în primele 2 luni din 2017, însoțită de creșterea alertă înregistrată de suprafața autorizată în vederea construirii, inclusiv la începutul anului curent, sugerează menținerea acestui trend în perioada următoare. Un indiciu favorabil este furnizat și de rezultatele sondajului INS/DG ECFIN, care reflectă îmbunătățirea, pe parcursul anului anterior și în trimestrul I 2017, a așteptărilor populației privind investițiile în construirea/cumpărarea unei locuințe sau în amenajarea celei existente în următoarele 12 luni.

Cu toate că la nivelul întregului an 2016 sectorul extern a avut un aport negativ la creșterea economică, trimestrul IV s-a remarcat prin reintrarea în teritoriul pozitiv a ecartului dintre ritmurile anuale ale exporturilor și importurilor, după ce în prima jumătate a anului ratele înalte de creștere a absorbției interne au alimentat dominanța importurilor, iar în trimestrul III acest diferențial a fost aproximativ nul.

Finalul de an a consemnat o consolidare a forței de tracțiune a exporturilor de bunuri, care și-au accelerat rata anuală de creștere până la 11,7 la sută, evoluție la care au contribuit însă și factori conjuncturali, asociați programării unor lucrări de revizie în industria prelucrării țigăiului în intervale diferite în 2015 și 2016.

Dintre domeniile cu evoluții robuste pe un interval mai îndelungat, accelerări de dinamică anuală ale încasărilor din exporturi au înregistrat în trimestrul IV industria mobilei (până la 13,9 la sută), dar mai ales industria cauciucului și a maselor plastice (până la 17,5 la sută), în ultimul caz o influență favorabilă exercitând pe tot parcursul anului avansul pieței auto la nivel european⁸. Vânzările externe de echipamente electrice și respectiv de mijloace de transport și accesorii și-au temperat ritmurile de creștere, care continuă să se plaseze totuși în plaja valorilor de două cifre; în cel din urmă sector, aportul decisiv la evoluția robustă a venit segmentului de piese auto, semnalele din piață indicând menținerea interesului producătorilor străini pe această zonă.

O performanță notabilă au consemnat în continuare exporturile de materii prime agricole (cereale și plante oleaginoase), volumul livrărilor externe majorându-se în trimestrul IV cu 30 la sută și respectiv 19 la sută, pe fondul unui an agricol favorabil.

Pe termen scurt, perspectiva de evoluție a cererii externe este optimistă, principalele indicii în acest sens fiind creșterea în continuare a PIB la nivelul zonei euro, potrivit prognozei CE pentru primele 2 trimestre ale anului curent, dar și consolidarea indicatorului de încredere la nivelul UE-28. În ceea ce privește așteptările producătorilor

⁸ Creșterea a numărului înmatriculărilor în anul 2016 cu 6,8 la sută în cazul autoturismelor, respectiv cu 11,9 la sută în cel al vehiculelor comerciale, conform datelor ACEA.

locali cu privire la portofoliul de comenzi din exterior, sondajul INS/DG ECFIN indică îmbunătățiri pentru majoritatea ramurilor industriale reprezentative la export (mijloace de transport, echipamente electrice, mașini și utilaje, mobilă, metalurgie).

Accelerarea exporturilor a oferit un impuls achizițiilor de bunuri de pe piețe internaționale, a căror dinamică anuală a crescut cu 1,6 puncte procentuale, până la 8,9 la sută (variație reală). În acest sens, evoluția poate fi atribuită în măsură semnificativă intensificării importurilor de petrol brut, care s-au majorat cu aproape 40 la sută, ulterior contracției din trimestrul III, în corelație cu reluarea în parametri

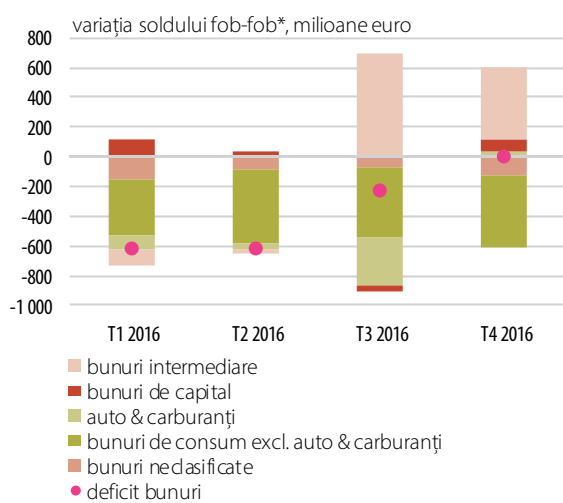
ameliorați a activității din sectorul de rafinare.

O creștere consistentă s-a observat și pentru importurile de gaze naturale, asociată în bună măsură distorsiunilor create în piață de taxa specială pe veniturile suplimentare ale producătorilor de gaze, în condițiile în care prețurile pieței au scăzut sub nivelul minim fixat normativ pentru calculul respectivei taxe.

Un stimul adițional a oferit importurilor dinamica pozitivă a cererii de consum, a cărei decelerare de ritm s-a repercutat totuși asupra achizițiilor din exterior, astfel că în trimestrul IV dinamica reală a importurilor de bunuri de consum a coborât la circa 10 la sută (tendință regăsită la cele mai multe dintre grupele componente). Pe fondul acestei rate încă înalte de creștere a importurilor, balanța bunurilor de consum a continuat să se erodeze în termeni anuali, menținându-și influența negativă asupra deficitului

comercial (Grafic 2.5; Caseta 1). Influența nefavorabilă a acestei evoluții asupra echilibrului extern a fost însă din nou contrabalansată de eferescența încasărilor nete din servicii, cu contribuția notabilă a componentelor IT&C și alte servicii pentru afaceri.

Grafic 2.5. Modificarea balanței bunurilor față de trimestrul similar al anului anterior



*) exclusiv bunurile fabricate în sistem lohn

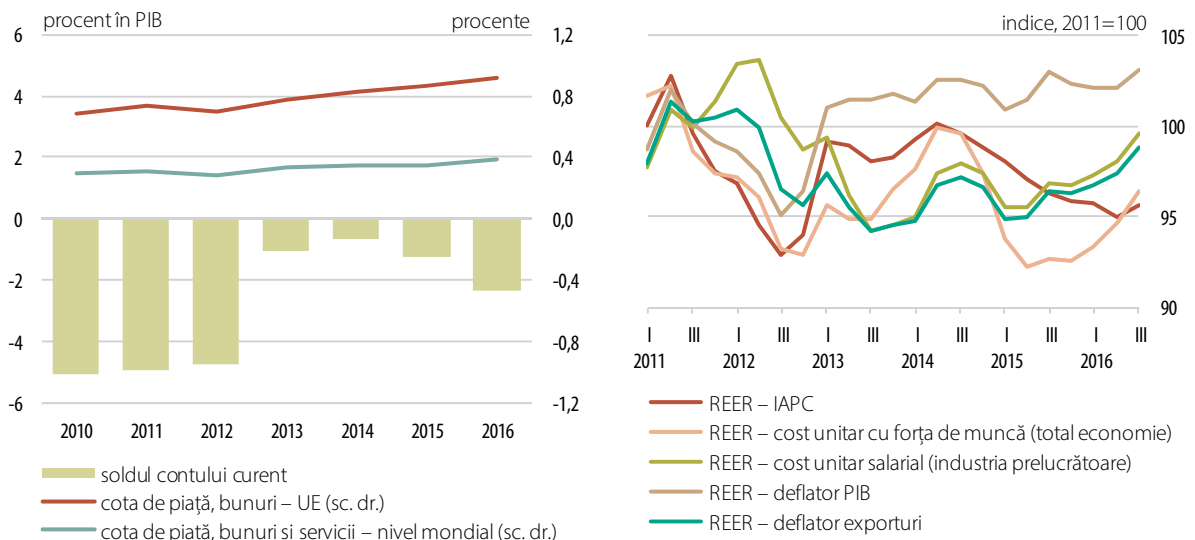
Sursa: Eurostat, calcule BNR

Caseta 1. Competitivitatea prin preț a principalelor grupe și ramuri industriale

Cursul de schimb real efectiv (REER), instrumentul standard de analiză a competitivității prin preț, surprinde poziționarea relativă, în termeni de prețuri sau costuri, a operatorilor economici autohtoni față de competitorii străini pe diverse piețe de desfacere. În practica macroeconomică s-a impus utilizarea indicatorului la nivel agregat, cu avantajul că oferă o imagine sintetică, dar care, dincolo de provocările de ordin metodologic asociate determinării sale, poate ascunde tendințe divergente în structură, o bună parte din șocurile care afectează sectoarele economice având un caracter specific. O deteriorare a competitivității prin preț este de așteptat, cel puțin în plan teoretic, să se regăsească în erodarea balanței contului curent și/sau în cea a cotei de piață a exporturilor.

Evoluția acestor indicatori în perioada recentă în România a transmis însă semnale contradictorii cu privire la poziția competitivă a economiei, dinamica modestă a REER tradițional fiind puțin informativă în acest sens, indiferent de măsura de preț utilizată (Grafic A); cel mai relevant în acest sens este cazul indicatorului calculat pe baza IPC/IAPC, măsuri de preț cu o traiectorie marcată în ultimii ani de modificări frecvente și ample ale impozitării indirecte, care distorsionează interpretarea din punct de vedere al competitivității. Caseta de față completează cadrul de analiză a competitivității prin preț prin fundamentarea și prezentarea unor măsuri de curs de schimb real efectiv pe mari grupe și ramuri industriale, indicatori care permit o mai bună evaluare a poziției competitive a fiecărui sector, având totodată capacitatea de a semnala eventuale vulnerabilități.

Grafic A. Indicatori ai poziției competiționale



Sursa: Comisia Europeană, Eurostat, BNR

Notă: Evoluție ascendentă/descendentă – apreciere/deprecieri.

Metodologie

Similar conceptual indicatorului definit la nivel macroeconomic, REER sectorial reprezintă o agregare de cursuri reale bilaterale, dintre economia analizată (cea românească, în cazul de față) și competitorii acesteia:

$$REER_i = \prod_{j=1, i \neq j}^J \left(\frac{S_i P_i}{S_j P_j} \right)^{W_{i,j}},$$

unde: S_i și S_j reprezintă cursurile de schimb nominale ale economiilor i și j exprimate în euro, P_i și P_j sunt indicii de preț, iar $W_{i,j}$ reprezintă ponderea economiei j în calculul REER pentru țara i . Cu excepția cursurilor nominale, toate variabilele din relația anterioară, implicit cursul de schimb real rezultat, au specific sectorial (aspect omis în notații, pentru simplificare). Ca atare, ponderea deținută de fiecare partener comercial va depinde de caracteristicile fiecărei industrii, în unele cazuri fiind mai relevanți anumiți competitori sau anumite piețe de desfacere. Includerea unui număr cât mai ridicat de parteneri contribuie evident la îmbunătățirea semnalului transmis de indicator, fiind însă limitat de disponibilitatea și/sau

calitatea datelor⁹; ilustrativ în acest sens este cazul Chinei, economie deosebit de importantă în analiza competitivității în ramuri precum industria metalurgică și industria ușoară, dar pentru care este dificil de obținut întregul set de informații necesare în calculul REER sectorial. În ceea ce privește distincția dintre evaluarea profilului competitiv pe piața internă comparativ cu cea internațională, există scheme alternative de ponderare (Klau și Fung, 2006): (i) presiunea pe piața autohtonă poate fi surprinsă prin ponderea importurilor fiecărui partener comercial în total importuri, în timp ce (ii) ponderarea dublă a exporturilor reflectă suma presiunilor generate de fiecare competitor pe fiecare piață comună de desfacere¹⁰.

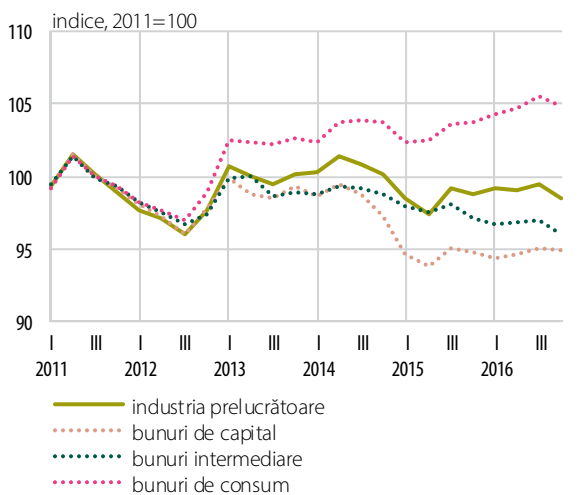
Cu toate că pentru calculul REER la nivel macroeconomic pot fi utilizați mai mulți indicatori de preț sau de cost, abordării sectoriale îi corespunde un set mai restrâns de opțiuni, una dintre acestea fiind indicele prețurilor producției industriale (IPPI). Alegerea acestui deflator a avut la bază în primul rând considerente legate de calitatea și disponibilitatea datelor: frecvență ridicată, interval mai scurt de publicare, revizuirii limitate, volatilitate, în general, mai scăzută. În plus, chiar la nivel agregat, IPPI are avantajul că reflectă mai bine costurile companiilor (comparativ cu ULC), respectiv prețurile bunurilor comercializabile pe piețele externe (față de IPC). Pentru a evita distorsiunile induse de posibile politici diferențiate de stabilire a prețului pe diverse piețe (inclusiv un eventual apel la practici neloiale), a fost utilizat indicatorul corespunzător producției totale – practic, o medie a prețurilor aplicate pe piața externă și pe cea internă. O limitare importantă a utilizării IPPI

este dată însă de faptul că restrânge analiza competitivității prin preț la activitatea industrială, pierzând astfel din vedere serviciile tranzacționabile – rolul acestora din urmă în economia românească a crescut considerabil în ultimii ani, din perspectiva fluxurilor externe și a valorii adăugate create.

Rezultate

Analiza evoluției REER aferent marilor grupe industriale relevă tendințe divergente în structură, mai ales începând cu anul 2014 (Grafic B). Astfel, industria bunurilor de consum a pierdut constant competitivitate prin preț, dar influența nu este vizibilă la nivel agregat, fiind compensată de câștigurile de competitivitate de pe segmentul bunurilor de capital până în anul 2015, respectiv al bunurilor intermediare ulterior.

Grafic B. REER pe mari grupe industriale – competiție pe piața externă



Notă: Evoluție ascendentă/descendentă – apreciere/deprecieri.

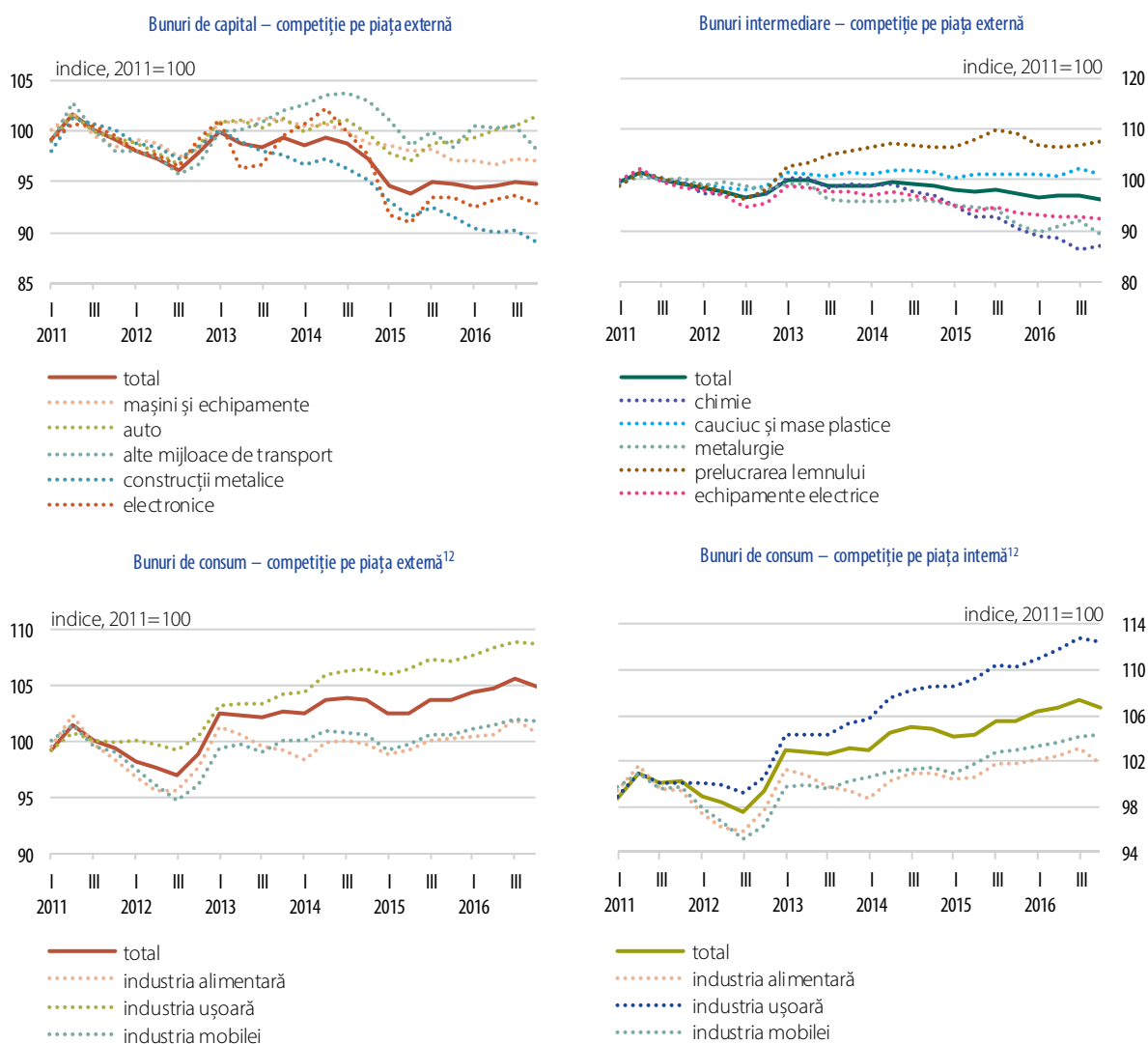
Sursa: Eurostat, WIOD, institute naționale de statistică, calcule BNR

⁹ În cadrul acestei analize, pentru REER calculat la nivelul marilor grupe industriale, precum și la nivel de diviziuni CAEN, mulțimea competitorilor este formată din țările comunitare, mai puțin Luxemburg, Malta și Cipru, la care s-au adăugat următoarele economii extracomunitare: Elveția, Japonia, Norvegia, SUA și Turcia. În ceea ce privește indicatorul calculat pentru industria prelucrătoare în ansamblu, setul de competitori a fost suplimentat cu Rusia și China.

¹⁰ Seriile de date privind producția industrială la nivelul de dezagregare necesar pentru reconstituirea marilor grupe industriale (MIG) au fost approximate pe baza structurii exporturilor fiecărei diviziuni CAEN (fiind utilizate informații la nivel de grupă CAEN).

Tabloul de analiză devine și mai eterogen la următorul pas de dezagregare, respectiv la nivelul diviziunilor CAEN. Astfel, câștigurile din zona bunurilor intermediare sunt generate de industria chimică, cea metalurgică și cea a echipamentelor electrice. Redresarea competitivității celor două mari ramuri energofage este asociată, probabil, unor profunde restructurări ale activității și investițiilor în eficientizare, mai ales în plan energetic, pe fondul avansării procesului de liberalizare a pieței; începând cu 2015, nu poate fi ignorat însă și impactul pozitiv pe care scutirea parțială (cu până la 85 la sută) de la plata certificatelor verzi l-a exercitat asupra costurilor energetice ale operatorilor de profil. În industria chimică, se remarcă performanța (pe piața internă și externă) a unuia dintre principalii producători de îngrășăminte chimice, în timp ce competiția acerbă din partea Chinei a determinat reacții ample ale operatorilor din industria metalurgică pentru a se menține pe piață. În ceea ce privește industria echipamentelor electrice, avantajul de competitivitate prin cost a potențat intensificarea fluxurilor de investiții străine directe în ultimii ani, impactul pozitiv al acestora regăsindu-se inclusiv pe piața muncii – menținerea unei rate anuale pozitive a angajărilor în industrie în anul 2016 și începutul lui 2017 este susținută preponderent de acest domeniu de activitate. Pe segmentul bunurilor de capital se remarcă faptul că tendința de apreciere sau depreciere este imprimată de industria producătoare de mijloace de transport rutier. În acest caz, pierderea de competitivitate din ultimii 2 ani poate fi atribuită tensionării progresive a pieței muncii, recrutarea de personal calificat corespunzător devenind foarte dificilă, mai ales în condițiile în care capacitatea de extindere în alte regiuni ale țării (în prezent activitatea se concentrează în partea de centru și vest) este limitată de absența progreselor în dezvoltarea infrastructurii rutiere (Grafic C).

Trebuie menționat, totodată, că activitatea unor domenii industriale importante (în speță, industria auto și ramurile conexe), incluse în cele două mari grupe industriale prezentate, este puternic integrată în rețelele internaționale de valoare adăugată, pentru care relevanța REER este mai redusă din cel puțin două motive: (i) conținutul de importuri face ca o depreciere reală prin canalul nominal să aibă dublu efect: ieftinirea produselor finale, dar și scumpirea *input*-urilor; (ii) modul de definire a indicatorului nu permite distincția între partenerii din cadrul rețelei și competitorii efectivi. De altfel, sub influența consolidării rețelelor internaționale de producție, diminuarea relevanței REER tradițional în explicarea evoluției cotei de piață nu caracterizează doar economia națională (EFIGE, 2012, CompNet, 2015). Chiar dacă mai greu de surprins prin intermediul REER (prin construcție, indicator de dinamică, nu de nivel), competitivitatea prin cost a economiei autohtone a reprezentat unul dintre principalii factori de atragere a investițiilor din domeniu, majorarea cotei de piață la export datorându-se în bună măsură acestora.

Grafic C. REER pe mari grupe industriale – detaliu¹¹

Notă: Evoluție ascendentă/descendentă – apreciere/depreciere.

Sursa: Eurostat, WIOD, institute naționale de statistică, calcule BNR

Evoluția care iese însă în evidență este aprecierea continuă a REER în industria producătoare de bunuri de consum începând cu anul 2014. Tendința nu poate fi disociată de creșterea alertă a salariului minim brut pe economie, aceste ramuri utilizând intensiv factorul muncă, mai ales cu un grad scăzut de pregătire. Dacă în cazul industriei mobilei, competitivitatea prin preț este mai puțin relevantă, jucătorii de profil creându-și avantajul competitiv prin produse de o calitate superioară (destinate în special piețelor externe), pentru industria ușoară și cea alimentară este probabil unul din elementele-cheie ale vânzărilor. Competitivitatea limitată a acestora din urmă a devenit evidentă în anul 2016, odată cu stimularea

¹¹ Pentru fiecare mare grupă industrială, ramurile reprezentate nu constituie o dezagregare exactă a acesteia. Un exemplu în acest sens este fabricarea de produse chimice, care cuprinde producție de bunuri intermediare, dar și de bunuri de consum (de exemplu, produse de îngrijire personală).

¹² Traiectoriile diferite ale REER pentru bunurile de consum pe cele două piețe se datorează, în esență, ponderilor mai mari deținute de Polonia și Ungaria în importurile României comparativ cu exporturile.

puternică a cererii de consum, producătorii autohtoni pierzând tot mai mult teren în fața importurilor mai ieftine (Grafic C). Problema transcende însă dimensiunea competitivității prin preț, putând fi asociată în bună măsură și unor factori non-preț, între care: (i) capacitatea limitată a producătorilor autohtoni de a pătrunde în lanțul de producție asociat rețelelor moderne de comerț; (ii) varietatea redusă a produselor, în condițiile diversificării continue a cerințelor consumatorilor; (iii) personal insuficient sau inadecvat pregătit, în contextul unor piețe puternic concurențiale. Un aspect care merită semnalat este faptul că tendințele amintite au reprezentat în anul 2016 principalul canal de erodare a deficitului de cont curent, deci a poziției competitive a economiei, evoluție pe care REER la nivel agregat reușește să o explice doar parțial.

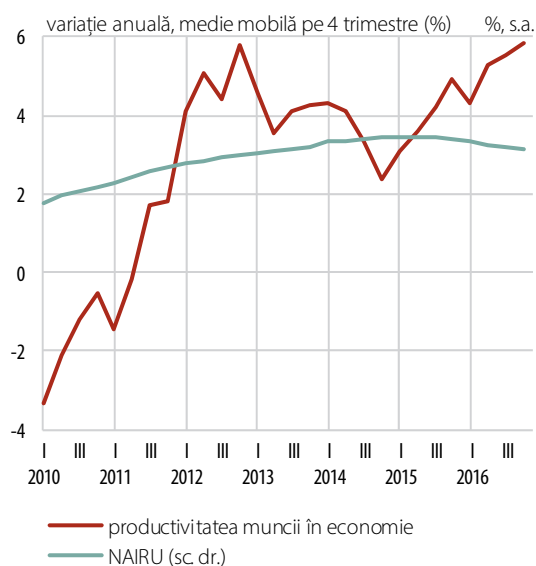
Referințe

CompNet – "Assessing European Competitiveness: The Contribution of CompNet Research", Raportul final al rețelei de cercetare CompNet, 2015

EFIGE – "The Triggers of Competitiveness. The EFIGE Cross-Country Report", *Bruegel Blueprint Series*, vol. XVII, 2012

Klau, M. și Fung, S. S. – "The New BIS Effective Exchange Rate Indices", *BIS Quarterly Review*, martie 2006

Grafic 2.6. Productivitatea muncii și NAIRU



Sursa: INS, estimări BNR

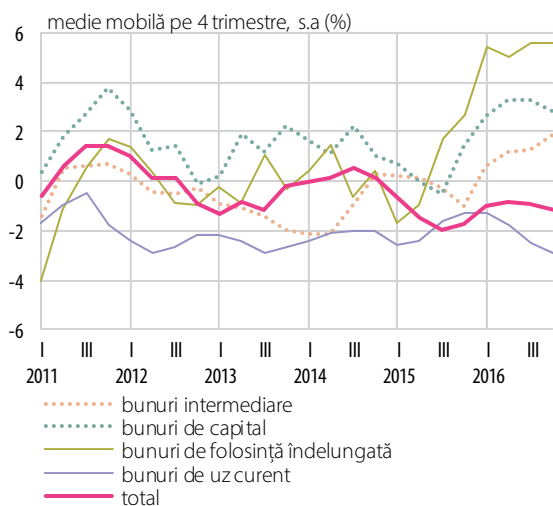
Productivitatea muncii

Productivitatea muncii la nivelul întregii economii și-a menținut ritmul relativ robust de creștere în ultimul trimestru din 2016, însă doar pe seama factorilor ciclici: nici pe piața muncii, nici la nivelul înzestrării cu capital nu sunt decelabile semnale care să sugereze suport din partea factorilor structurali. Astfel, diminuarea nivelului NAIUR, indicator al șomajului structural din economie, a fost absolut marginală pe parcursul anului 2016, ceea ce sugerează persistența deficiențelor existente la nivelul mobilității interne și al alinierii competențelor profesionale ale ofertei de forță de muncă cu cele solicitate de angajatori (Grafic 2.6). La fel de puțin încurajatoare este evoluția formării brute de capital fix, contracția severă din trimestrul IV și stagnarea înregistrată pe ansamblul anului 2016 fiind asociate chiar componentelor cu potențial de a genera câștiguri de productivitate pe termen lung – tehnologie și infrastructură.

La nivel sectorial, evoluția favorabilă a productivității s-a datorat în bună măsură comerțului, segment de activitate caracterizat în mod inerent de o productivitate limitată și, prin urmare, cu capacitate scăzută de a influența pozitiv potențialul de creștere a economiei. Eventualele câștiguri în plan structural ar putea fi asociate plusului de eficiență adus de extinderea marilor operatori comerciali în majoritatea zonelor țări, efectului de antrenare pe care această evoluție îl poate exercita la nivelul

investițiilor în industrii producătoare de bunuri de consum și, posibil, atragerii în câmpul muncii a persoanelor descurajate.

Grafic 2.7. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie*



*) diferență față de media pe termen lung (2005-2015)

Sursa: CE-DG ECFIN, calcule BNR

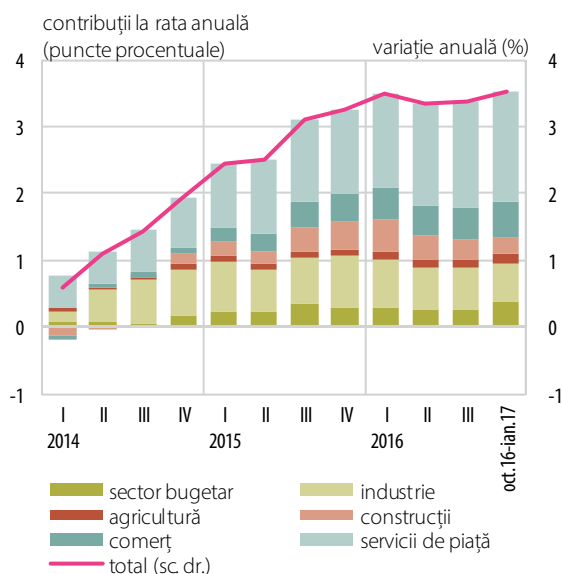
În industrie, dinamica anuală a productivității muncii a reintrat în teritoriul pozitiv în trimestrul IV, responsabili pentru evoluție fiind, și în acest caz, factorii ciclici. Pe fondul unei dinamici favorabile a volumului comenzilor noi, îndeosebi de pe piața externă, gradul de utilizare a capacităților de producție s-a apropiat de media pe termen lung; singura grupă industrială pentru care indicatorul se situează încă la o valoare inferioară mediei este cea a bunurilor de uz curent, concurența puternică a importurilor limitând receptarea impulsului pozitiv transmis de expansiunea cererii de consum interne (Grafic 2.7). Indicii cu privire la absorbția integrală a excedentului de resurse neutilizate în industrie oferă și indicatorii referitori la factorul muncă, numărul total de ore lucrate poziționându-se, de asemenea, în apropierea trendului. Totuși, absența unei tendințe descrescătoare la nivelul ratei locurilor de muncă vacante sugerează persistența dificultăților întâmpinate de companii în

recrutarea de personal calificat corespunzător.

La nivelul ramurilor manufacturiere, cea mai importantă contribuție la redresarea productivității muncii a revenit industriei de prelucrare a hidrocarburilor și s-a datorat extinderii activității pe piața externă simultan cu noi reduceri de personal în cadrul principalilor producători. De asemenea, există semnale pozitive și în industria

alimentară, industria cauciucului și industria auto, unde au fost înregistrate o serie de investiții străine directe în a doua jumătate a anului trecut.

Grafic 2.8. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule BNR

Evoluții pe piața muncii¹³

În perioada octombrie 2016 – ianuarie 2017, efectivul salariaților din economie și-a menținut ritmul relativ robust de creștere observat de la începutul anului 2016 (+3,5 la sută în termeni anuali). Avansul se datorează în continuare, în mare măsură, angajărilor realizate în serviciile de piață, contribuții importante revenind comerțului, serviciilor administrative și de suport, transporturilor, impulsionate de dinamica alertă a consumului (Grafic 2.8). De asemenea, recrutări au fost realizate și în sectorul bugetar, mai consistente în sistemul public de sănătate (în contextul în care în a doua jumătate a anului 2016 a fost decisă suplimentarea numărului de posturi),

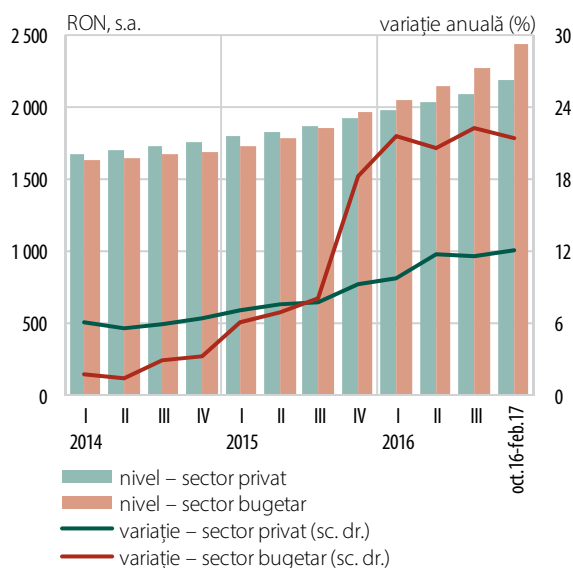
¹³ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

În timp ce în învățământ schema de personal a continuat să se comprime. În schimb, dinamica anuală a angajaților a rămas în jurul a 2 la sută în industrie, iar avansul personalului din construcții și-a menținut tendința de temperare, în absența demarării proiectelor mari de infrastructură așteptate de sector.

Extinderea capacității economiei de a absorbi forța de muncă a fost însoțită și de o diminuare a ofertei excedentare, astfel că ambele rate ale șomajului s-au comprimat cu circa 0,2 puncte procentuale în intervalul analizat față de trimestrul III: rata șomajului înregistrat până la 4,6 la sută, iar rata BIM până la 5,5 la sută, aceasta din urmă plasându-se în luna ianuarie la 5,4 la sută, un nivel minim istoric. În acest context, condițiile pe piața muncii au continuat să se tensioneze, persistând problema inadecvării pregătirii la cerințele angajatorilor, reflectată și de creșterea progresivă a numărului șomerilor neindemnizați. Ponderea acestora în totalul șomerilor ANOFM a depășit 80 la sută în anul 2016, sugerând dificultatea de a fi absorbiți în rândul angajaților, probabil pe seama nivelului inadecvat de instruire.

Pentru prima jumătate a anului 2017 se conturează perspective mixte privind recrutările. Pe de o parte, rezultatele studiului Manpower relevă intenții solide de angajare, indicând, pentru prima dată din 2008, oportunități de angajare în toate regiunile și în toate sectoarele de activitate. În schimb, sondajul CE-DG ECFIN sugerează stabilitatea ritmului angajărilor în industrie și servicii, precum și o relativă deteriorare în construcții.

Grafic 2.9. Salariul mediu net



Sursa: INS, calcule BNR

Câștigul salarial mediu net și-a menținut ritmul anual ridicat în intervalul octombrie 2016 – februarie 2017, avansând până la 14,1 la sută (+0,4 puncte procentuale față de trimestrul III 2016) – Grafic 2.9. Evoluția reflectă o intensificare a dinamicii în sectorul privat, datorată atât majorării salariului minim brut pe economie în luna februarie până la 1 450 de lei (+16 la sută), cât și acordării unor prime ocazionale (vizibile mai ales în industria tutunului și comerț – viteza ridicată de rotație a personalului din acest ultim sector accentuând eforturile companiilor de loializare a angajaților). În schimb, dinamica salarială a încetinit în sectorul bugetar, exclusiv ca urmare a unui efect de bază, noi majorări salariale fiind acordate în sănătate (în decembrie 2016), învățământ (în ianuarie 2017), administrația publică și actorilor (februarie 2017).

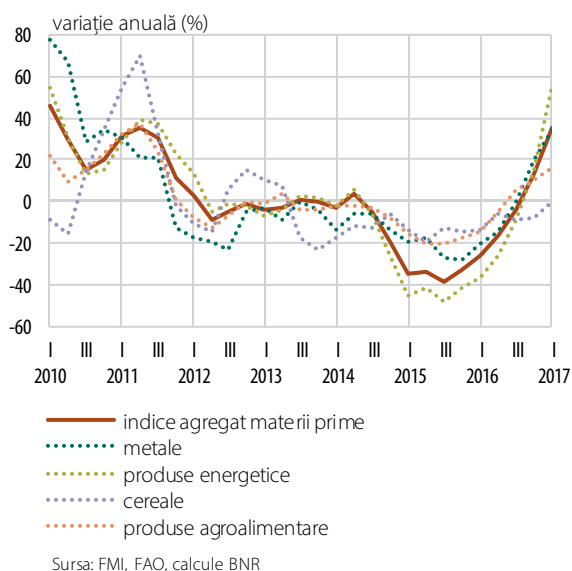
2. Prețurile de import și prețurile de producție

Sfârșitul anului 2016 a fost marcat de accentuarea traiectoriei crescătoare a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale, tendința menținându-se și în prima parte a anului 2017. Această evoluție, alături de deprecierea monedei naționale față de dolarul SUA, a avut ca rezultat diminuarea graduală a deflației importate, precum și revenirea în teritoriu pozitiv a dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă. În condițiile unor presiuni în creștere din partea costurilor de producție (materiale și salariale), dar și ale păstrării unei dinamici robuste a cererii de consum, este de așteptat ca această tendință să se consolideze în perioada următoare.

2.1. Prețurile de import

Traietoria ascendentă pe care s-au plasat în 2016 principalele cotații ale materiilor prime pe piețele internaționale a continuat în ultima parte a anului și în primele luni din 2017, când s-au consemnat creșteri anuale de două cifre în cvasitotalitatea cazurilor¹⁴ (Grafic 2.10). Astfel, pe fondul acordului de reducere a producției încheiat în cadrul OPEC, la care au aderat și state producătoare din afara organizației, cotațiile

Grafic 2.10. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



petrolului Brent au înregistrat în trimestrul I 2017 o medie de aproximativ 54 dolari SUA/baril, în creștere cu 57,5 la sută față de perioada similară a anului precedent. Estimări recente plasează însă prețul petrolului Brent în intervalul 50-55 dolari SUA/baril până la finele anului 2017, motivația fiind aceea că producția de țiței prin metode neconvenționale pare a fi rezilientă chiar și la acest nivel al cotației. Urmând îndeaproape evoluțiile pe piața petrolului, variația prețului gazelor naturale a reintrat puternic în teritoriul pozitiv la începutul anului (21 la sută în termeni anuali în trimestrul I), la această traiectorie contribuind însă și condițiile meteorologice nefavorabile din Europa care au impulsionat consumul de energie. O tendință similară celei descrise de prețurile produselor energetice, dar de amplitudine mai scăzută, s-a observat și în cazul cotațiilor principalelor metale, restrângerea ofertei

și anticipațiile cu privire la o cerere relativ robustă (implementarea unor proiecte de infrastructură în SUA, menținerea ritmului de creștere economică a Chinei) continuând să susțină avansul prețurilor. O creștere a prețurilor, dar ceva mai moderată, a avut loc și pe segmentul produselor agroalimentare, cu evoluții mixte în structură. La nivelul cerealelor s-a observat o atenuare până la dispariție a ritmului anual de scădere, în timp ce variația prețului semințelor de floarea-soarelui s-a adâncit

¹⁴ Până la 56,0 la sută pentru produsele energetice, 35,0 la sută în cazul metalelor, respectiv 16,0 la sută pe segmentul agroalimentar. Datele sunt aferente primului trimestru din 2017.

în teritoriu negativ, iar în cazul celor mai multe alimente procesate au avut loc noi intensificări de ritm, pe fondul reducerii supraofertei la nivel mondial, ca urmare a majorării cererii, îndeosebi din partea Chinei.

Având în vedere evoluțiile menționate, în trimestrul IV 2016 indicele valorii unitare a importurilor și-a atenuat scăderea până la 99,3 la sută (+0,5 puncte procentuale față de trimestrul anterior). Astfel, influența dezinflaționistă exercitată de prețurile externe pe plan intern a continuat să se diminueze, efectul fiind accentuat și de tendința de depreciere a monedei naționale față de euro, dar mai ales față de dolarul SUA.

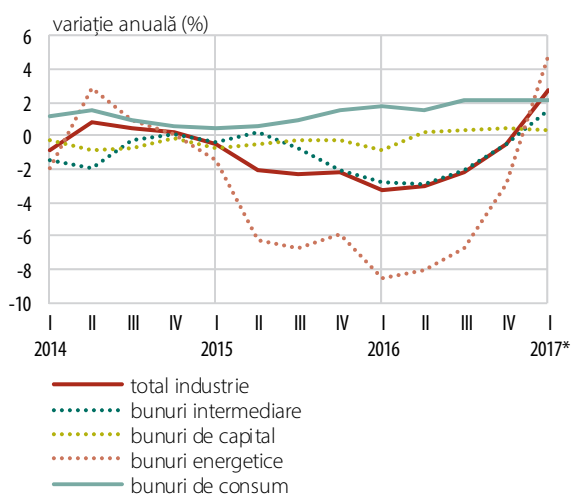
Cele mai importante contribuții au revenit produselor minerale și metalelor comune, care au înregistrat printre cele mai consistente majorări ale IVU (în primul caz indicatorul devenind chiar unitar). În cadrul segmentului alimentar s-a observat o temperare a variațiilor anuale negative ale IVU pentru produsele vegetale, în timp ce pentru alimentele procesate (carne, grăsimi, zahăr) valorile unitare și-au menținut ritmurile robuste de creștere în termeni anuali. În schimb, în cazul mijloacelor de transport a avut loc o încetinire a ritmului de creștere a IVU în a doua jumătate a anului, posibil pe seama extinderii importurilor de autoturisme rulate, impulsionate de perspectiva anulării timbrului de mediu la începutului anului 2017¹⁵.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

După contracțiile masive de pe parcursul anului 2016, variația anuală a prețurilor de producție pentru piața internă a revenit puternic în teritoriu pozitiv în perioada

ianuarie-februarie 2017, consemnând cel mai amplu avans din ultimii 3 ani și jumătate (dinamică anuală de 2,7 la sută, cu 3,2 puncte procentuale peste media aferentă trimestrului IV 2016) – Grafic 2.11.

Grafic 2.11. Prețurile producției industriale pentru piața internă



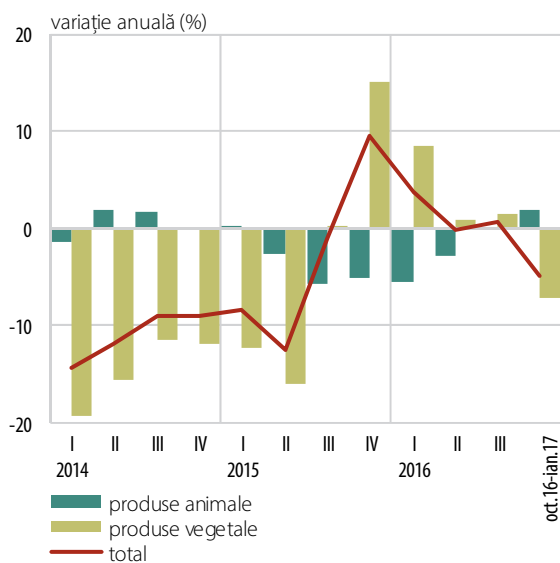
*) ian.-feb.

Sursa: INS, Eurostat

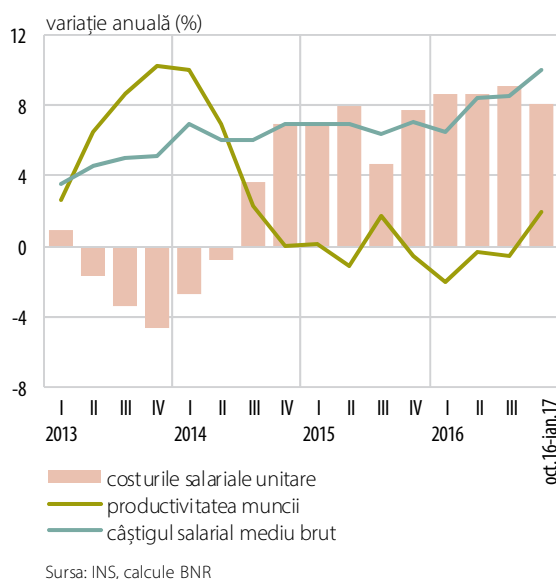
Presiuni în sensul creșterii au exercitat bunurile energetice și cele intermediare, în corelație cu mișcările înregistrate pe piețele internaționale de cotații ale țițeiului și ale metalelor. În cazul bunurilor energetice, la saltul de 7,7 puncte procentuale, până la 4,8 la sută, a contribuit un factor suplimentar, și anume majorarea pronunțată, dar temporară, a prețului energiei electrice pe piața liberă, pe fondul reacției ample a pieței, aflată într-un stadiu incipient de dezvoltare, la unele declarații privind posibilitatea apariției unei situații de criză în sistemul energetic. În ceea ce privește prețurile de producție ale bunurilor de capital, dinamica anuală s-a temperat cu 0,2 puncte procentuale, până la 0,3 la sută, în contextul unei

¹⁵ Legea nr. 1/2017 care abrogă Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 9/2013 privind timbrul de mediu pentru autovehicule a intrat în vigoare la 1 februarie 2017.

Grafic 2.12. Prețurile producției agricole



Grafic 2.13. Costurile salariale unitare din industrie



atenuări a deprecierei în termeni anuali a monedei naționale în raport cu euro, iar ritmul de creștere a prețurilor de producție aferente bunurilor de consum a avansat ușor, până la 2,2 la sută.

În perioada octombrie 2016 – ianuarie 2017, dinamica anuală a prețurilor agricole a revenit puternic în teritoriu negativ (-4,8 la sută, în scădere cu 5,5 puncte procentuale) – Grafic 2.12. Evoluția a fost imprimată exclusiv de contracțiile prețurilor de pe segmentul vegetal, determinate de materializarea unei producții agricole favorabile. La nivelul produselor animale s-au consemnat majorări progresive în ultima parte a anului, tendința fiind mai vizibilă în cazul produselor din carne de porc și al laptelui, ca urmare a restrângerii excedentului de ofertă pe plan european (inclusiv pe fondul măsurilor adoptate de Comisia Europeană – facilitarea accesului la noi piețe de desfacere, sprijin financiar acordat pentru restrângerea producției).

Costurile salariale unitare

Costurile salariale unitare din industrie și-au temperat dinamica anuală în intervalul octombrie 2016 – ianuarie 2017, până la 8,1 la sută (-1 punct procentual față de trimestrul III), evoluția fiind atribuibilă exclusiv redresării productivității muncii (Grafic 2.13). Totuși, în ultimii 2 ani și jumătate ritmul de creștere a salariilor l-a depășit sensibil pe cel al productivității muncii, constituind astfel un factor de risc în privința acumulării unor presiuni de creștere a prețurilor, costurile asociate acestui factor de producție reprezentând circa un sfert din costurile totale ale companiilor industriale. La nivelul industriei prelucrătoare, decelerări ale ratelor de creștere a costurilor unitare au fost înregistrate în cazul prelucrării țigăiului, industriei auto și al industriei chimice, pe fondul extinderii producției. În schimb,

în industria ușoară și în cea de fabricare a maselor plastice presiunea costurilor cu forța de muncă se manifestă în continuare, încetinirea ritmului de activitate putând fi asociată unor pierderi de competitivitate.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În ședințele din februarie și aprilie 2017, Consiliul de administrație al BNR a menținut neschimbate nivelul de 1,75 la sută al ratei dobânzii de politică monetară și amplitudinea de $\pm 1,50$ puncte procentuale a coridorului simetric format în jurul acesteia de ratele dobânzilor la facilitățile permanente; totodată, a decis continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar și prezervarea nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit. Măsurile au continuat să vizeze readucerea și menținerea pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În ședința din luna februarie 2017, Consiliul de administrație al BNR a decis să prelungească *statu-quo*-ul ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care rata anuală a inflației a crescut mai lent spre finalul anului 2016 decât se anticipase¹⁶, iar traiectoria prognozată a acesteia a suferit o revizuire în sens descendent pe termen scurt, dar în sens ascendent pe orizontul mai îndepărtat de timp. Astfel, scenariul de bază al prognozei actualizate reconfirma perspectiva revenirii ratei anuale a inflației în teritoriul pozitiv în primul trimestru al anului 2017¹⁷, dar pe un palier mai scăzut, iar creșterea ulterioară a acesteia era relativ mai lentă¹⁸, în principal ca urmare a noilor șocuri dezinflaționiste pe partea ofertei survenite în intervalul noiembrie 2016 – februarie 2017; acestea constau în scăderea tarifelor polițelor RCA și eliminarea taxelor nefiscale, ale căror efecte se alăturau celor exercitate de tăierea la 19 la sută a cotei standard a TVA și de eliminarea supraaccizei la carburanți, începând cu 1 ianuarie 2017, condiții în care rata lunară a inflației se anticipa a înregistra valori negative în primele 2 luni ale anului.

În același timp, însă, pe orizontul mai îndepărtat al proiecției, traiectoria prognozată a ratei anuale a inflației urca în jumătatea superioară a intervalului țintei la niveluri mai înalte decât cele previzionate anterior, apropiindu-se de limita de sus a intervalului în decembrie 2018. Evoluția avea ca resorturi factori importanți pe partea ofertei¹⁹, dar

¹⁶ Rata anuală a inflației a atins în decembrie 2016 nivelul de -0,54 la sută.

¹⁷ Pe fondul epuizării impactului reducerii la 20 la sută a cotei standard a TVA.

¹⁸ Potrivit noii prognoze, rata anuală a inflației era așteptată să revină în intervalul de variație al țintei doar în trimestrul IV 2017, cu o relativă întârziere față de precedentă prognoză (trimestrul II, în prognoza din Raportul asupra inflației, noiembrie 2016).

¹⁹ Mai cu seamă efectele de bază asociate tăierilor/eliminării de impozite indirecte/taxe, majorarea prețului combustibililor, creșterea prețurilor LFO, precum și revenirea la valori pozitive a dinamicii prețurilor administrate.

mai cu seamă dinamica excedentului de cerere agregată, care se anticipa a fi mai alertă decât în prognoza precedentă, dată fiind revizuirea în sens ascendent a previziunilor privind ritmul creșterii economice pe orizontul proiecției²⁰; acesteia i se alăturau presiunile inflaționiste mai intense așteptate să decurgă din evoluția costurilor salariale unitare, a prețurilor bunurilor și serviciilor importate, dar și a anticipațiilor inflaționiste. Perspectiva relativei dinamizării a creșterii economice avea ca premise și ipoteze: (i) prelungirea caracterului prociclic al politicii fiscale și continuarea relaxării celei de venituri²¹; (ii) relativa accentuare a caracterului stimulative al condițiilor monetare reale pe orizontul proiecției; (iii) consolidarea creșterii economice în zona euro și a redresării economiei globale.

Prognoza pe termen mediu a inflației continua să fie marcată de incertitudini și riscuri în dublu sens, legate în principal de conduita politicii fiscale și a celei de venituri, în condițiile posibilei abateri a execuției bugetare de la coordonatele programului bugetar al anului curent, dar și de perspectiva creșterii economice globale și a revigorării zonei euro.

Datele statistice apărute ulterior au confirmat așteptările privind reintrarea în teritoriul pozitiv a ratei anuale a inflației în ianuarie 2017 și creșterea ușoară a acesteia în februarie²², pe fondul disipării efectului direct al reducerii cotei TVA din luna ianuarie 2016 și al accelerării dinamicii prețurilor LFO²³; în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, au acționat reducerea cotei standard a TVA la 19 la sută și eliminarea supraacizei la combustibili (ianuarie) și a taxelor nefiscale (februarie). Rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a majorat, de asemenea, în linie cu prognoza, chiar și în condițiile accelerării peste așteptări a creșterii economice în trimestrul IV 2016²⁴ (4,7 la sută, față de 4,3 la sută în trimestrul III), implicând o probabilă redeschidere mai amplă decât cea anticipată a excedentului de cerere agregată. Totodată, dinamica anuală a câștigului salarial net pe economie s-a reamplificat în prima lună a anului 2017, ca de altfel și cea a costurilor salariale unitare din industrie, în pofida sporului de ritm înregistrat de productivitatea muncii.

Creditul acordat sectorului privat²⁵ și-a încetinit creșterea anuală în primele 2 luni ale anului 2017 (1,4 la sută, față de 2,0 la sută în trimestrul IV), în condițiile în care impactul reaccelerării dinamicii împrumuturilor noi²⁶ a fost devansat de cel al operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante, precum și de efectul statistic al ratei anuale a inflației²⁷. Creșterea fluxului de împrumuturi s-a regăsit prioritar la nivelul societăților nefinanciare, condiții în care dinamica creditului acordat acestui segment a continuat să se redreseze (-2,7 la sută, față de o medie de -3,1 la sută în

²⁰ Ritmul anual de creștere a PIB era așteptat să se tempereze, însă, în anii 2017 și 2018 față de cel probabil înregistrat în 2016.

²¹ Prioritar pe seama reducerilor/eliminărilor de impozite și taxe fiscale/nefiscale, precum și a noilor creșteri salariale (incluzând salariul minim brut pe economie) și a altor venituri ale populației.

²² La 0,2 la sută, nivel aflat marginal peste cel prognozat.

²³ Date fiind condițiile climatice nefavorabile ce au prevalat pe plan european în debutul anului curent.

²⁴ Plusul de dinamică a PIB a fost generat de această dată cu precădere de exportul net și în mai mică măsură de cererea internă.

²⁵ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

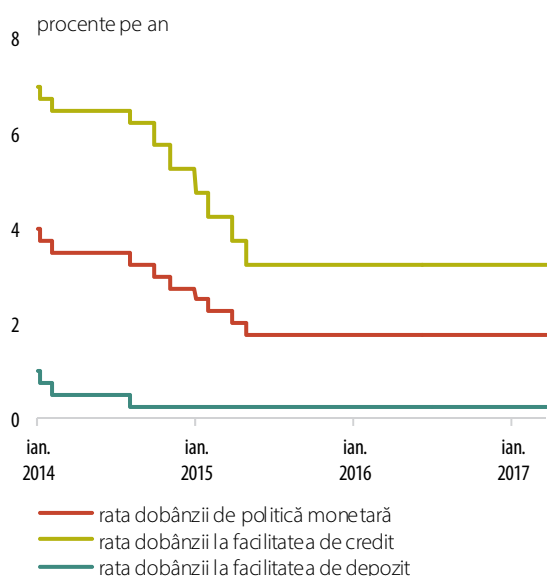
²⁶ Pe baza datelor ajustate cu influența creditelor renegotiate.

²⁷ Cărora li s-a asociat, în ianuarie, o foarte probabilă majorare a volumului rambursărilor de împrumuturi ale populației.

ultimele 3 luni ale anului 2016). În schimb, rata de creștere a creditului acordat populației s-a redus (de la 6,0 la sută în trimestrul IV la 4,8 la sută), preponderent pe seama componentei pentru locuințe, influențată de caracteristicile derulării programului „Prima casă”²⁸, precum și de posibila amânare a deciziei de achiziționare a unei locuințe în anticiparea relaxării tratamentului fiscal aplicabil. Evoluțiile s-au corelat doar parțial cu rezultatele Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației din februarie 2017, care au relevat așteptări de stagnare în trimestrul I a cererii de credite a societăților nefinanciare și a celei pentru locuințe; cererea de credite de consum era anticipată însă să continue să crească, în pofida potențialei noi înăspriri a standardelor de creditare aferente. Din perspectiva structurii pe monede, creditul în lei a continuat să înregistreze o dinamică de două cifre, net superioară celei consemnate de creditul în valută; pe acest fond, ponderea în total a componentei în lei a urcat în luna februarie la 57,7 la sută (cea mai mare valoare post-1996).

La rândul ei, creșterea lichidității din economie a continuat să se tempereze în primele 2 luni ale anului 2017 (9,4 la sută, față de 11,8 la sută în trimestrul IV²⁹), pe fondul restrângerii dinamicilor sumelor plătite în contul fondurilor europene și ale celor alocate de la buget pentru bunuri și servicii, respectiv pentru cheltuielile de capital. Aceste influențe au fost receptate prioritar de masa monetară în sens restrâns, care și-a redus variația anuală (19,9 la sută, față de 24,7 la sută în trimestrul IV 2016), pe seama încetinirii creșterii depozitelor ON ale companiilor. Și rata de creștere a depozitelor la termen sub 2 ani s-a diminuat; exprimată în termeni nominali a rămas însă nemodificată, în condițiile cvasistagnării ritmurilor de creștere a plasamentelor la termen ale populației și ale societăților nefinanciare.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Evaluările realizate în acest context au reconfirmat perspectiva continuării creșterii lente a ratei anuale a inflației în următoarele luni, în condițiile menținerii ei semnificativ sub limita de jos a intervalului țintei – evoluție compatibilă cu traiectoria evidențiată de cea mai recentă prognoză pe termen mediu a inflației³⁰. Au fost reconfirmate, de asemenea, previziunile privind evoluția în viitorul apropiat a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, dar și a dinamicii trimestriale a PIB, implicând o expansiune mai alertă a excedentului de cerere agregată pe orizontul scurt de timp³¹ – perspective de natură să evidențieze o scădere a sensibilității inflației de bază la *gap*-ul PIB. Inclusiv pe acest fond, incertitudinile și riscurile asociate prognozei inflației au sporit, ele provenind atât din mediul intern (evoluția politicii fiscale și a veniturilor în anul 2017, precum și ajustările viitoare ale prețurilor administrate), cât și din cel extern.

²⁸ Plafonul aferent anului 2017 a fost stabilit abia la finele lunii februarie.

²⁹ Diferența de ritm este parțial explicată de efectul statistic al creșterii ratei anuale a inflației.

³⁰ Raportul asupra inflației din februarie 2017.

³¹ În condițiile accelerării peste așteptări a creșterii economice în trimestrul IV 2016.

În aceste condiții, în ședința din 5 aprilie 2017 Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută și prezervarea caracteristicilor coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente oferite de BNR, precum și a nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (Grafic 3.1).

Condițiile monetare reale au rămas stimulative în primul trimestru al anului curent. Leul a continuat să se deprecieze în raport cu principalele monede, iar pe piața monetară interbancară ratele dobânzilor ON s-au poziționat în proximitatea randamentului facilității de depozit a băncii centrale, pe fondul creșterii excedentului net de lichiditate din sistemul bancar și al gestionării adecvate de către BNR a lichidității. Cotațiile ROBOR 3M au scăzut ușor în primele zile ale anului, dar s-au menținut apoi la niveluri similare celor din a doua jumătate a lunii noiembrie 2016, în contextul consolidării așteptărilor instituțiilor de credit privind creșterea în perspectivă a ratelor dobânzilor pe termen scurt. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale clienților nebankari neguvernamentali a rămas aproape constant în primele 2 luni ale anului 2017, în timp ce rata medie a dobânzii la creditele noi a fost superioară celei din intervalul octombrie-decembrie 2016.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară s-a redus marginal în trimestrul I, iar cursul de schimb mediu leu/euro a continuat să crească, dar mai lent. Creditul acordat sectorului privat și-a încetinit ușor creșterea în intervalul decembrie 2016 – februarie 2017, inclusiv în contextul relativei amplificări a operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante; pe acest fond, dar mai ales ca urmare a relativei diminuări a sumelor plătite în contul fondurilor europene, masa monetară a consemnat o nouă scădere de dinamică.

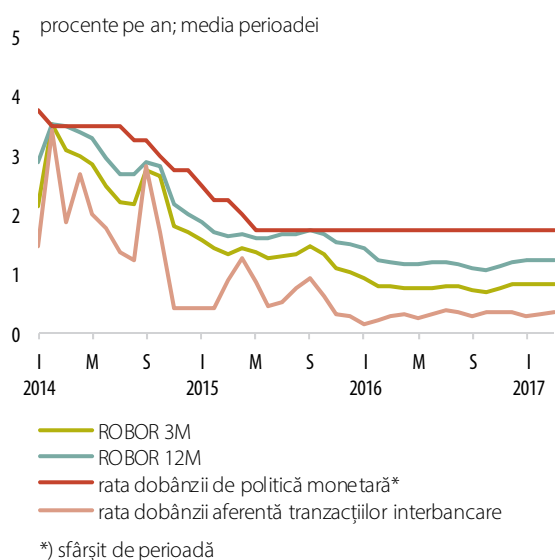
2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut în trimestrul I 2017 la valori aflate la limita inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente. Prin urmare, media sa trimestrială a înregistrat o scădere minoră față de cea consemnată în precedentele 3 luni (-0,04 puncte procentuale, la 0,32 la sută).

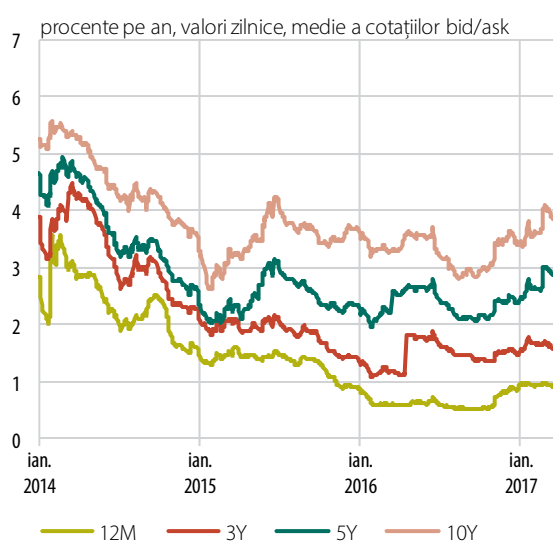
Ratele dobânzilor ON ale pieței monetare interbancare au revenit în debutul lunii ianuarie și au rămas pe tot parcursul trimestrului în imediata apropiere a ratei dobânzii la facilitatea de depozit a BNR; mișcarea a avut ca resorturi majorarea substanțială a excedentului net de lichiditate din sistemul bancar în prima lună a anului, datorită amplelor injecții de rezerve efectuate de Trezorerie, și cvasistabilizarea lui ulterioară la valori ridicate, în pofida inversării sensului influenței nete a factorilor autonomi ai lichidității.

La rândul lor, cotațiile pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară (ROBOR 3M-12M) și-au corectat în primele zile din ianuarie creșterea de la finele anului 2016³², revenind și menținându-se apoi la niveluri similare celor atinse în a doua jumătate a lunii noiembrie. Evoluția a fost oarecum opusă celei înregistrate de excedentul de lichiditate din sistemul bancar, reflectând, cel mai probabil, consolidarea așteptărilor instituțiilor de credit privind ajustarea, într-o perspectivă nu foarte îndepărtată, a ratelor dobânzilor pe termen scurt la niveluri mai ridicate. În aceste condiții, valorile medii ale ratelor ROBOR au fost apropiate celor din decembrie 2016 în cazul scadențelor de 3 și 6 luni (ele situându-se în martie la 0,83, respectiv 1,07 la sută) și ușor superioare în cazul maturității de 12 luni (1,25 la sută, +0,05 puncte procentuale; Grafic 3.2).

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



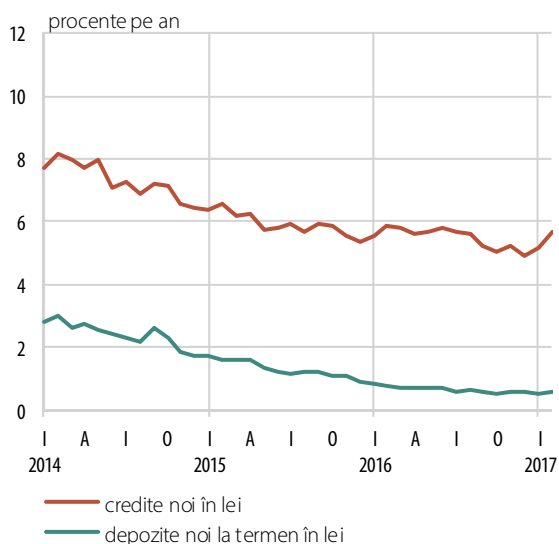
Randamentele de pe piața titlurilor de stat au înregistrat evoluții diferite din perspectiva scadențelor. Segmentul termenului scurt a replicat în linii mari mișcarea ratelor relevante ROBOR, în timp ce segmentul maturităților lungi a înregistrat o creștere pronunțată în ultima parte a lunii ianuarie și debutul lunii februarie, sub influența așteptărilor privind evoluția viitoare a ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt, dar și ca efect al majorării primei de risc la termen (Grafic 3.3). Aceasta din urmă s-a datorat atât factorilor interni – tensionarea temporară a mediului politic și sporirea incertitudinilor privind conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor –, cât și amplificării primei similare aferente obligațiunilor de stat din SUA. Creșterea randamentelor s-a corectat apoi parțial, fiind succedată, în cazul titlurilor pe termen mediu, de o relativă stabilizare. În schimb, randamentele obligațiunilor pe 10 ani și-au reluat ascensiunea, care s-a prelungit până în preajma deciziei de politică monetară a Fed, pentru ca ulterior să consemneze o ajustare descrescătoare, în tandem cu randamentele titlurilor similare de pe piețele internaționale.

³² Integral în cazul scadențelor de 3-6 luni și doar marginal în cel al maturității de 12 luni.

În aceste condiții, randamentul mediu al titlurilor pe termen de 6 luni emise la ultima licitație din trimestrul I s-a situat sub valoarea de la finele lunii decembrie 2016 (la 0,71 la sută, -0,05 puncte procentuale față decembrie³³), iar cel aferent obligațiunilor similare pe 3 și 6 ani a fost superior acesteia (cu 0,22, respectiv 0,15 puncte procentuale³⁴, atingând 2,2, respectiv 3,3 la sută). La rândul lor, valorile medii ale cotațiilor de referință de pe piața secundară au scăzut în aceeași perioadă cu 0,10 puncte procentuale pe scadența de 6 luni, dar s-au majorat în cazul celorlalte maturități cu până la aproximativ 0,4-0,5 puncte procentuale³⁵, panta curbei randamentelor accentuându-se, astfel, față de ultima lună a anului 2016.

Pe piața primară, interesul investitorilor pentru titlurile de stat a înregistrat o creștere modestă față de trimestrul precedent. Raportul mediu cerere/ofertă a fost ușor superior, în condițiile în care acesta s-a revigorat în primele 2 luni ale anului, dar s-a

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



diminuat în martie. Totodată, volumul titlurilor puse în circulație (9,9 miliarde lei) a reprezentat 85 la sută din cel indicativ (față de 67 la sută în trimestrul IV 2016), MFP respingând integral sau parțial ofertele în cazul a 6 din cele 21 de licitații efectuate în intervalul ianuarie-martie; pe acest fond, maturitatea medie a înscrisurilor puse în circulație s-a redus ușor față de cea consemnată în trimestrul IV 2016³⁶.

În perioada decembrie 2016 – februarie 2017, randamentul mediu al depozitelor noi la termen a cvasistagnat (0,57 la sută; Grafic 3.4), un comportament similar caracterizând atât segmentul populației (0,89 la sută), cât și cel al societăților nefinanciare (0,37 la sută). În schimb, rata medie a dobânzii la creditele noi a crescut cu 0,48 puncte procentuale (până la 5,68 la sută), pe seama majorării ponderii împrumuturilor acordate populației în totalul creditelor noi, dar și a creșterii cu circa 0,25 puncte

procentuale a ratei medii a dobânzii aplicate împrumuturilor populației (la 7,14 la sută), respectiv celor ale societăților nefinanciare (la 3,91 la sută)³⁷.

³³ Diferența a fost calculată față de randamentul mediu acceptat la licitația de titluri pe 5 luni desfășurată în decembrie.

³⁴ Întrucât în martie 2017 MFP nu a pus în circulație obligațiuni cu maturități comparabile cu cele din decembrie 2016, diferențele au fost calculate pe baza ultimelor licitații din februarie.

³⁵ Creșterea ratelor de dobândă pe scadențele de 5 și 10 ani este însă parțial atribuibilă înlocuirii seriilor *benchmark*, a căror maturitate reziduală devenise semnificativ mai mică decât cea de referință, cu obligațiuni având scadența reziduală adecvată.

³⁶ În martie, MFP a redeschis pe piața internă o emisiune de titluri denominate în euro cu scadența în 2021, punând în circulație un volum de 240 milioane euro, la un randament de 0,42 la sută.

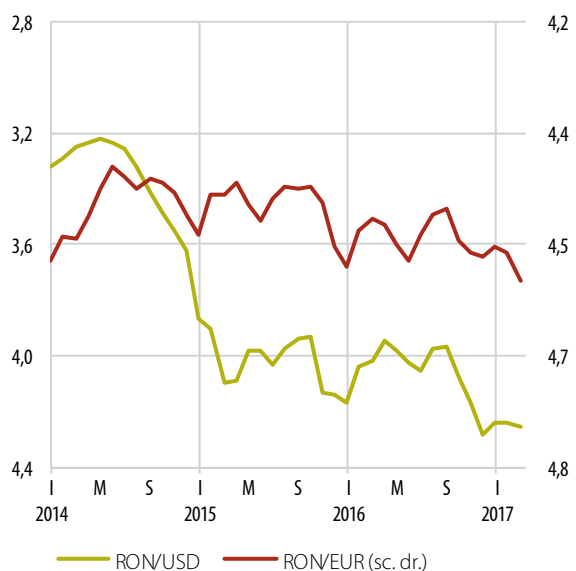
³⁷ Mișcarea s-a regăsit la nivelul tuturor categoriilor principale de împrumuturi (pentru consum și pentru locuințe, respectiv în valoare de sub și de peste echivalentul a 1 milion de euro).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a amplificat fluctuațiile în prima jumătate a trimestrului I 2017, pentru ca apoi să se poziționeze pe un trend aproape continuu crescător.

Comportamentul său, doar parțial corelat cu cel al ratelor de schimb ale principalelor

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



monede din regiune, a reflectat de această dată prioritar schimbările de sentiment al investitorilor financiari față de economia și piața financiară locală, determinate de evoluțiile/evenimentele interne și, în mai mică măsură, influențele mediului extern (Grafic 3.5).

Raportul leu/euro a suferit o scădere abruptă în prima decadă a lunii ianuarie, care a supracompensat ușor creșterea pe care acesta a consemnat-o pe parcursul lunii anterioare. Declinul a survenit ca urmare a disipării incertitudinilor legate de formarea noului guvern, fiind susținut și de ameliorarea temporară a apetitului global pentru risc, pe fondul semnalelor favorabile privind evoluțiile macroeconomice din zona euro și SUA³⁸. Influențele mediului extern au fost estompate însă ulterior de temerile în creștere provocate investitorilor financiari de construcția bugetului public pentru anul 2017, inclusiv în

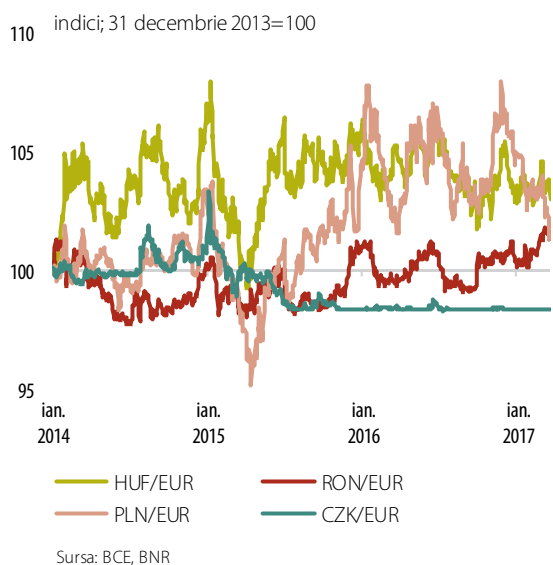
contextul tensionării spre finele lunii a climatului politic și social. În aceste condiții, cursul de schimb și-a stopat scăderea și s-a vvasistabilizat pe un palier relativ înalt.

În debutul lunii februarie, cursul de schimb leu/euro a consemnat o nouă amplă fluctuație și s-a înscris apoi pe un trend crescător. Mișcarea – diferită în mare parte de cea prevalentă în regiune – a reflectat cel mai probabil îngrijorarea investitorilor financiari legată de prelungirea tensiunilor politice interne, dar mai ales de evidențierea mai clară a riscului unei relaxări mai ample a politicii fiscale decât cea preconizată prin programul bugetar al anului 2017, recent adoptat³⁹. Influențele acestui context le-au surclasat pe cele decurgând din: (i) creșterea peste așteptări a PIB în trimestrul IV 2016 și relativa încetinire a adâncirii deficitului de cont curent, relevate de datele statistice publicate în acest interval, precum și din (ii) declararea Legii privind conversia la cursul istoric a creditelor în CHF ca fiind neconstituțională.

³⁸ Creșterea economică din Germania (care a atins în 2016 cel mai înalt nivel din ultimii 5 ani), producția industrială din zona euro (avans solid în noiembrie 2016), indicii PMI din zona euro (cel aferent industriei prelucrătoare atingând în ianuarie maximum ultimilor 6 ani), rata anuală a inflației în zona euro (creștere la 1,1 la sută în decembrie 2016); totodată, evoluțiile de pe piața forței de muncă din SUA au surclasat ușor așteptările.

³⁹ Acest risc a fost relevat inclusiv în evaluările efectuate de Comisia Europeană (prognoza de iarnă și raportul de țară, publicate în februarie) și FMI (în contextul consultărilor periodice aferente articolului IV).

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



Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	2 luni 2016			2 luni 2017		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	1 145	1 291	-146	924	409	515
Investiții directe	432	1 076	-644	141	795	-654
Investiții de portofoliu	71	-260	331	140	-336	476
Derivate financiare	x	x	10	x	x	-11
Alte investiții - numerar și depozite	1 975	475	1 499	443	-50	494
- împrumuturi	1 156	-904	2 060	234	-310	544
- altele	-12	22	-35	31	31	0
Active de rezervă	831	1 357	-526	178	229	-50
	-1 343	0	-1 343	211	0	211

*) „+” creștere, „-” scădere

Cursul leu/euro a tins să crească chiar și ulterior calmării climatului politic intern, dar mai lent, receptând, alături de ratele de schimb ale celorlalte monede din regiune, efectul consolidării treptate a așteptărilor privind efectuarea de către Fed a unei noi majorări a ratei dobânzii în ședința din 14-15 martie⁴⁰. Ulterior comunicării acestei decizii, ratele de schimb ale zlotului și forintului au consemnat o scădere (Grafic 3.6) – în condițiile în care, contrar așteptărilor unor investitori, traiectoria ratelor dobânzilor anticipată de membrii FOMC a rămas neschimbată⁴¹; cursul leu/euro a receptat cu o anumită întârziere această influență, continuând să crească pentru o scurtă perioadă, pentru ca în ultima decadă a lunii martie să se înscrie la rândul său pe un trend descendent.

Pe piața valutară interbancară aceste schimbări relativ frecvente de context au avut ca efect intensificarea activității nerezidenților. Soldul operațiunilor acestora a devenit pozitiv în prima lună a anului – compensând în mare parte creșterea temporară a cererii nete de valută a rezidenților – pentru ca ulterior el să revină și să se adâncească în teritoriul negativ. Pe ansamblul perioadei, deficitul total al pieței s-a redus însă ușor comparativ cu trimestrul anterior (Tabel 3.1).

În trimestrul I 2017, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,7 la sută în termeni nominali⁴² și cu 0,9 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 0,6 la sută în termeni nominali și cu 0,4 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut în raport cu euro⁴³. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a diminuat deprecierea nominală față de euro și și-a majorat-o pe cea înregistrată în raport cu dolarul SUA.

⁴⁰ Date fiind mesajele transmise în acest sens de oficialii ai Fed (președintele Yellen, cu ocazia prezentării raportului semianual privind politica monetară în cadrul Congresului SUA, respectiv vicepreședintele Fischer, în cadrul interviului acordat Bloomberg).

⁴¹ Implicând efectuarea a încă două majorări de câte 0,25 puncte procentuale în acest an, respectiv a trei creșteri similare ca amplitudine în 2018.

⁴² În același interval, forintul s-a apreciat cu 0,8 la sută, iar zlotul cu 3,5 la sută.

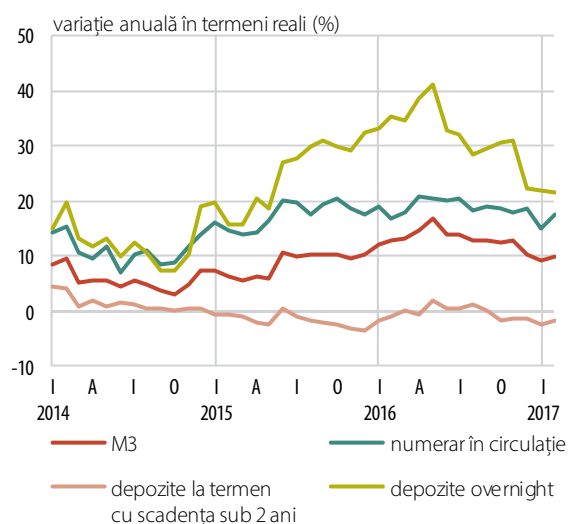
⁴³ O evoluție de sens opus a avut prețul unciilor de aur, care a crescut în perioada analizată cu 7 la sută.

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2016				2017	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
M3	12,6	15,1	13,3	11,8	9,0	9,8
M1	28,6	31,6	26,4	24,7	19,5	20,3
Numerar în circulație	17,8	20,5	19,2	18,3	14,8	17,5
Depozite overnight	34,4	37,5	30,1	27,9	21,7	21,6
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-0,8	0,5	0,5	-1,5	-2,5	-1,7

Sursa: INS, BNR

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul decembrie 2016 – februarie 2017, ritmul de creștere⁴⁴ a masei monetare (M3) a continuat să scadă (9,8 la sută, față de 12,6 la sută în perioada septembrie-noiembrie 2016; Tabel 3.2), cu precădere pe seama relativei reduceri a sumelor distribuite în contul fondurilor europene⁴⁵ și, într-o măsură mai mică, a realocării unor dețineri de monedă către active financiare alternative (titluri de stat, acțiuni emise de fondurile de investiții); în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, a acționat creșterea sumelor alocate de la buget pentru salarii și alte categorii de venituri ale populației⁴⁶.

Similar perioadei anterioare, declinul ratei de creștere a M3 s-a datorat ambelor sale componente. În cazul M1, scăderea dinamicii s-a localizat și de această dată la nivelul numerarului în circulație – a cărui evoluție a continuat să se coreleze cu cea a vânzărilor cu amănuntul⁴⁷ – și al depozitelor ON în lei și în valută ale companiilor; rata de creștere a celei mai lichide componente a masei monetare s-a menținut totuși pe un palier înalt din perspectiva perioadei postcriză, astfel încât M1 și-a consolidat ponderea în M3 (57,4 la sută în februarie, recordul perioadei post-1994). În cazul depozitelor la termen sub 2 ani, pierderea de ritm a avut ca sursă tot plasamentele societăților nefinanciare (Grafic 3.7).

La rândul ei, analiza structurii pe deținători a masei monetare relevă prelungirea trendului descendent al dinamicii depozitelor companiilor, decurgând cu precădere din restrângerea sumelor primite în contul fondurilor europene, scăderea în termeni relativi a cheltuielilor bugetare de capital⁴⁸, precum și realocarea parțială a deținerilor de monedă ale acestui sector înspre alte instrumente financiare. În schimb, ritmul de creștere a depozitelor populației a

⁴⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali.

⁴⁵ Conform datelor MFE și AFIR.

⁴⁶ În această perioadă au fost majorate salariile din domeniile sănătății, asistenței sociale, administrației publice și învățământ (Legea nr. 250/2016, HG nr. 38/2017, OUG nr. 9/2017, OUG nr. 2/2017, OUG nr. 17/2017), s-a mărit salariul minim brut pe economie (HG nr. 1/2017), a fost majorată valoarea punctului de pensie (OUG nr. 99/2016) și au crescut indemnizațiile pentru invalizi, veterani și văduve de război (OUG nr. 92/2016); totodată, plafonul de impozitare a pensiilor a fost majorat, iar contribuția de asigurări sociale de sănătate pentru veniturile din pensii a fost eliminată (Legea nr. 2/2017).

⁴⁷ Dinamica medie a cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) a continuat să scadă.

⁴⁸ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

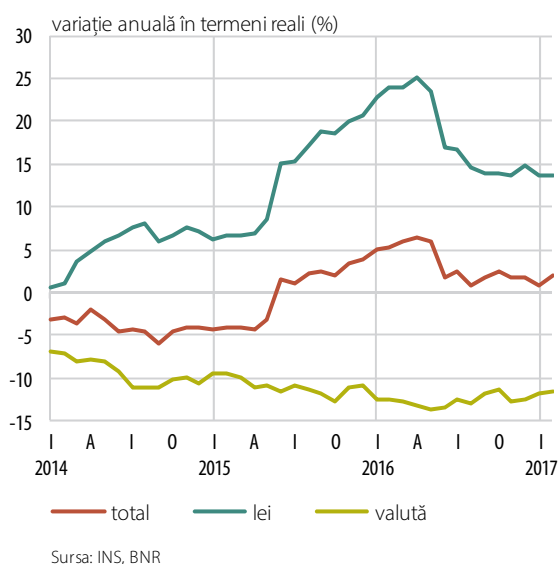
continuat să se majoreze, pe fondul sporirii veniturilor de natura salariilor, a prestațiilor sociale și posibil a celor din alte surse⁴⁹.

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, evoluția acesteia a reflectat încetinirea avansului creditului acordat sectorului privat și al creditului sectorului public și scăderea dinamicii activelor externe nete ale sectorului bancar⁵⁰, dar mai ales accelerarea vitezei de creștere a depozitelor administrației publice centrale.

Creditul acordat sectorului privat

În perioada decembrie 2016 – februarie 2017, ritmul de creștere a creditului acordat sectorului privat⁵¹ a decelerat ușor (1,5 la sută față de 2,0 la sută în precedentele

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



3 luni; Grafic 3.8). În condițiile în care creșterea fluxului de credite s-a intensificat în acest interval⁵², evoluția a reflectat influențele relativ mai mari decurgând din operațiunile de externalizare a creditelor neperformante din bilanțul instituțiilor de credit, precum și efectele statistice ale ratei anuale a inflației și cursului de schimb⁵³. Traietoriile dinamicilor componente în lei și respectiv în valută și-au reamplificat divergența, cea dintâi urcând ușor, iar cea de-a doua adâncindu-se marginal în teritoriul negativ; pe acest fond, ponderea componente în lei în creditul acordat sectorului privat a continuat să crească (57,7 la sută în luna februarie, nou record post-1996).

La nivelul sectoarelor instituționale, evoluțiile au fost opuse ca sens. Creditul acordat populației și-a încetinit creșterea, soldul acestuia fiind afectat de operațiunile de curățare a bilanțurilor instituțiilor de

credit și, într-o măsură mai mică, de foarte probabila amplificare temporară a sumelor rambursate de persoanele fizice în contul datoriei către bănci (Grafic 3.9). Atât creditul pentru locuințe, cât și cel pentru consum au înregistrat pierderi de ritm, în condițiile în care dinamica în creștere a împrumuturilor noi a fost frânată de sincopel ce au caracterizat derularea programului „Prima casă”⁵⁴ și de potențiala înăsprire a standardelor de creditare aplicate împrumuturilor pentru consum⁵⁵. Componenta în

⁴⁹ Conform comunicatelor de presă ale APIA, în această perioadă s-au plătit ajutoarele pentru motorina utilizată în agricultură în T3 2016. Defalcarea acestor sume pe sectoare instituționale nu este însă posibilă.

⁵⁰ În sens opus, dar cu o intensitate mai redusă, a acționat adâncirea contracției pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

⁵¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali.

⁵² Pe baza datelor ajustate cu influența creditelor renegotiate.

⁵³ Variația creditului acordat sectorului privat s-a menținut constantă în termeni nominali, iar corectată cu efectul statistic al modificării cursului de schimb lei/euro a fost în creștere față de precedentele 3 luni.

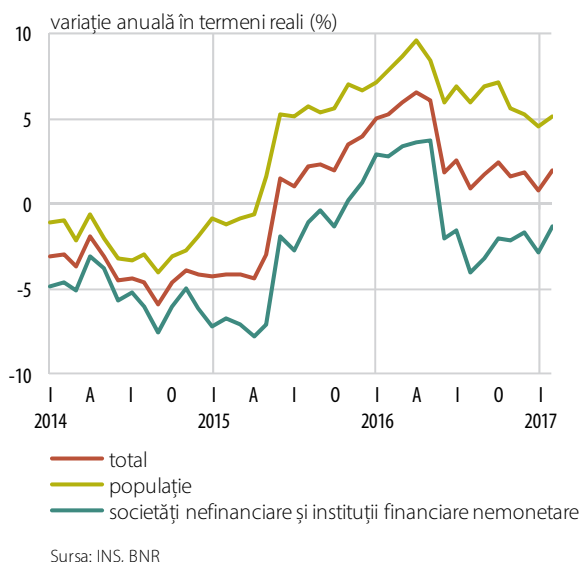
⁵⁴ Sumele neutilizate din plafonul alocat pentru anul 2016, precum și cele aferente anului 2017 în cadrul programului „Prima casă” au fost distribuite instituțiilor de credit ulterior perioadei analizate.

⁵⁵ Conform ediției din februarie 2016 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, standardele de creditare aferente creditelor pentru consum au fost înăspriți moderat în trimestrul IV 2016, mișcarea fiind anticipată să continue în trimestrul I 2017, în condițiile în care din acest an au devenit aplicabile dispozițiile Regulamentului BNR nr. 5/2016 pentru modificarea și completarea Regulamentului BNR nr. 17/2012 privind unele condiții de creditare.

lei a continuat să își consolideze ponderea în totalul împrumuturilor acordate populației (59,4 la sută în februarie, față de 57,9 la sută în noiembrie 2016); la rândul

ei, ponderea creditelor pentru locuințe a urcat în aceeași perioadă cu 0,9 puncte procentuale (până la 52,2 la sută).

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Creditul acordat societăților nefinanciare a continuat însă să se redreseze în perioada analizată, în condițiile în care consolidarea creșterii economice și ameliorarea încrederii⁵⁶, precum și valorile scăzute din perspectivă istorică ale ratelor dobânzilor au contribuit la prelungirea trendului puternic ascendent al dinamicii creditelor noi. Evoluția s-a datorat prioritar componentei în lei, care și-a majorat ritmul de creștere, pe seama relativei dinamizări a împrumuturilor pe termen scurt și mediu (inclusiv a creditelor acordate pe descoperit de cont și a celor reînnoibile automat). La rândul ei, componenta în valută a consemnat o atenuare a declinului, indusă de împrumuturile pe termen mediu.

⁵⁶ Conform sondajului DG ECFIN, indicele mediu al încrederii în economie a continuat să crească ușor, atingând cea mai mare valoare post-2008.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în creștere de la valorile reduse din prezent, fiind prevăzută să atingă 1,6 la sută la sfârșitul anului 2017, 3,1 la sută la finele anului 2018 și 3,4 la sută la orizontul celor 8 trimestre ale prognozei (trimestrul I 2019). Dinamizarea inflației IPC este de așteptat a se produce în principal pe fondul acumulării la nivelul inflației de bază a unor presiuni inflaționiste provenind din partea unor factori fundamentali asociați mediului intern și al manifestării unor efecte de bază la începutul anului 2018, mai reduse totuși ca magnitudine comparativ cu cele de la începutul anului curent, asociate scăderii impozitelor indirecte din ianuarie 2017 și eliminării unor taxe nefiscale în februarie 2017. Traectoria ascendentă este și mai pronunțată la nivelul indicelui CORE2 ajustat, în principal în contextul acumulării treptate a presiunilor inflaționiste generate de amplificarea anticipată a excedentului de cerere agregată, în contextul conduitei expansioniste a politicii fiscale și al avansului venitului disponibil și, pe acest fond, al dinamizării anticipațiilor privind inflația ale agenților economici. Această evoluție este preconizată a se produce în pofida acumulării, în perioadele recente, de evidențe privind diminuarea intensității transmisiei presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate interne asupra inflației de bază. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traectoria descrisă în scenariul de bază, sursele de risc fiind asociate îndeosebi mediului intern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză, cererea externă, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), va înregistra dinamici anuale ușor superioare celor prevăzute în raportul anterior⁵⁷ (Tabel 4.1), ce urmează a se consolida în jurul valorii de 2 la sută. Configurația persistent acomodativă a politicii monetare a BCE, progresul realizat în privința reducerii gradului de îndatorare a tuturor sectoarelor și îmbunătățirea condițiilor de pe piața forței de muncă vor susține în continuare cererea internă, aceasta reprezentând principalul resort al redresării activității economice. *Gap*-ul cererii externe este anticipat a rămâne în teritoriu negativ până la finele anului curent, exercitând, astfel, un impact restrictiv, însă în reducere graduală, asupra nivelului activității economice din România. Ulterior, *gap*-ul pozitiv al variabilei se va deschide treptat până la orizontul proiecției.

⁵⁷ Pentru 2017 revizuirea la valori mai ridicate a creșterii medii anuale se datorează unor evoluții recente mai favorabile pentru principalele economii ale UE.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2017	2018
Creșterea economică în UE efectiv (%)	2,0	2,0
Inflația anuală din zona euro (%)	1,6	1,4
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,5	2,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,3	-0,2
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,06	1,07
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	55,7	56,1

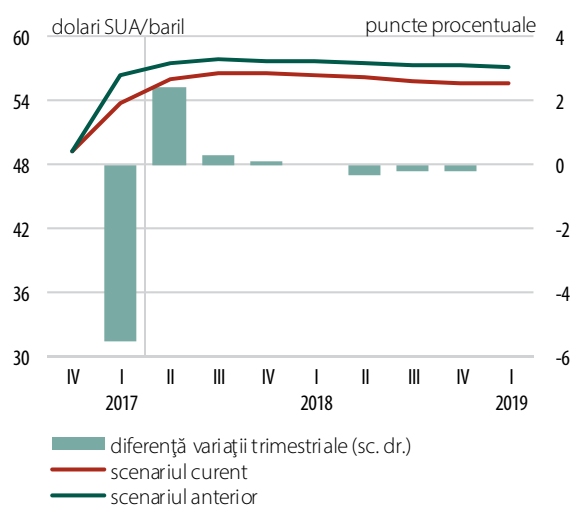
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și cotații futures

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este prognozată la valori mai ridicate față de cele înregistrate în anii anteriori, plasându-se la nivelul de 1,6 la sută în 2017 și 1,4 la sută în 2018, în continuare sub nivelul reper de 2 la sută. După accelerarea din T1 2017, în contextul creșterii semnificative a dinamicii anuale a prețului petrolului, începând cu T2 2017, odată cu temperarea acesteia, rata anuală a inflației IAPC este anticipată să înregistreze o ușoară moderare. Alt factor, cu impact inflaționist pe întregul interval de proiecție, este reprezentat de costurile unitare nominale cu forța de muncă, pe fondul

consolidării creșterii economice care este de așteptat a determina inclusiv o revigorare a dinamicii remunerării pe salariat. Sub impactul unui set similar de factori⁵⁸ și în contextul unor valori istorice mai ridicate, rata anuală a inflației din SUA este prognozată la valori superioare celor anticipate pentru zona euro și ușor peste nivelul reper de 2 la sută.

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este în continuare prognozată a se menține la valori negative până la finele anului viitor.

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



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

Cursul de schimb EUR/USD este proiectat a se poziționa în intervalul 1,06-1,09 dolari SUA pentru un euro. Eventualele abateri ale politicilor monetare implementate de către BCE și Fed de la traiectoriile așteptate în prezent⁵⁹ de piețele financiare pot genera deviații ale variabilei de la valorile preconizate în scenariul de bază.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor futures și prevede o traiectorie cvasistabilă, atingând 55,6 dolari SUA/baril la orizontul proiecției (Grafic 4.1). Evoluția anticipată a prețului petrolului este marcată în continuare de incertitudini, reflectate și în revizuirea traiectoriilor implicite de pe piețele futures din rundele succesive de prognoză. În pofida creșterilor de la finalul anului trecut ale prețului petrolului, ca urmare a înțelegerii dintre țările membre OPEC și non-OPEC de a reduce producția, cotațiile se situează sub nivelurile din

raportul precedent, în contextul rezilienței producției de petrol prin mijloace neconvenționale la nivelurile încă reduse ale prețului petrolului, ce determină persistența unui exces de ofertă pe piață.

⁵⁸ În cazul SUA dinamizarea creșterilor costurilor unitare cu forța de muncă apare pe fondul unei încordări a pieței respective.

⁵⁹ Pe de o parte, Fed a majorat rata dobânzii în ședințele din decembrie 2016 și martie 2017 și a anunțat posibilitatea unor creșteri suplimentare ale acesteia în cursul anului 2017, în timp ce BCE a decis să prelungească conduita relaxată a politicii monetare cel puțin până la finele anului curent.

1.2. Perspectivele inflației

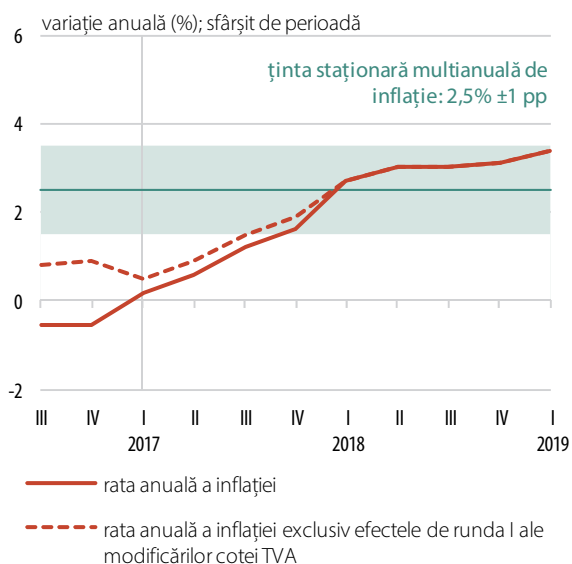
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC se va situa la nivelul de 1,6 la sută și 3,1 la sută la finele anilor 2017 și, respectiv, 2018,

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă								
	2017			2018				2019	
	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	2,5
Proiecție IPC	0,6	1,2	1,6	2,7	3,0	3,0	3,1	3,4	
Proiecție IPC*	0,9	1,5	1,9	2,7	3,0	3,0	3,1	3,4	

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Grafic 4.2. Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

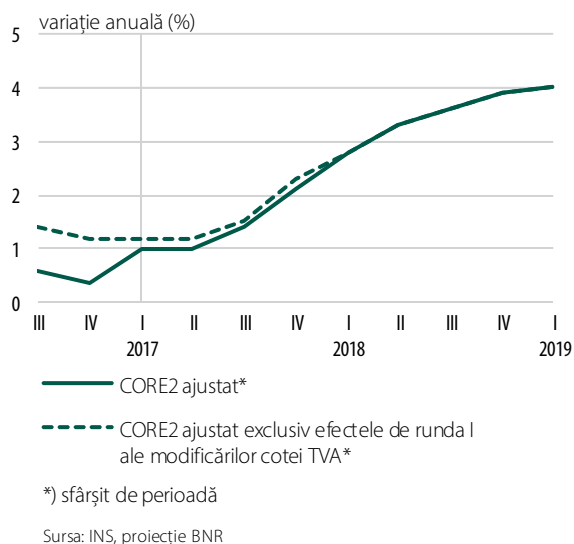
valori situate în jumătatea inferioară și, respectiv, superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. La orizontul proiecției, trimestrul I 2019, rata prognozată este de 3,4 la sută (Tabel 4.2; Grafic 4.2). Traectoria ascendentă a ratei anuale a inflației este în principal rezultatul acumulării treptate la nivelul inflației de bază a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali asociați mediului intern (excesul de cerere) și al epuizării, la începutul anului 2018, a efectelor statistice de runda întâi asociate reducerii impozitelor indirecte în ianuarie 2017 și eliminării unor taxe nefiscale în februarie 2017.

Comparativ cu raportul precedent, rata anuală proiectată a inflației IPC este revizuită în jos cu 0,1 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent și cu 0,3 puncte procentuale la finele anului viitor, pe fondul unei transmisii mai puțin pronunțate a impactului cererii agregate interne asupra inflației de bază (Casetă 2), precum și al preconizării unei inflații anuale a combustibililor mai reduse. Aceste influențe au fost contrabalansate parțial pentru anul curent de revizuirea în sens ascendent a dinamicii anuale a prețurilor LFO. Recalcularea ponderilor componentelor coșului IPC⁶⁰ nu a determinat reconfigurarea traectoriei proiectate a ratei anuale a prețurilor de consum.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va cunoaște o dinamizare pe intervalul de prognoză, plasându-se la niveluri situate peste limita superioară a intervalului țintei începând cu a doua jumătate a anului 2018, pe fondul intensificării presiunilor inflaționiste exercitate de factorii fundamentali interni (Grafic 4.3). Chiar și în condițiile evidențelor diminuării în perioadele recente a intensității relației existente între inflație și *gap*-ul PIB, conduita expansionistă a politicii fiscale și avansul venitului

⁶⁰ Începând cu această rundă de proiecție, ponderile folosite pentru componentele coșului IPC (publicate de INS în luna februarie 2017, ulterior publicării Raportului precedent asupra inflației) sunt calculate pe baza cheltuielilor medii lunare pe gospodărie rezultate din Ancheta bugetelor de familie realizată în anul 2015. Comparativ cu ponderile utilizate anterior în cadrul Rapoartelor asupra inflației din mai, august și noiembrie 2016, respectiv februarie 2017, cele curente relevă o influență ușor mai ridicată a prețurilor combustibililor, a produselor cu prețuri administrate și a celor din tutun și băuturi alcoolice, concomitent unei ușoare scăderi a importanței alimentelor cu prețuri volatile, precum și a bunurilor și serviciilor incluse în indicele CORE2 ajustat.

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



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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă								
	2017			2018				2019	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
CORE2 ajustat	1,0	1,4	2,1	2,8	3,3	3,6	3,9	4,0	
CORE2 ajustat*	1,2	1,5	2,3	2,8	3,3	3,6	3,9	4,0	

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2017	2018
Prețuri administrate	0,0	0,4
Combustibili	-0,2	0,1
Prețuri LFO	0,4	0,3
CORE2 ajustat	1,3	2,3
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,0	0,1

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

disponibil⁶¹ sunt preconizate a contribui semnificativ la configurarea traiectoriei ascendente a inflației de bază, prin intermediul amplificării excedentului de cerere și, pe acest fond, al creșterii anticipațiilor privind inflația ale agenților economici. Contribuții inflaționiste relativ mai reduse ca magnitudine vor proveni și din partea evoluției prețurilor bunurilor de consum din import, care vor reflecta dinamica prețurilor externe, precum și din partea epuizării, în ianuarie 2018, a efectelor statistice de runda întâi favorabile ale reducerii cotei standard a TVA operate în luna ianuarie 2017. Inflația de bază netă de aceste efecte statistice se situează la finele anului 2017 la 2,3 la sută, urmând ca începând cu ianuarie 2018 cele două rate ale inflației să redevină identice (Tabel 4.3).

Față de raportul anterior, revizuirea în jos a ratei anuale proiectate a inflației CORE2 ajustat s-a produs în contextul slăbirii intensității relației dintre inflație și activitatea economică internă.

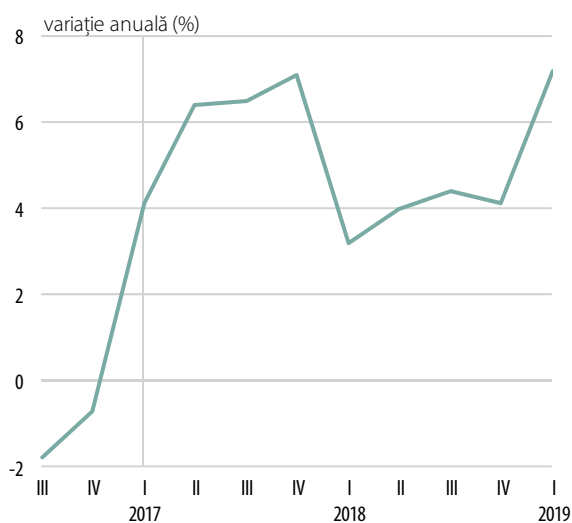
Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 0,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2017 și de 0,8 puncte procentuale la finele anului viitor, valori similare rundeii anterioare. În structură, însă, aceste contribuții agregate decurg din dinamici diferențiate la nivelul subcomponentelor (Tabel 4.4).

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 7,1 la sută la finele anului curent, valoare revizuită în sus față de runda precedentă pe fondul unei restrângeri a producției de legume și fructe la nivel european, apărută în urma condițiilor climaterice nefavorabile de la începutul anului, și de 4,1 la sută la sfârșitul anului 2018, valoare similară celei proiectate în raportul din februarie

(Grafic 4.4). Dinamica acestora pe intervalul de prognoză reflectă adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale în anii 2017 și 2018.

⁶¹ În principal, pe fondul politicii veniturilor, respectiv majorări ale câștigurilor salariale din sectorul bugetar la finele anului 2016 și începutul anului 2017, care se adaugă celor implementate la finalul anului 2015 și legiferate pentru luna august 2016, precum și creșteri succesive ale salariului minim brut pe economie (inclusiv majorarea cu 200 de lei, până la 1 450 de lei, implementată la 1 februarie 2017). Aceste majorări sunt anticipate a se reflecta și în creșteri ale veniturilor din sectorul privat, ca urmare a efectelor de demonstrație, care se adaugă celor specifice mobilității intersectoriale a forței de muncă, celor preconizate pe seama avansului temporar al productivității la nivelul economiei, precum și celor aferente aplicării unei rate a inflației mai ridicate în procesul de indexare a salariilor.

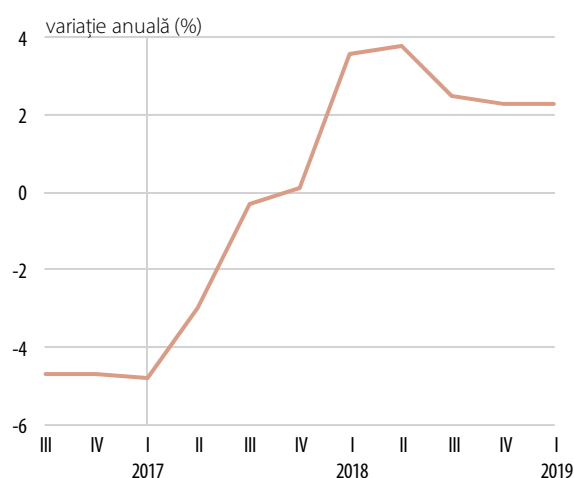
Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate prevede o rată de creștere de 0,1 la sută pentru finele anului curent, valoare similară celei prezentate în raportul anterior, și de 2,3 la sută pentru sfârșitul anului 2018, nivel marginal revizuit în sus cu 0,1 puncte procentuale ca urmare a actualizării ponderilor componentelor din grupă (Grafic 4.5).

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor va atinge -2,0 la sută pentru finele anului curent și 1,0 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.6). Traectoria acestei categorii de prețuri este marcată de efectele tranzitorii ale reducerii cotei standard a TVA de la 20 la sută la 19 la sută și ale eliminării supraaccizei la carburanți la începutul acestui an. Dinamica acestei grupe a fost revizuită în sens descendent, cu precădere pe fondul plăsării variației anuale a prețului internațional al petrolului la niveluri mai reduse pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză și al proiectării unui curs de schimb al monedei europene la valori mai apreciate față de dolarul SUA, cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra prețurilor în lei ale acestei categorii de produse.

Pentru produsele din tutun și băuturi alcoolice rata anuală a inflației este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, fiind marcată de reducerea cotei standard a TVA din luna ianuarie 2017 și de creșterea nivelului accizelor specifice la nivelul lunilor ianuarie 2017 și aprilie 2018. Valorile proiectate pentru finele anilor 2017 și 2018 sunt de 0,2 la sută și, respectiv, 0,8 la sută, fiind similare celor prognozate anterior.

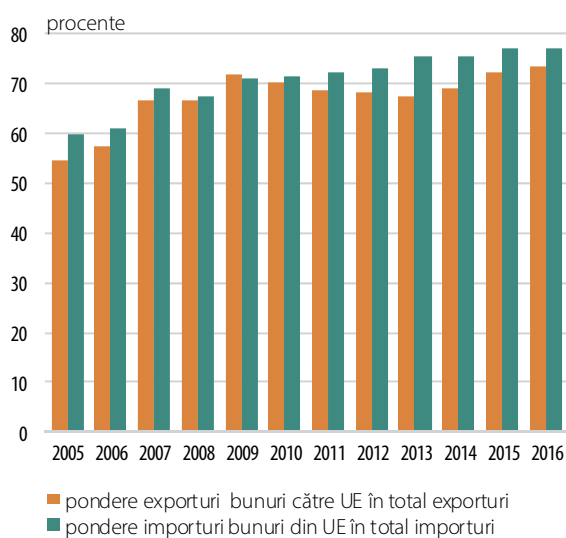
Caseta 2. Relația dintre nivelul activității economice și inflație

Întrucât obiectivul fundamental al băncii centrale este asigurarea și menținerea stabilității prețurilor, înțelegerea determinanților ratei inflației, a evoluției și perspectivelor acesteia prezintă o importanță majoră. Relația dintre nivelul activității economice (sau gradul de utilizare a resurselor) și inflație este descrisă de curba Phillips, un element esențial standard în practica internațională a modelării macroeconomice.

Această relație este însă marcată de incertitudine atât la nivel teoretic, cât și empiric. Astfel, rata inflației poate fi analizată folosind o varietate de specificații ale curbei Phillips, care depind, de exemplu, de ipotezele teoretice adoptate cu privire la forma anticipațiilor inflaționiste sau de setul altor factori determinanți considerați. De asemenea, atât pentru rata inflației, cât și pentru activitatea economică se pot utiliza măsuri statistice alternative, pentru cea din urmă unele fiind neobservabile direct, precum deviația PIB de la nivelul potențial sau deviația șomajului de la nivelul său de echilibru (NAIRU).

Un alt tip de incertitudine vizează stabilitatea în timp a relației, aceasta fiind analizată în ultimii ani în contextul observării unei decuplări între dinamica activității economice și cea a prețurilor la nivel global după izbucnirea crizei economice internaționale⁶². Astfel, Ciccarelli și Osbat (2017) obțin evidențe mixte cu privire la stabilitatea în timp a legăturii dintre activitatea economică și inflație, pentru țările din UE. FMI (2016) evidențiază stabilitatea acestei relații începând cu mijlocul anilor 1990 pentru economiile dezvoltate. În cazul țărilor din regiune, Szafranek (2016) documentează reducerea pantei curbei Phillips pentru Polonia în ultimii ani, în timp ce Banca Națională a Ungariei (2015) identifică evidențe ale slăbirii relației dintre inflație și creșterea salariilor unitare în perioada postcriză.

Grafic A. Ponderea schimburilor comerciale cu UE

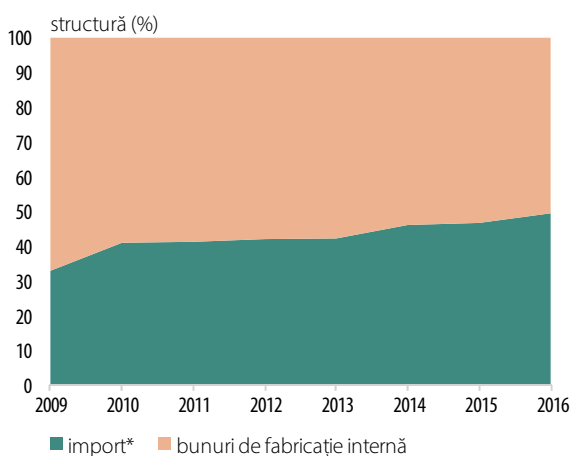


Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

În cazul României, analiza relației dintre inflație și activitatea economică prezintă unele provocări suplimentare, în contextul unui eșantion statistic relativ mai scurt decât cel disponibil pentru țările menționate, susceptibil a fi afectat și de rupturi structurale. Există totuși indicii privind slăbirea intensității relației dintre rata inflației de bază și deviația PIB de la nivelul său potențial în ultimii ani. Fenomenul poate fi pus în legătură cu o creștere a importanței relative a factorilor externi, mediu (dez)inflaționist global, în explicarea dinamicii prețurilor domestice, în detrimentul factorilor interni. Această ipoteză este susținută de evidențe privind majorarea gradului de integrare din punct de vedere al schimburilor comerciale cu UE (Grafic A) și acomodarea expansiunii consumului într-o mai mare măsură pe seama importurilor de bunuri comparativ cu cele provenind din producția internă

⁶² A se vedea, de exemplu, Constâncio (2015).

Grafic B. Achizițiile de bunuri de consum: producție internă vs. import



*) la prețul pieței⁶³; excl. importurile destinate fabricării de produse în regim *lohn*, înregistrate în contul de servicii (conform BPM6)

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

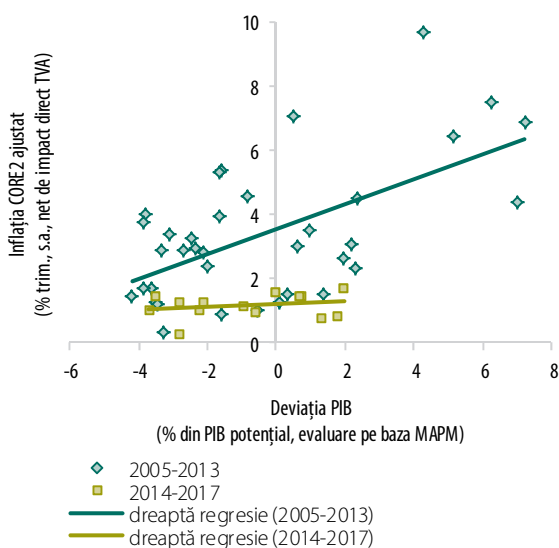
(Grafic B), favorizată și de extinderea marilor lanțuri de magazine cu capital străin, integrate în rețele de distribuție globale. Concurența ridicată la nivelul acestora diminuează transmisia în prețuri a presiunilor interne (de exemplu din partea cererii sau a costurilor salariale).

Relevanța mediului dezinflaționist global pentru evoluția inflației interne din ultimii ani a fost subliniată inclusiv în contextul evaluării erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2016 (a se vedea Caseta din Raportul asupra inflației, februarie 2017). În cadrul acesteia, o parte a tendinței recente de supraestimare în proiecție a ratei anuale a inflației IPC este atribuită inflației de bază, cel mai probabil și pe fondul estimării privind trecerea deviației PIB în teritoriul pozitiv de la începutul anului 2016. Analizele interne au relevat că o reducere a sensibilității dinamicii indicelui CORE2 ajustat la

gap-ul PIB în cadrul Modelului de Analiză și Prognoză Macroeconomică (MAPM) al BNR este de natură să îmbunătățească performanța predictivă a ratei inflației.

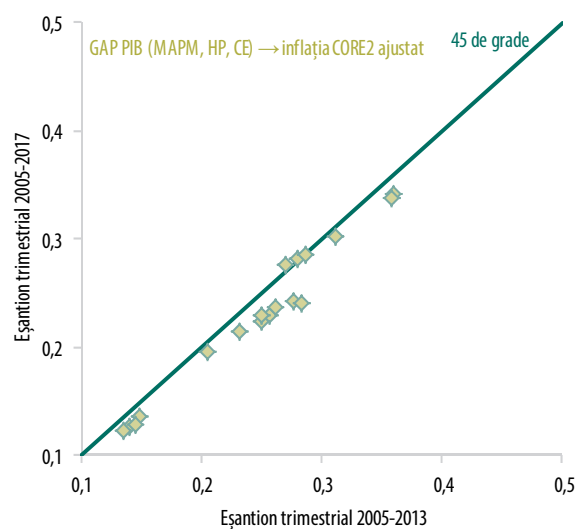
Aplatizarea curbei Phillips este vizibilă prin reducerea pantei drepte de regresie pentru observațiile recente, în cazul folosirii deviației PIB estimate cu ajutorul MAPM drept măsură a nivelului activității economice (Grafic C). Observația se menține și în cazul folosirii unor indicatori alternativi, precum gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie.

Grafic C. Inflația de bază și deviația PIB (curba Phillips, valori trimestriale)



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic D. Valori estimate ale sensibilității inflației de bază la deviația PIB



Sursa: INS, Comisia Europeană, calcule BNR

⁶³ Date efective privind marja comercială și de transport, taxele vamale și alte impozite pe produs necesare pentru exprimarea importurilor la prețul pieței sunt disponibile doar până în 2014. Pentru anii 2015-2016, primele două elemente au fost approximate pe baza cotelor acestora (aplicate la resursele exprimate la preț de bază) din perioada 2012-2014, iar în cel de-al treilea caz au fost utilizate cotele diferențiate de TVA din anii de referință.

Estimările econometrice ale curbei Phillips indică o tendință de reducere a sensibilității inflației de bază la deviația PIB odată cu extinderea eșantionului cu observațiile ultimilor 3 ani (vizibilă prin situarea punctelor sub dreapta de 45 de grade⁶⁴, Grafic D). Pentru robustețe s-au utilizat mai multe specificații ale curbei Phillips, utilizând măsuri alternative ale *gap*-ului PIB (din MAPM, obținute cu filtrul univariat Hodrick-Prescott sau preluate de la Comisia Europeană), precum și pentru variabilele explicative aferente sectorului extern.

O implicație importantă a aplatizării curbei Phillips constă în faptul că deviațiile activității economice de la nivelul potențial exercită influențe mai mici asupra ratei inflației, variabilitatea acesteia reducându-se *ceteris paribus*.

Referințe

Banca Națională a României – *Raport asupra inflației*, Capitolul IV, februarie 2017

Banca Națională a Ungariei – *Inflation Report*, septembrie 2015

Ciccarelli, M. și Osbat, C. – “Low Inflation in the Euro Area: Causes and Consequences”, ECB Occasional Paper 181, 2017

Constâncio, V. – “Understanding Inflation Dynamics and Monetary Policy”, discurs susținut la *Jackson Hole Economic Policy Symposium*, august 2015

FMI – “Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy”, *World Economic Outlook*, octombrie 2016

Szafarek, K. – “Linking Excessive Disinflation and Output Movements in an Emerging, Small Open Economy: A Hybrid New Keynesian Phillips Curve Perspective”, NBP Working Paper No. 239, 2016

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁶⁵

Deviația PIB

În trimestrul IV 2016, PIB real a crescut cu 1,4 la sută⁶⁶ față de cel anterior, iar pe ansamblul întregului an dinamica s-a plasat la 4,8 la sută, cel mai înalt nivel din perioada postcriză. În prima jumătate a anului curent, PIB real este anticipat a înregistra ritmuri de creștere trimestrială doar ușor atenuate. Prognoza pe termen scurt este susținută de semnale în general favorabile din partea variabilelor reale (de exemplu, volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul exclusiv auto-moto, producția industrială sau indicatorul de încredere în economie – Grafic 4.7)⁶⁷, revenirea

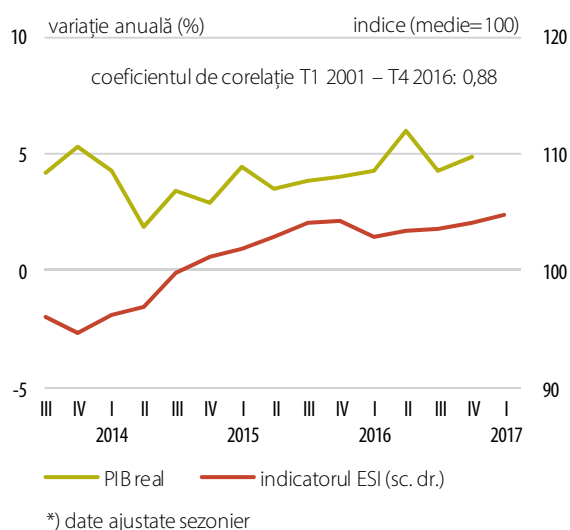
⁶⁴ Punctele plasate pe această dreaptă sugerează valori ale coeficientului similare în cele două eșantioane analizate.

⁶⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁶⁶ Comunicatul INS nr. 83 din 7 aprilie 2017.

⁶⁷ Comparativ cu media trimestrului IV 2016, primii doi indicatori menționați au crescut în perioada ianuarie-februarie 2017 cu 1,7 la sută și, respectiv, 1,4 la sută. Indicatorul de încredere în economie a crescut în trimestrul I 2017 cu 0,7 puncte, în principal pe seama celui aferent consumatorilor.

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



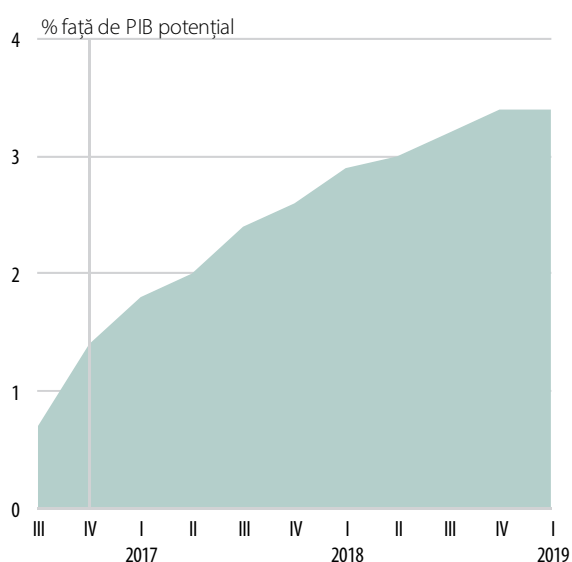
Sursa: INS, CE-DG ECFIN

cererii externe, dar și de impactul asociat unor măsuri fiscale și de venituri⁶⁸. În acest context, contribuția cererii interne la dinamica trimestrială a PIB este proiectată a se menține pozitivă, iar cea a exporturilor nete a-și accentua caracterul negativ, pe seama dinamizării suplimentare a importurilor, stimulate de celelalte componente ale PIB.

Pe parcursul intervalului de prognoză, PIB potențial are o dinamică în ușoară accelerare. Forța de muncă (măsurată ca număr total de ore lucrate în economie) își diminuează contribuția negativă, pe baza creșterii anticipate a populației ocupate, iar stocul de capital, după o încetinire temporară pe seama scăderii FBCF din anul precedent, reflectă redresarea anticipată a investițiilor. În paralel, proiectele agenților economici de extindere a ariei geografice de activitate (de exemplu, a marilor operatori comerciali, cu efecte pozitive multiple de antrenare a factorilor de producție)

și de re tehnologizare a capacităților existente reprezintă surse ale avansului productivității. Finanțarea proiectelor este anticipată a beneficia cu precădere de termenii favorabili de creditare, în timp ce absorbția fondurilor structurale și de coeziune va reflecta faza incipientă a implementării programelor aferente noii alocări financiare 2014-2020.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: calcule BNR pe baza datelor INS

Deviația PIB, pozitivă încă din prima parte a anului 2016, este proiectată în curs de amplificare pe intervalul de prognoză (Grafic 4.8), cu implicații asupra presiunilor inflaționiste. Proiecția reflectă evoluția venitului disponibil în termeni reali (susținută de impactul măsurilor de relaxare fiscală și al celor care vizează politica veniturilor), caracterul stimulat al setului condițiilor monetare reale în sens larg (cu tendință de reducere a efectelor acestora începând cu finalul anului curent), precum și închiderea și trecerea în teritoriu pozitiv a *gap*-ului cererii externe. Comparativ cu precedentul Raport asupra inflației, magnitudinea deviației PIB este mai amplă pe întregul interval de prognoză. Diferențele reflectă preponderent dinamica peste așteptări a PIB în trimestrul IV 2016, la care se adaugă revizuirea în sens mai stimulat atât a impactului măsurilor de relaxare fiscală și ale celor care vizează politica veniturilor, cât și a celui aferent *gap*-ului cererii externe, factori parțial

contrabalansați de caracterul stimulat mai atenuat (pe cea mai mare parte a

⁶⁸ Astfel de măsuri vizează: reducerea cotei standard a TVA, diminuarea accizei la combustibili, majorarea unor categorii de salarii din sectorul public, creșterea salariului minim pe economie și a cheltuielilor sociale, precum și eliminarea taxelor nefiscale.

intervalului de prognoză) al setului condițiilor monetare reale în sens larg, pe seama revizuirii efectului cursului de schimb real efectiv (prin canalul exporturilor nete). Din perspectiva componentelor cererii agregate, deschiderea *gap*-ului PIB este proiectată a se realiza în principal pe seama celui al consumului, în timp ce *gap*-ul FBCF va intra în teritoriu pozitiv abia în a doua parte a anului curent. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor sunt evaluate la valori pozitive, contribuția netă a acestora la cea a deviației PIB fiind însă negativă. Evaluarea *gap*-urilor PIB și ale componentelor PIB este caracterizată de un grad de incertitudine care crește odată cu frecvența și amplitudinea revizuirilor seriilor istorice, dar și cu volatilitatea acestora (în acest sens, se remarcă seria istorică ajustată sezonier aferentă FBCF).

În scenariul de bază, creșterea anuală a PIB real este anticipată a cunoaște o moderare pe parcursul anilor 2017 și 2018, reflectând diminuarea, comparativ cu anul anterior, a componentei discreționare a politicii fiscale (i.e. impulsul fiscal). Contribuția pozitivă ridicată a cererii interne se datorează consumului final total și, într-o mai mică măsură, FBCF. Avansul cererii interne este proiectat a alimenta creșterea importurilor de bunuri și servicii până la valori superioare celei a exporturilor, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB fiind astfel anticipată a fi negativă.

Componentele cererii agregate

Consumul final efectiv a crescut cu 6,9 la sută în anul 2016⁶⁹. Pentru trimestrul I 2017, prognoza indică menținerea creșterii trimestriale a acestei componente la un nivel apropiat celui din trimestrul anterior, pe seama avansului venitului disponibil real al gospodăriilor populației, sub impactul majorărilor salariale recente (creșterea în termeni reali a salariului mediu net în economie cu 6,2 la sută în perioada ianuarie-februarie 2017 față de trimestrul IV 2016) și al reducerii cu 1 punct procentual a cotei standard a TVA începând cu 1 ianuarie 2017. Această evoluție este susținută și de indicatorii cu frecvență înaltă: volumul comerțului cu amănuntul exclusiv auto-moto și încrederea consumatorilor⁷⁰ (îmbunătățire cu 4,3 puncte în trimestrul I 2017 față de trimestrul anterior). Pentru trimestrul II 2017, odată cu disiparea impactului creșterilor salariale și al reducerii cotei standard a TVA, se anticipează că ritmul trimestrial de creștere a consumului final efectiv va încetini ușor.

Pentru restul intervalului de proiecție consumul final efectiv este prognozat a înregistra ritmuri alerte de creștere, însă în decelerare față de cel din anul 2016. Traiectoria prognozată a acestei componente reflectă evoluția anticipată a dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației (în condițiile unei rate anuale a inflației IPC proiectată în creștere pe întregul interval de prognoză), pe fondul creșterilor salariale atât în sectorul privat, cât și mai ales în cel public.

Formarea brută de capital fix s-a redus cu 3,3 la sută în 2016. Pentru primele trimestre ale anului 2017 această componentă este prognozată a înregistra ritmuri de creștere ușor pozitive, inclusiv pe baza semnalelor favorabile din partea construcțiilor și a producției industriale de bunuri de capital (creștere de 0,2 la sută și, respectiv, de

⁶⁹ Pentru detalii privind factorii care au determinat evoluția componentelor PIB în 2016, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

⁷⁰ În trimestrul I 2017, indicatorul de încredere al consumatorilor se situează la niveluri comparabile cu cele din perioada precizată, iar în structură, evoluția acestuia a fost susținută de toate subcomponentele – ocupare, economisire, situație economică de ansamblu și situație financiară.

3,6 la sută în perioada ianuarie-februarie 2017 față de media trimestrului IV 2016). În schimb, indicatorul de încredere aferent operatorilor din construcții a înregistrat o deteriorare (-2,5 puncte în trimestrul I 2017 față de trimestrul anterior), atât pe seama perspectivelor privind comenzile, cât și a celor privind ocuparea în următoarele 3 luni.

Scenariul de bază prevede revenirea dinamicii FBCF în teritoriu pozitiv în anul 2017, urmată de o accelerare în anul 2018. Proiecția are la bază ipotezele privind impactul favorabil al condițiilor de creditare, al unor măsuri fiscale implementate recent⁷¹ și al menținerii unui flux adecvat de investiții directe, care poate crea resurse suplimentare pentru sprijinirea programelor de investiții, în timp ce absorbția fondurilor structurale și de coeziune, cu efect de antrenare a sectorului investițional, este anticipată a fi afectată de faza incipientă a noului cadru financiar⁷². Prognoza acestei componente rămâne marcată de incertitudine, pe fondul efectelor negative ale unor caracteristici structurale precum calitatea infrastructurii sau stabilitatea cadrului legal.

În anul 2016 creșterea medie anuală a exporturilor de bunuri și servicii a accelerat până la 8,3 la sută. Prognoza pe termen scurt indică plasarea ritmului trimestrial de creștere a acestei componente la valori pozitive în primele două trimestre ale anului 2017, pe seama revenirii mai alerte a activității economice a principalilor parteneri comerciali⁷³.

Pentru restul intervalului de prognoză exporturile de bunuri și servicii vor continua să înregistreze dinamici pozitive, reflectând îmbunătățirea cererii externe și efectul stimulat al cursului de schimb real efectiv, deși în diminuare către finele orizontului analizat. În sens invers acționează dinamica alertă a costurilor unitare cu forța de muncă domestice, cu impact asupra competitivității prin preț a produselor românești destinate piețelor externe.

Importurile de bunuri și servicii s-au majorat în anul 2016 cu 9,8 la sută, fiind susținute de creșterea consumului final efectiv și a exporturilor. În primele două trimestre ale anului 2017 și pentru restul intervalului de proiecție, pe fondul avansului cererii interne, se anticipează menținerea creșterii importurilor de bunuri și servicii la valori situate peste cele ale exporturilor. În aceste condiții, exportul net este anticipat a avea o contribuție negativă la creșterea PIB pe întregul interval de prognoză.

În anul 2016, deficitul contului curent al balanței de plăți și-a continuat tendința de deschidere⁷⁴, pe seama accentuării deficitului balanței veniturilor primare și al celui al balanței bunurilor. La evoluția celei din urmă a contribuit dinamizarea cererii interne; în paralel, balanța veniturilor primare a consemnat o majorare a deficitului, pe seama ieșirilor în contul veniturilor aferente investițiilor directe, sub forma participațiilor la capital (dividende și profituri reinvestite⁷⁵). Pe parcursul intervalului de proiecție,

⁷¹ De exemplu, eliminarea taxei pe construcții speciale.

⁷² Pentru anul 2017 se anticipează o diminuare a atragerilor de fonduri structurale și de coeziune, având în vedere faza incipientă a implementării programelor aferente noii alocări financiare 2014-2020. Totuși, agenții economici vor beneficia de continuarea implementării în cadrul noii alocări a proiectelor inițiate în exercițiul 2007-2013.

⁷³ Pentru detalii a se consulta Capitolul 4, Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

⁷⁴ Ponderea deficitului de cont curent al balanței de plăți în PIB în anul 2016 a fost de 2,3 la sută, față de 1,2 la sută în 2015.

⁷⁵ În același timp, însă, acestea contribuie în mod direct la finanțarea deficitului de cont curent, fiind o subcomponentă a participațiilor la capitalul companiilor de tip investiție directă.

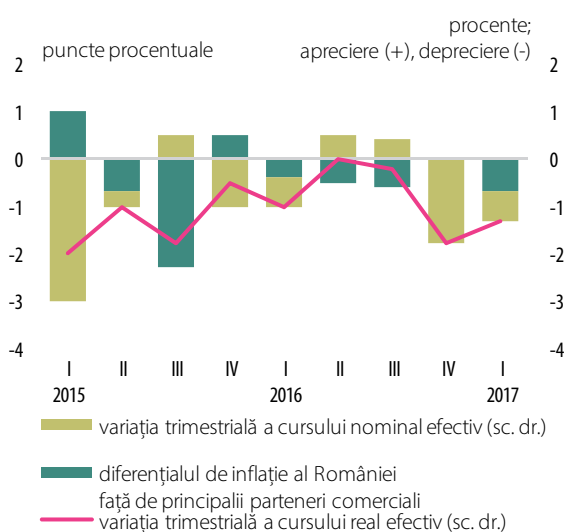
deficitul de cont curent este anticipat a continua să se adâncească până în apropierea valorii de 3,2 la sută din PIB. Principalul factor determinant al acestei evoluții rămâne dinamica importurilor de bunuri și servicii, susținută de avansul cererii interne. Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a fi asigurată preponderent prin fluxuri de capital non-generatoare de datorie externă (investiții străine directe și transferuri de capital⁷⁶), însă proporția acestora este anticipată a se diminua în 2017 și ulterior a se menține în 2018. Totuși, accentuarea deficitului de cont curent pe seama majorării celui bugetar și a accelerării consumului prezintă potențialul de a periclita echilibrele macroeconomice.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁷⁷ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁷⁸.

În trimestrul I 2017, rata nominală medie a dobânzii în lei la depozitele noi la termen practică de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari este prognozată a se

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

menține în apropierea valorii înregistrate în trimestrul IV 2016, în timp ce rata aferentă creditelor noi va crește, pe seama evoluțiilor din primele 2 luni ale anului.

Pentru trimestrul II 2017, ratele nominale ale dobânzilor sunt anticipate a se menține la valorile din trimestrul anterior. Cumulat, ratele reale ajustate ale dobânzilor continuă să transmită în primele 2 trimestre ale anului 2017 un impuls stimulat, în creștere, asupra activității economice din perioadele următoare.

În trimestrul I 2017, moneda națională s-a depreciat în termeni nominali atât față de euro, cât și față de dolarul SUA. Dinamica în raport cu dolarul SUA a fost determinată în principal de aprecierea monedei americane față de euro. Acestor evoluții li se adaugă diferențialul de inflație trimestrială față de partenerii comerciali, determinând o depreciere și în termeni reali efectivi a monedei naționale (Grafic 4.9).

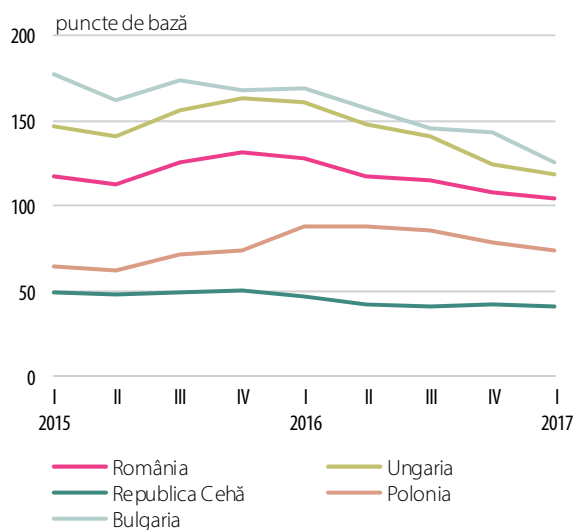
În ansamblu, cursul de schimb real efectiv este estimat a transmite un impuls stimulat, în accentuare, asupra activității economice din perioadele următoare.

⁷⁶ Asociate atragerilor de fonduri structurale și de coeziune de la UE.

⁷⁷ 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.

⁷⁸ Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat.

Grafic 4.10. Spread-urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Reuters

Efectul de avuție și de bilanț din primele două trimestre ale anului 2017 exercită influențe stimulative asupra *gap*-ului PIB din perioadele viitoare, în special pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe sub tendința pe termen mediu (*gap* puternic negativ). Raportat la trimestrul anterior, cotațiile *credit default swaps* (CDS) asociate economiei naționale s-au diminuat în trimestrul I 2017 (Grafic 4.10). Perspectivele pe termen mediu ale primei de risc sunt influențate atât de factori interni, asociați conduitei politicii fiscale și a celei de venituri⁷⁹, cât și de factori cu acțiune globală, cum ar fi desfășurarea negocierilor referitoare la *Brexit*⁸⁰ sau eventualele deviații ale politicilor monetare implementate de către BCE și Fed de la traiectoriile așteptate în prezent de piețele financiare.

În ansamblu, în trimestrele I și II 2017, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a fi stimulative la adresa cererii agregate din trimestrele următoare, în principal datorită cursului de schimb real efectiv (prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor), dar și pe seama celorlalte componente.

Pe parcursul intervalului de prognoză se anticipează un impact stimulat al condițiilor monetare în sens larg la adresa activității economice, deși în atenuare începând cu finalul anului curent. Cursul de schimb real efectiv va exercita în continuare un impact favorabil predominant (prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor). În același sens va contribui și efectul de avuție și bilanț, pe seama poziționării la niveluri reduse a ratei reale a dobânzii externe, sub influența persistenței procesului de relaxare cantitativă implementat de BCE. Conduita politicii monetare a BNR este configurată în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

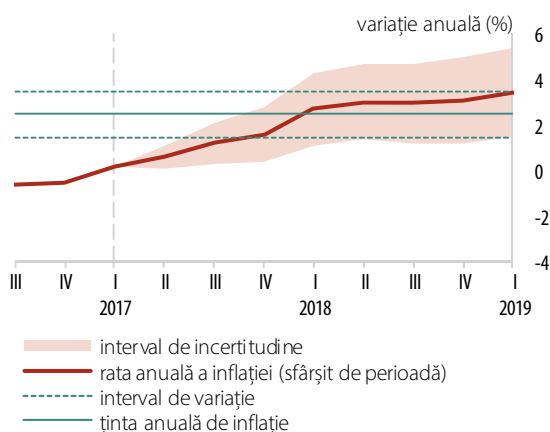
⁷⁹ Agenția de rating Moody's a modificat în data de 21 aprilie 2017 perspectiva pentru ratingul asociat României de la „pozitivă” la „stabilă”. Principalii factori invocați au fost politica fiscală expansionistă și, respectiv, caracterul prociclic al politicii fiscale și creșterea rapidă a salariilor care erodează competitivitatea externă a economiei.

⁸⁰ Procedura de ieșire a Marii Britanii din UE a fost declanșată în data de 29 martie 2017, urmând ca negocierile și procesul de retragere să se finalizeze până în luna aprilie 2019. Ulterior, în 18 aprilie, premierul britanic a anunțat declanșarea alegerilor anticipate ce urmează a avea loc pe 8 iunie 2017.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Riscurile

Grafic 4.11. Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2016. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

specifice acestei runde sunt atribuite cu precădere mediului intern și provin din partea conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor (Grafic 4.11).

Astfel, una dintre sursele de risc ar putea fi reprezentată de implementarea, în perioadele viitoare, a Legii-cadru privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice, în prezent aceasta fiind depusă la Parlament în vederea dezbaterii. Efectele potențiale de accentuare a excesului de cerere din economie și, astfel, de generare a unor presiuni inflaționiste superioare ca amplitudine celor din scenariul de bază vor depinde în mod esențial de forma finală a legii, de etapizarea în timp a majorărilor salariale și de criteriile de condiționalitate a acestora. Eventuale reduceri ale investițiilor publice în vederea încadrării deficitului bugetar în țintele asumate de autorități, coroborate unei majorări a ecartului dintre variația salariilor și cea a productivității muncii, s-ar

răsfrânge, în cele din urmă, asupra potențialului de creștere și competitivității economiei românești. În aceste condiții, deteriorarea echilibrelor macroeconomice ar urma să aibă un impact advers asupra percepției de risc a investitorilor străini, cu consecințe asupra fluxurilor de capital stabile puse la dispoziția economiei românești, a finanțării deficitului de cont curent și, astfel, asupra evoluției viitoare a monedei naționale.

În ceea ce privește mediul extern, o parte dintre riscurile semnalate în runda anterioară de prognoză au cunoscut o materializare parțială, în contextul declanșării procedurii de ieșire a Marii Britanii din UE, dar și al continuării divergenței dintre conduitele politicii monetare a Fed și a BCE. Rămâne însă relevant impactul pe care cele două evenimente îl vor avea asupra coordonatelor macroeconomice globale, în condițiile în care nu se cunosc detalii privind aranjamentele instituționale concrete care vor prevala în relația dintre UE și Marea Britanie, iar divergența dintre conduitele politicii monetare a Fed și a BCE este anticipată a se accentua inclusiv pe fondul viitoarei configurări a politicilor economice ale administrației SUA. Acestea ar putea avea în vedere, pe de o parte, implementarea unui pachet semnificativ de stimulente fiscale, incluzând atât o diminuare a impozitelor și taxelor, cât și o majorare a cheltuielilor pentru infrastructură și apărare națională, iar, pe de altă parte, o politică mai strictă cu privire la imigrație și o intensificare a protecționismului comercial. De asemenea, prezintă relevanță rezultatele alegerilor parlamentare în două dintre statele-pilon ale UE, respectiv Franța și Germania⁸¹, cu potențiale implicații asupra perspectivelor de

⁸¹ Alegerile parlamentare din Franța sunt programate pentru 11 și 18 iunie 2017, în timp ce alegerile parlamentare federale vor avea loc pe 24 septembrie 2017.

evoluție a economiei europene și a inflației din zona euro și, implicit, asupra politicii monetare a BCE. Alte surse de risc asociate mediului extern care și-au păstrat importanța și în runda curentă se referă la evoluția viitoare a activității economice la nivel global, alimentată de incertitudinile cu privire la tracțiunea exercitată de economiile emergente, în special China.

Materializarea, eventual simultană, a unora dintre aceste riscuri externe ar urma să se propage asupra economiei interne preponderent prin canale indirecte, condiționat de impactul pe care aceste evoluții l-ar putea avea asupra activității economice a UE, principalul partener comercial al României. În același timp, accentuând aversiunea globală față de risc, unele evoluții ar putea determina realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial, cu consecințe asupra traiectoriei viitoare a cursului de schimb al leului și, implicit, a ratei inflației. Aceste implicații ar putea fi potențate în situația nefavorabilă a deteriorării fundamentelor macroeconomice interne. Din acest motiv este necesară o coerență adecvată a politicilor macroeconomice interne care să asigure consolidarea progreselor realizate în perioada postcriză în materie de eliminare a dezechilibrelor.

În privința componentelor coșului IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, rămân relevante incertitudinile privind ajustările viitoare ale prețurilor administrate – cu precădere cele aferente procesului de dereglementare a pieței energiei – în lipsa unor repere clare din partea autorităților de profil referitoare la modificări viitoare de preț. De asemenea, se manifestă riscuri inerente asociate condițiilor meteorologice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole și, implicit, prețurile interne ale alimentelor.

În ceea ce privește riscurile induse de evoluția prețurilor materiilor prime internaționale, persistă incertitudini cu privire la dinamica prețului petrolului. În pofida înțelegerii între membrii OPEC și unii producători non-OPEC de a opera reduceri ale ofertei mondiale de petrol în vederea stopării scăderilor de preț, în runda curentă a devenit din nou relevant riscul unor viitoare ajustări descendente, pe fondul creșterii producției în SUA, inclusiv în contextul potențialelor viitoare măsuri în sectorul petrolier implementate de administrația SUA, care vizează creșterea producției prin mijloace neconvenționale.

Abrevieri

ACEA	Asociația Europeană a Producătorilor de Automobile
AFIR	Agenția pentru Finanțarea Investițiilor Rurale
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Directia Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFE	Ministerul Fondurilor Europene
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
NEER	curs de schimb nominal efectiv
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
REER	curs de schimb real efectiv
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	39
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	40
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	44
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	45
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	46
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	46

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Prețurile componente volatile a coșului de consum	14
Grafic 1.3	Presiunea concurențială în ramuri relevante pentru coșul de consum	15
Grafic 1.4	Inflația de bază CORE2 ajustat	15
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	16
Grafic 2.1	Cererea	17
Grafic 2.2	Oferta	17
Grafic 2.3	Activitatea comercială și încrederea populației	18
Grafic 2.4	Investiții	19
Grafic 2.5	Modificarea balanței bunurilor față de trimestrul similar al anului anterior	21
Caseta 1		
Grafic A	Indicatori ai poziției competiționale	22
Grafic B	REER pe mari grupe industriale – competiție pe piața externă	23
Grafic C	REER pe mari grupe industriale – detaliu	25
Grafic 2.6	Productivitatea muncii și NAIRU	26
Grafic 2.7	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	27
Grafic 2.8	Efectivul salariaților din economie	27
Grafic 2.9	Salariul mediu net	28
Grafic 2.10	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	29
Grafic 2.11	Prețurile producției industriale pentru piața internă	30
Grafic 2.12	Prețurile producției agricole	31
Grafic 2.13	Costurile salariale unitare din industrie	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	38
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	39
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	40
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	41
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	42
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	44
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	45
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA	46
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	47
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	47
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	47
Caseta 2		
Grafic A	Ponderea schimburilor comerciale cu UE	48
Grafic B	Achizițiile de bunuri de consum: producție internă vs. import	49
Grafic C	Inflația de bază și deviația PIB (curba Phillips, valori trimestriale)	49
Grafic D	Valori estimate ale sensibilității inflației de bază la deviația PIB	49
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	51
Grafic 4.8	Deviația PIB	51
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	54
Grafic 4.10	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	55
Grafic 4.11	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	56

