



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

februarie 2017

Anul XIII, nr. 47

Raport asupra inflației

Februarie 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 tabelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 7 februarie 2017, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 1 februarie 2017.

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

Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	13
<hr/>	
2. Evoluții ale activității economice	16
<hr/>	
1. Cererea și oferta	16
2. Prețurile de import și prețurile de producție	22
2.1. Prețurile de import	23
2.2. Prețurile de producție pe piața internă	24
<hr/>	
3. Politica monetară și evoluții financiare	26
<hr/>	
1. Politica monetară	26
2. Piețe financiare și evoluții monetare	29
2.1. Ratele dobânzilor	29
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	32
2.3. Moneda și creditul	34
<hr/>	
4. Perspectivele inflației	37
<hr/>	
1. Scenariul de bază	37
1.1. Ipoteze externe	37
1.2. Perspectivele inflației	39
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	42
Casetă. Evaluarea erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2016	48
1.4. Riscuri asociate proiecției	50
<hr/>	
Abrevieri	53
Lista tabelor din text	54
Lista graficelor din text	54

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC s-a menținut relativ stabilă pe parcursul trimestrului IV, rămânând în teritoriu negativ până la finele anului 2016 (-0,54 la sută în luna decembrie, față de -0,57 la sută în septembrie). În același timp, aceasta s-a plasat în luna decembrie cu 0,1 puncte procentuale sub valoarea prognozată în raportul anterior, ca rezultat al unor influențe conjuncturale (reducerea prețului unor produse din tutun, respectiv scăderea semnificativă a tarifelor polițelor RCA, cea din urmă contribuind și la decelerarea dinamicii anuale a inflației CORE2 ajustat). Acestea au compensat în bună măsură impactul de sens contrar al factorilor cu acțiune persistentă – în principal, evoluția excedentului de cerere, dar și dinamica prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale. Rata medie anuală a IAPC a continuat să își restrângă valoarea negativă, până la -1,1 la sută în luna decembrie, pe măsură ce noi variații anuale afectate de extinderea cotei reduse a TVA la toate alimentele din iunie 2015 au ieșit din calculul acesteia.

O evoluție relativ stagnantă a consemnat și rata anuală a inflației nete de efectele de runda întâi ale reducerii TVA, aceasta avansând de la 0,82 la sută în septembrie la 0,85 la sută în decembrie – nivel poziționat sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. În structură, în timp ce majoritatea componentelor indicelui au exercitat contribuții dezinflaționiste în intervalul analizat, dinamica prețurilor combustibililor s-a remarcat prin avansul consistent, pe seama redresării la nivel global a cotațiilor petrolului, în paralel cu tendința de apreciere a dolarului SUA față de principalele valute și, implicit, față de leu.

La sfârșitul anului 2016, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a plasat la 0,3 la sută, în scădere de la 0,6 la sută în septembrie. O evoluție similară a înregistrat și rata anuală a inflației de bază excluzând impactul modificării cotei TVA, atingând 1,2 la sută la finele anului (reducere cu 0,2 puncte procentuale față de septembrie), valoare situată și în cazul acestei componente sub cea inferioară a intervalului țintei. Principala explicație pentru menținerea unui nivel scăzut al inflației de bază se regăsește în contraponderea oferită de evoluția prețurilor externe (inclusiv impactul exercitat de temperarea deprecierei în termeni anuali a leului față de euro în ultima parte a anului) presiunilor interne asociate extinderii graduale a surplusului de cerere agregată.

Cea de-a doua jumătate a anului 2016 a fost caracterizată de absența câștigurilor de productivitate în industrie, redresarea observată în trimestrul II dovedindu-se temporară. În aceste condiții, pe ansamblul perioadei iulie-noiembrie, costurile salariale unitare din industrie și-au păstrat ritmul anual solid de creștere (8,7 la sută). În perspectivă, majorările salariale anunțate pentru anul 2017, atât cele din sectorul public, cât și cea a salariului minim brut, dar și creșterile preconizate de venituri din sectorul privat, sunt de așteptat să mențină o dinamică anuală înaltă a costurilor

salariale unitare atât în industrie, cât și la nivelul economiei. În perioada următoare, presiunile inflaționiste acumulate pe acest canal s-ar putea reflecta în prețuri în mai mare măsură, potențialul de compensare a acestora pe seama celorlalte componente ale costului de producție dispându-se treptat, în contextul conturării la nivel internațional a unui trend de redresare a cotațiilor principalelor materii prime (energetice, agroalimentare etc.).

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 4 noiembrie 2016, 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 la mijlocul anului curent, precum 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 dispărerea treptată preconizată a influențelor 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 configurația bugetului pentru anul 2017. Riscurile induse de mediul extern erau generate, în principal, de incertitudinile persistente legate de creșterea economică globală și în special a celei a zonei euro, în contextul trenării revigorării economiilor emergente majore, al problemelor din sistemul bancar european și al rezultatului referendumului din Marea Britanie.

Ulterior, datele statistice au relevat scăderea în luna noiembrie 2016 a ratei anuale a inflației la -0,7 la sută, ușor sub nivelul prognozat anterior, după ce în luna octombrie se plasase la -0,4 la sută. Readâncirea ratei anuale a inflației în teritoriu negativ s-a datorat, în principal, scăderii dinamicii prețului produselor din tutun și impactului reducerii tarifelor polițelor RCA. Rata anuală a inflației de bază a avut o traiectorie relativ similară, situându-se în luna noiembrie 2016 la 0,5 la sută. Creșterea economică anuală a încetinit în trimestrul III 2016, pe fondul decelerării cererii interne, temperarea fiind mai pronunțată decât cea previzionată.

În ședința din 6 ianuarie 2017, cele mai recente evaluări reconfirmau perspectiva revenirii ratei anuale a inflației în teritoriu pozitiv în primul trimestru al anului 2017, simultan cu reluarea creșterii ei, pe fondul persistenței presiunilor inflaționiste asociate excedentului de cerere agregată și al creșterii costurilor salariale unitare. Riscurile la adresa perspectivei inflației proveneau din mediul intern și din cel extern. Pe plan extern, persistau riscurile identificate anterior, la care se adăuga cel privind evoluția prețului petrolului și al altor materii prime 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, de la -0,5 la sută la sfârșitul anului 2016 la 1,7 la sută la finele anului 2017 și la 3,4 la sută la orizontul proiecției (trimestrul IV 2018). Față de raportul precedent, valorile prognozate atât pentru rata anuală a inflației, cât și pentru cea a inflației de bază au fost revizuite în jos pentru sfârșitul anului curent și în sus pentru finele celui viitor. Pe de o parte, asupra ratei anuale a inflației CORE2 ajustat acționează setul de măsuri

stimulative fiscale și de venituri adoptate recent.

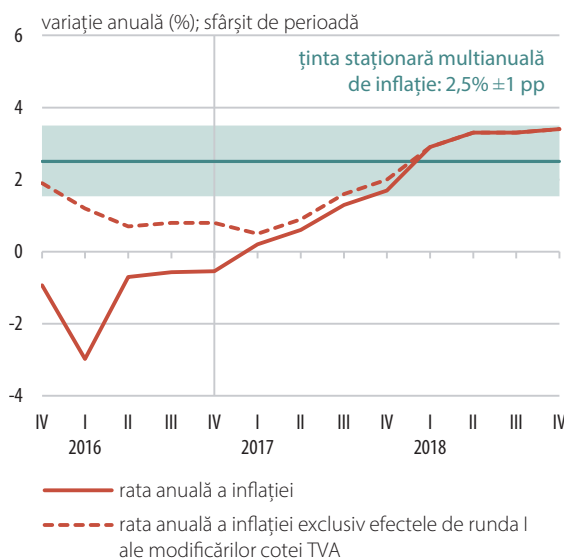
Pe de altă parte, aceasta va resimți, cu precădere în prima jumătate a anului curent, acumularea într-un ritm mai lent decât se anticipa anterior a presiunilor inflaționiste datorate excesului de cerere din economie, în timp ce impactul reducerii semnificative a tarifelor polițelor RCA va persista la nivelul ratei anuale a inflației până în octombrie 2017. Începând din a doua parte a intervalului analizat, în principal sub impactul dinamizării excesului de cerere din economie, inflația de bază va deveni principalul determinant atât al nivelului, cât și al revizuirii în sus față de runda anterioară a proiecției ratei anuale a inflației.

Diferențe asociate efectelor tranzitorii de runda întâi ale reducerii cotei standard a TVA, aflate în afara controlului autorității monetare, sunt de așteptat să persiste până la finele anului curent, când rata anuală a inflației nete de aceste influențe va atinge

2 la sută. Începând cu ianuarie 2018, cele două măsuri ale ratei anuale a inflației vor fi identice.

Ulterior accelerării creșterii economice din cursul anului 2016, pentru anul 2017 aceasta 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 recent anunțați configurează un impuls fiscal pozitiv, însă de magnitudine inferioară celui evaluat pentru anul 2016. Pe de altă parte, consolidarea activității economice a partenerilor externi ai României este de așteptat a fi una relativ lentă. Principalii determinanți ai creșterii economice vor rămâne consumul și, într-o măsură mai redusă, investițiile. Dinamica prognozată a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației va reflecta impactul asupra venitului disponibil real provenit din partea măsurilor de relaxare fiscală și a celor care vizează politica veniturilor în sectorul public, concomitent cu majorările salariale așteptate a se produce în sectorul privat. În ipoteza continuării absorbției de fonduri europene structurale și de coeziune

Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

– deși cu o ușoară încetinire de ritm în cursul anului 2017 – creșterea anticipată a formării brute de capital fix va cunoaște o ușoară decelerare în anul curent, urmată de o dinamizare în 2018. În sens favorabil acționează asupra celor două componente ale PIB, pe întregul interval de referință, și caracterul stimulat al setului condițiilor monetare reale în sens larg.

Pe fondul avansului semnificativ al cererii interne, în special în anul curent, ritmul de creștere a importurilor de bunuri și servicii este anticipat a-l depăși pe cel al exporturilor, contribuind la adâncirea deficitului de cont curent și la poziționarea, pe termen mediu, a ponderii acestuia în PIB în jurul nivelului de 3 la sută. Deși nivelul surselor preconizate de finanțare a deficitului de cont curent, precum și structura acestora, continuă să rămână adecvate, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului și a majorării deficitului bugetar reprezintă un factor de risc la adresa echilibrului macroeconomic, cu impact direct asupra fluxurilor de capital adresate economiei românești.

În contextul creșterii economice sub așteptări din trimestrul III 2016, deviația pozitivă a PIB de pe parcursul anului trecut a fost revizuită la valori inferioare celor din runda anterioară de prognoză. În același timp însă, sub impactul măsurilor suplimentare fiscale și salariale, al dinamizării veniturilor din sectorul privat, al reducerii graduale a deficitului de cerere externă și al caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg, excesul de cerere va cunoaște o intensificare până la orizontul proiecției, plasându-se, încă de la jumătatea anului curent, peste valorile preconizate anterior.

Conform proiecției actuale, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 2,4 la sută la sfârșitul anului 2017 și 4,3 la sută la finele celui viitor. Pentru decembrie 2018, valoarea proiectată este plasată peste nivelul superior al intervalului țintei (3,5 la sută). Traectoria acestei componente este configurată, în principal, de evoluția deviației PIB, la care se adaugă creșterea treptată a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, precum și dinamizarea graduală a 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 până la finele anului curent, precum și de impactul reducerii tarifelor RCA, cu efect până în octombrie 2017. Netă de influența modificării cotei TVA, rata anuală a inflației de bază este proiectată la 2,6 la sută în decembrie 2017.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri 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. Pentru 2017, revizuirea în sens descendent a contribuției acestor componente față de proiecția din noiembrie este marginală (-0,1 puncte procentuale), dar în structură reflectă influențe considerabil divergente ale componentelor: în timp ce contribuția asociată modificării prețurilor administrate este mai redusă cu 0,3 puncte procentuale, în principal pe seama deciziei autorităților de eliminare a unor taxe nefiscale, în cazul combustibililor, revizuirea este de sens opus (+0,2 puncte procentuale), pe seama dinamicii mai alerte a prețului internațional al petrolului și a aprecierii recente a dolarului SUA.

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

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată ca fiind relativ echilibrată. În actuala conjunctură, incertitudinile sunt asociate, pe de o parte, unei dinamici viitoare mai reduse a prețurilor administrate, iar pe de altă parte, influențelor de sens contrar asociate conduitei politicii fiscale și a veniturilor, precum și posibilelor modificări ale coordonatelor mediului extern.

Pe plan intern, conduita viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor reprezintă unul dintre factorii de risc relevanți. În acest sens, orice abatere, pe partea de venituri sau de cheltuieli, de la setul de măsuri fiscal-bugetare incluse în proiectul de buget propus pentru anul 2017 ar urma să aibă implicații asupra sustenabilității finanțelor publice și, implicit, asupra configurației scenariului de bază al proiecției macroeconomice. În plus, o structură a cheltuielilor bugetare în care cele de investiții ar urma să fie reduse în favoarea celor curente ar putea configura o structură a cererii interne cu un grad mai redus de sustenabilitate pe termen mediu. Aceasta ar putea determina o dinamică mai alertă a prețurilor de consum comparativ cu scenariul de bază, afectând, totodată, potențialul de creștere și competitivitatea economiei. În aceste condiții, plasarea deficitului bugetar peste valoarea de referință de 3 la sută aferentă Pactului de stabilitate și creștere și, implicit, deteriorarea poziției externe a economiei ar putea conduce la reevaluarea de către investitorii străini a gradului de risc asociat economiei interne.

Riscuri în sens descendent la adresa perspectivelor inflației asociate mediului intern continuă să fie atribuite componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, cu precădere dinamicii prețurilor administrate. În acest sens, rămân relevante incertitudinile privind ritmul ajustărilor viitoare ale prețurilor produselor energetice, în contextul evoluțiilor recente – posibil a persista și în perioadele viitoare – ale cotațiilor pe piețele internaționale, precum și al deciziilor autorităților de profil cu referire la componentele prețului final supuse autorizării acestora.

Evoluțiile globale continuă să reprezinte o sursă apreciabilă de riscuri la adresa traiectoriei inflației din scenariul de bază. Incertitudini persistente în privința accentuării divergenței conduitelor politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii vizează configurația viitoare a politicilor economice ale administrației SUA. Acestea ar putea avea în vedere implementarea unor stimuli fiscali considerabili, provenind din diminuarea impozitelor și taxelor, dar și din creșteri de cheltuieli cu infrastructura și serviciul de apărare, o politică mai strictă cu privire la imigrare și o intensificare a protecționismului comercial. Eventuale realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial ocazionate de divergența evoluțiilor din principalele economii avansate ar putea determina fluctuații impredictibile ale parității monedelor țărilor emergente, inclusiv ale leului, cu impact asupra traiectoriei ratei inflației din scenariul de bază.

În ceea ce privește riscurile induse de evoluția prețurilor materiilor prime, se remarcă o diminuare, față de runda anterioară, a incertitudinilor privind evoluția anticipată a prețului petrolului, în contextul înțelegerilor între membrii OPEC și non-OPEC de a opera reduceri ale producției mondiale de petrol. În plus, reconfigurarea conduitei viitoare a politicii monetare a principalelor bănci centrale ar putea avea un impact diferit de cel presupus în scenariul de bază asupra evoluției cursului de schimb EUR/USD și, implicit, asupra prețului produselor din import exprimate în lei.

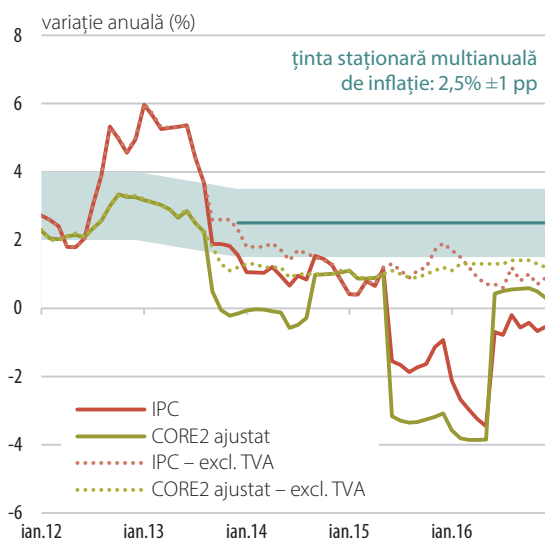
Decizia de politică monetară

Având în vedere încetinirea în raport cu proiecția anterioară a creșterii anticipate a ratei anuale a inflației pe orizontul scurt de timp, precum și riscurile la adresa perspectivei pe termen mediu a inflației, având ca surse conduita politicii fiscale și a celei de venituri și incertitudinile privind creșterea economică globală și revigorarea economiei zonei euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 7 februarie 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 nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC s-a menținut relativ stabilă pe parcursul trimestrului IV, rămânând în teritoriu negativ până la finele anului 2016 (-0,54 la sută în luna decembrie). În absența efectului direct al reducerii cotei standard a TVA, prețurile de consum ar fi crescut în termeni anuali cu aproximativ 0,85 la sută în luna decembrie, nivel situat sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. Evoluția a fost însă rezultatul unor influențe conjuncturale, care au compensat în bună măsură impactul de sens contrar al factorilor cu acțiune persistentă. Astfel, presiunile inflaționiste asociate excedentului de cerere agregată și consolidării traiectoriei ascendente a cotațiilor principalelor materii prime pe piețele internaționale au fost contrabalansate la nivelul IPC de reducerea atipică a prețului unor produse din tutun și scăderea amplă a tarifelor polițelor RCA. Alături de atenuarea deprecierii în termeni anuali a monedei naționale față de euro, acest ultim factor a contribuit semnificativ la diminuarea ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat în trimestrul IV (cu 0,2 puncte procentuale, până la 1,2 la sută, valoare netă de efectul direct al modificărilor de natură fiscală; Grafic 1.1).

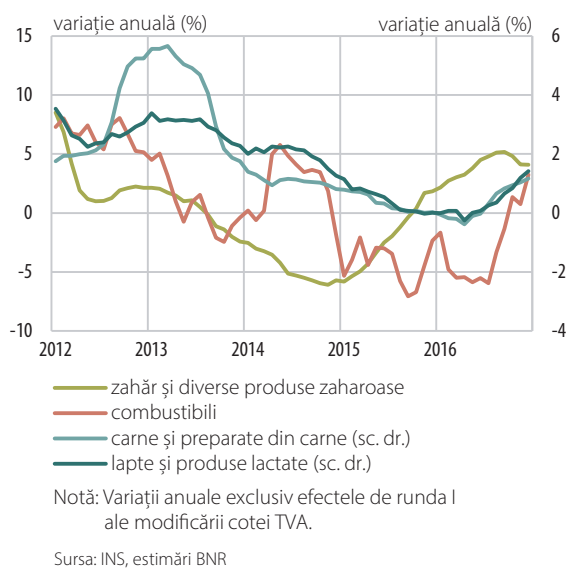
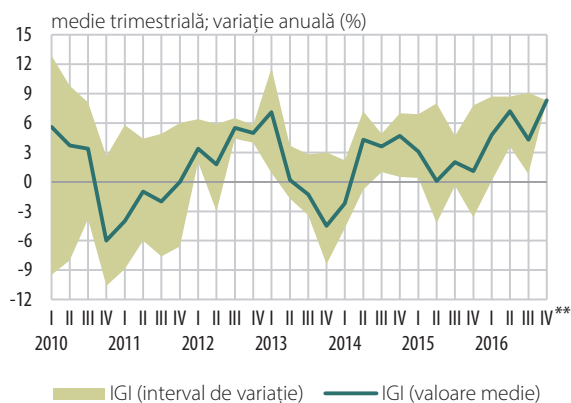
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Sursa: INS, estimări BNR

Pe parcursul trimestrului IV, semnalele privind redresarea la nivel global a cotațiilor principalelor materii prime (energetice, metale și majoritatea produselor agroalimentare) s-au consolidat, fiind consemnate accelerări cvasigeneralizate¹ ale ritmurilor anuale de creștere, care au reintrat în teritoriu pozitiv spre finele anului 2016. Din perspectiva costurilor de producție ale companiilor, evoluțiile observate semnalează că o sursă notabilă de compensare a presiunilor în creștere exercitate în ultimii ani la nivelul cheltuielilor salariale s-a disipat treptat în perioada recentă. În structura coșului de consum, este vizibilă deja tendința de majorare a prețului unor produse alimentare procesate (lapte și produse lactate, carne și preparate din carne) și al combustibililor, în cel din urmă caz dinamizarea fiind susținută și de aprecierea substanțială a dolarului SUA în raport cu moneda națională (Grafic 1.2).

¹ Excepție au făcut grâul și semințele de floarea-soarelui, ale căror cotații au scăzut în termeni anuali, sub impactul recoltelor superioare celor înregistrate în anul precedent. Merită menționată și decelerarea substanțială a ritmului anual de creștere a cotației zahărului (de la circa 70 la sută în trimestrul III la 42 la sută în trimestrul IV), în corelație cu producția peste așteptări a Braziliei, cel mai mare producător la nivel mondial, precum și cu deprecierea monedei acestui stat în raport cu dolarul SUA.

Grafic 1.2. Prețurile unor produse alimentare de larg consum și prețul combustibililor**Grafic 1.3. Inflația generată pe plan intern***

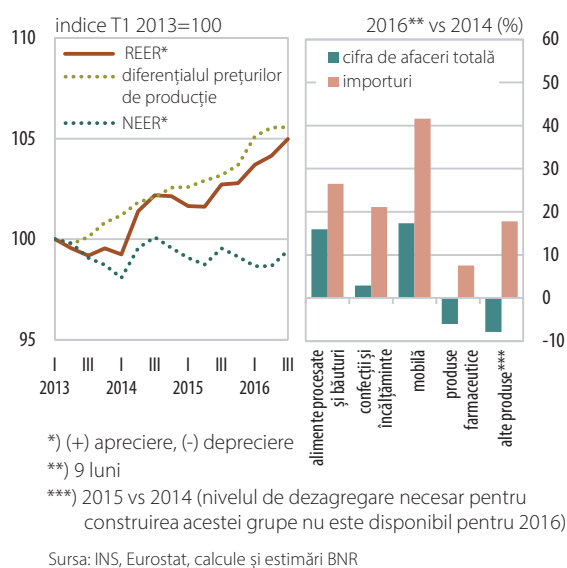
În același timp, menținerea la valori pozitive a măsurilor inflației generate pe plan intern – IGI (costuri unitare cu forța de muncă din economie, costuri salariale unitare din industrie și deflatorul PIB) continuă să indice acumularea unor presiuni de creștere a prețurilor pe piața autohtonă (Grafic 1.3); atenuarea observată în cadrul trimestrului III pare a avea un caracter temporar, primele semnale privind ultimul trimestru al anului 2016 sugerând mai degrabă reluarea tendinței ascendente.

Influențele menționate anterior au fost în esență neutralizate în cursul trimestrului IV de acțiunea unor factori conjuncturali – reducerea prețului unui sortiment de țigarete, respectiv scăderea semnificativă a tarifelor polițelor RCA, ulterior deciziei autorităților de plafonare a acestora pentru o perioadă de șase luni. Ultima măsură a reprezentat, de altfel, principala cauză a diminuării ratei anuale a inflației de bază (CORE2 ajustat) în ultima parte a anului 2016, un al doilea element explicativ constând în temperarea deprecierei în termeni anuali a leului față de euro, care s-a reflectat direct în atenuarea dinamicii anuale a unor tarife de piață (servicii de telefonie și abonamente radio-tv). Un anumit rol în explicarea decelerării observate la nivelul inflației de bază în ultima parte a anului 2016 poate fi atribuit, totuși, și încorporării în avans de către unii operatori comerciali a reducerii cotei standard a TVA prevăzute pentru ianuarie 2017.

Într-o perspectivă mai largă, inflația de bază CORE2 ajustat (netă de efectele măsurilor de reducere a cotelor TVA) s-a plasat pe o traiectorie timidă de creștere în anul 2016, cu un maxim de 1,4 la sută înregistrat în perioada august-octombrie. Principala explicație pentru menținerea unui nivel scăzut al inflației de bază se regăsește în contrapondere

oferită de evoluția prețurilor externe presiunilor interne asociate extinderii graduale a excedentului de cerere agregată. În plus, cota de piață a importurilor de bunuri de consum în totalul achizițiilor populației a avansat constant în ultimii ani, atât ca urmare a competitivității prin preț mai ridicate a acestora, cât și pe fondul capacității limitate a producătorilor interni de a-și ajusta rapid facilitățile de producție pentru a acomoda saltul semnificativ al cererii de consum ulterior măsurilor stimulative introduse începând cu luna iunie 2015 (Grafic 1.4).

Grafic 1.4. Bunuri de consum: curs de schimb real efectiv și fluxuri comerciale

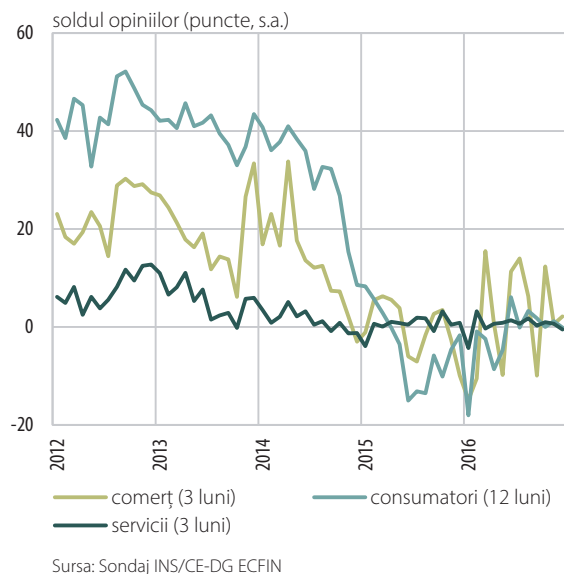


Așteptările privind inflația ale analiștilor bancari s-au re poziționat începând cu a doua jumătate a anului 2016 pe o traiectorie ascendentă, atât pentru orizontul de un an, cât și pentru cel de doi ani, apropiindu-se de punctul central al țintei de inflație (2,5 la sută). În același timp, răspunsurile agenților economici la sondajul DG ECFIN conturează o perspectivă relativ stabilă pe termen scurt (trei luni) a prețurilor la nivelul sectoarelor (industrie, construcții, comerț și servicii), dar și în rândul consumatorilor, pe un orizont mai îndepărtat (12 luni; Grafic 1.5).

Rata medie anuală a IAPC a continuat să își restrângă valoarea negativă, până la -1,1 la sută în luna decembrie, pe măsură ce noi variații anuale afectate de extinderea cotei reduse a TVA la toate alimentele din iunie 2015 au ieșit din calculul ratei medii. În aceste condiții, ecartul față de media UE s-a redus până la -1,3 puncte procentuale, în sens opus acționând tendința recentă de intensificare a inflației pe plan european, impulsionată de traiectoria cotației țiteiului pe piețele internaționale.

Comparativ cu ediția din noiembrie a Raportului asupra inflației, variația anuală a prețurilor de consum s-a situat cu 0,1 puncte procentuale sub valoarea prognozată, în principal sub acțiunea factorilor conjuncturali specificați anterior.

Grafic 1.5. Anticipațiile operatorilor economici privind evoluția prețurilor

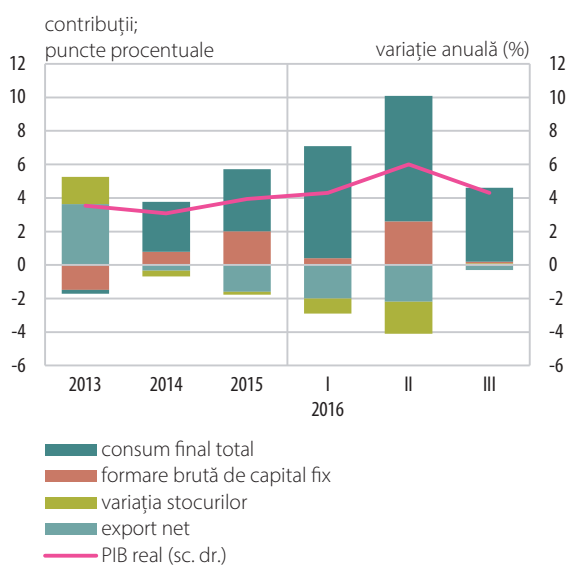


2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

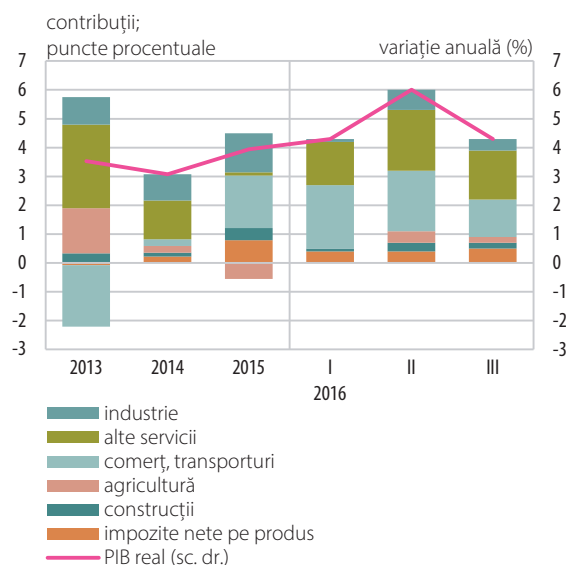
Activitatea economică a continuat să se extindă într-un ritm alert în trimestrul III (4,3 la sută în termeni anuali), astfel încât la nivelul primelor trei trimestre avansul PIB real a depășit media anului 2015 (4,8 la sută față de 3,9 la sută), susținând așteptările privind intensificarea creșterii economice în 2016 (Grafic 2.1). Comparativ cu intervalul aprilie-iunie însă, dinamica anuală s-a atenuat (cu 1,7 puncte procentuale), tendința caracterizând ambele componente ale absorbției interne – consum și investiții. Evoluția a contribuit semnificativ la frânarea creșterii achizițiilor din import, aportul negativ al sectorului extern la dinamica PIB corectându-se pe acest fond aproape integral.

Grafic 2.1. Cererea



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.2. Oferta



Sursa: INS, calcule BNR

Comparativ cu trimestrul II, cererea de consum a populației și-a atenuat cu 3,4 puncte procentuale viteza de creștere, aceasta rămânând însă robustă (6,1 la sută), pe fondul menținerii ritmului înalt de creștere a veniturii reale al populației (circa 15 la sută). Decelerarea observată s-a datorat, mai ales, dispării impactului de runda I al modificării cotei TVA în iunie 2015, cifra de afaceri aferentă achizițiilor de bunuri alimentare reducându-și dinamica anuală până la 7,6 la sută. În același timp, vânzările de autovehicule s-au intensificat (peste 20 la sută în termeni anuali), atât pe segmentul autoturismelor noi (stimulate de derularea Programului de reînnoire a parcului auto), cât și pe cel al unităților rulate, ceea ce a antrenat extinderea în continuare a comerțului cu piese de schimb și a lucrărilor de reparații și întreținere.

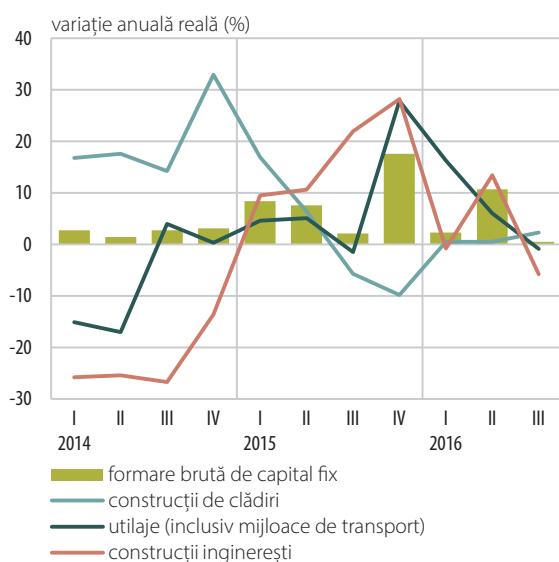
De asemenea, pe trend ascendent s-a menținut și volumul achizițiilor de carburanți, o contribuție favorabilă revenind, în prima parte a trimestrului analizat, reducerii prețurilor (influența acestui factor s-a inversat însă începând cu luna septembrie; Grafic 2.2). Cererea de consum își va menține probabil ritmul pozitiv robust de creștere și în lunile următoare, avansul real din octombrie-noiembrie înregistrat de cifra de afaceri din comerțul cu amănuntul (ușor inferior totuși ritmului mediu anual din trimestrul III) fiind de așteptat să caracterizeze întregul trimestru. Un indiciu în acest sens îl oferă indicatorul de încredere a consumatorilor, al cărui nivel mediu a cunoscut o îmbunătățire în trimestrul IV față de perioada anterioară, susținută de toate componentele – ocupare, situație financiară (inclusiv economisire), situație economică de ansamblu. Perspectiva rămâne în continuare favorabilă, dat fiind că începutul anului 2017 va marca o nouă creștere a puterii de cumpărare a populației, pe fondul majorărilor salariale anunțate, dar și al reducerii cotei standard a TVA de la 20 la 19 la sută începând cu 1 ianuarie.

Execuția bugetului general consolidat a fost cvasiechilibrată în trimestrul III (un sold pozitiv de 0,2 miliarde lei², inferior celui consemnat în aceeași perioadă din anul anterior³), după ce în intervalul aprilie-iunie s-a soldat cu un deficit de 6,9 miliarde lei (0,9 la sută din PIB). Rezultatul execuției bugetare a reflectat cu precădere impactul comprimării sensibile a ritmului de creștere a cheltuielilor (la 1,8 la sută⁴, de la 8,6 la sută în trimestrul precedent), determinată în principal de amplificarea declinului cheltuielilor cu proiecte finanțate din fonduri externe nerambursabile și, într-o măsură

mai redusă, de decelerarea celor de personal⁵, de asistență socială și a celor cu bunuri și servicii⁶. La rândul lor, veniturile bugetare și-au atenuat ușor scăderea (la -1,3 la sută, față de -2,7 la sută) – în principal ca urmare a relativei ameliorări a dinamicilor încasărilor din TVA și a veniturilor nefiscale, precum și a intensificării creșterii încasărilor din impozitul pe salarii și venit, respectiv a celui pe profit.

Cererea de investiții a stagnat în trimestrul III (rată anuală de creștere de 0,5 la sută, comparativ cu 10,7 la sută anterior; Grafic 2.3). O contribuție importantă a venit construcțiilor ingineresti – serie cu volatilitate pronunțată, în asocieră cu calendarul electoral și cu profilul asimetric al execuției bugetare (respectiv intensificarea cheltuielilor în ultimele luni ale anului). Astfel, în trimestrul III se remarcă reculul lucrărilor ingineresti, în bună măsură pe seama restrângerii din perioada

Grafic 2.3. Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

² Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii septembrie 2016.

³ Aproximativ 2 miliarde lei (0,3 la sută din PIB).

⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

⁵ Evoluția cheltuielilor de personal și asistență socială reflectă și epuizarea unui efect de bază determinat de impactul majorării în anul precedent a salariilor personalului plătit din fonduri publice și a alocațiilor de stat pentru copii.

⁶ În sens opus a acționat revenirea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a componentelor referitoare la subvenții și alte transferuri.

curentă, odată cu dispariția stimulului oferit activității de alegerile locale din luna iunie și cu finalizarea în semestrul I a unor proiecte cu finanțare europeană aferente exercițiului 2007-2013. Traectoria va continua probabil și în perioada următoare, în condițiile în care eventuala revigorare din luna decembrie va fi insuficientă pentru a contrabalansa accentuarea declinului construcțiilor pe acest segment în primele două luni ale trimestrului IV, comparativ cu trimestrul anterior. O evoluție nefavorabilă au înregistrat și achizițiile de echipamente (inclusiv autovehicule cumpărate de companii și instituții publice), a căror decelerare constantă de ritm pe parcursul primului semestru a fost urmată de o restrângere în trimestrul III. Acest rezultat se corelează cu evoluțiile modeste consemnate de la începutul anului la nivelul principalelor canale de finanțare: (i) dinamica reală a creditelor pentru echipamente a pierdut treptat din consistență, iar (ii) rata de autofinanțare⁷ în sectorul companiilor nefinanciare s-a plasat în primele trei trimestre sub media ultimilor ani. Cu toate că, recent, unele companii industriale par să manifeste un interes sporit pentru investițiile destinate dezvoltării unor produse cu valoare adăugată mai ridicată⁸, o îmbunătățire a perspectivei este încă incertă, în condițiile în care rezultatele celui mai recent sondaj INS/DG ECFIN privind volumul investițiilor la nivelul industriei prelucrătoare indică o scădere cu 5 la sută pentru anul 2017.

Singura componentă care s-a plasat în trimestrul III pe o traiectorie crescătoare a fost cea a construcțiilor de clădiri (ritm anual de 2,3 la sută, ulterior cvasistagnării din prima jumătate a anului). La nivelul primelor 11 luni din 2016, cea mai robustă creștere a fost consemnată de segmentul rezidențial (circa 13 la sută în termeni anuali), cu perspectivă favorabilă, după cum sugerează extinderea, în același interval, a suprafeței autorizate în vederea construirii (cu 10,3 la sută). Indicii favorabile se regăsesc și în Sondajul BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, în contextul în care expectațiile pentru trimestrul IV la nivelul împrumuturilor ipotecare converg către relaxarea în continuare a standardelor aplicate de instituțiile de credit, concomitent cu creșterea cererii din partea populației.

Diminuarea aportului pozitiv al cererii interne la creșterea economică a fost parțial compensată de evoluția sectorului extern – în acest sens, atât exporturile, cât și importurile de bunuri și-au temperat ritmul anual de creștere, frânarea celor din urmă fiind însă mai pronunțată.

În ceea ce privește exporturile de bunuri, temperarea ritmului anual de creștere din perioada analizată (-1,4 puncte procentuale, până la 7,5 la sută) a survenit în principal pe fondul unor evoluții de natură conjuncturală – pe de o parte, lucrările de revizie desfășurate de companii care activează în sectorul chimic și respectiv în cel de prelucrare a hidrocarburilor, iar pe de altă parte, reducerea livrărilor externe de autovehicule, posibil ca urmare a modificărilor operate la nivelul liniilor de producție, dată fiind lansarea unor noi modele la finalul trimestrului.

⁷ Calculată ca raport între economia brută și formarea brută de capital fix din sectorul „societăți nefinanciare”.

⁸ În ramuri precum producția de echipamente electrice și componente auto, metalurgie, chimie, posibil și sub impulsul modificărilor legislative adoptate în ultima perioadă pentru sprijinirea activității de cercetare-dezvoltare – scutirea de impozitul pe venit pentru angajații din domeniul cercetării-dezvoltării aplicative și tehnologice și deducerea suplimentară cu 50 la sută a cheltuielilor cu cercetarea și dezvoltarea din impozitul pe profit.

Informațiile disponibile până în prezent indică faptul că aceste influențe s-au estompat către finalul anului, având în vedere faptul că în perioada octombrie-noiembrie dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri pentru piața externă a revenit în teritoriu pozitiv atât în ramura de prelucrare a hidrocarburilor, cât și în sectorul chimic, iar numărul de autovehicule exportate și-a atenuat scăderea anuală în trimestrul IV, aceasta devenind similară celei înregistrate în prima jumătate a anului⁹. O evoluție remarcabilă au înregistrat, în trimestrul III, exporturile de materii prime agricole (cereale și plante oleaginoase), care și-au accelerat ritmul anual de creștere până la 24 la sută și respectiv 72 la sută în termeni reali, în contextul unui an agricol bun.

La nivelul întregului an, competitivitatea exporturilor autohtone s-a menținut relativ favorabilă, continuarea tendinței ascendente a vânzărilor externe fiind însă grevată de caracterul eterogen al poziției competiționale la nivelul ramurilor manufacturiere. Astfel, evoluția exporturilor este susținută în fapt de un număr restrâns de ramuri, și anume cele integrate în rețelele internaționale de producție, care au beneficiat de influxuri consistente de investiții străine directe (componente auto, echipamente electrice). În același timp, industria ușoară, industria chimică și metalurgia (sectoare care generează încă 14,3 la sută din totalul exporturilor de bunuri¹⁰) oferă mai puțin suport exporturilor, în contextul concurenței din partea producătorilor asiatici, dar și al unor constrângeri interne (presiune în creștere din partea costurilor salariale, restrângere a capacităților de producție).

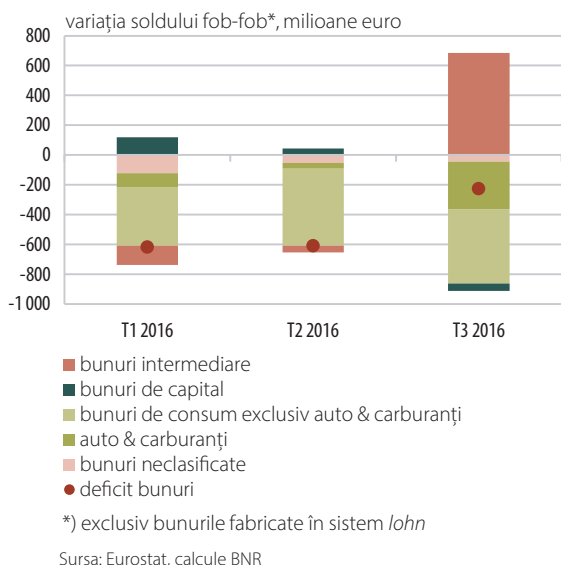
Pe termen scurt, se anticipează o evoluție pozitivă a vânzărilor pe piețele externe, susținută de așteptata consolidare a cererii comunitare, după cum semnalează îmbunătățirea sentimentului economic (plasat la nivelul maxim postcriză) și a încrederii consumatorilor în ultima parte a anului 2016. În același timp, se remarcă unele semnale încurajatoare pentru sectorul metalurgic, în contextul recentelor creșteri ale cotațiilor metalelor pe piața internațională, dar și al intensificării măsurilor implementate la nivel european, menite a proteja operatorii de profil de concurența din partea producătorilor chinezi de oțel.

Decelerările de ritm consemnate în perioada iulie-septembrie atât de absorbția internă, cât și de exporturi (antrenate mai ales de efecte de bază și influențe conjuncturale), au determinat reducerea la jumătate a dinamicii anuale a volumului importurilor de bunuri, de la 15,1 la 7,3 la sută. În structură, contribuții relevante au revenit: (i) alimentelor procesate, ca urmare a disipării efectului de runda I al modificării cotei TVA în iunie 2015; (ii) produselor chimice, având în vedere efectul de bază asociat închiderii unui operator de profil în cursul anului 2015; (iii) țigetei, date fiind lucrările de revizie amintite; (iv) autovehiculelor, acestea menținându-și însă un ritm de creștere de două cifre, respectiv (v) categoriei care cuprinde mașini și echipamente.

⁹ Conform datelor Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile.

¹⁰ Potrivit metodologiei comerțului internațional (sursa: INS).

Grafic 2.4. Modificarea balanței bunurilor față de trimestrul similar al anului anterior

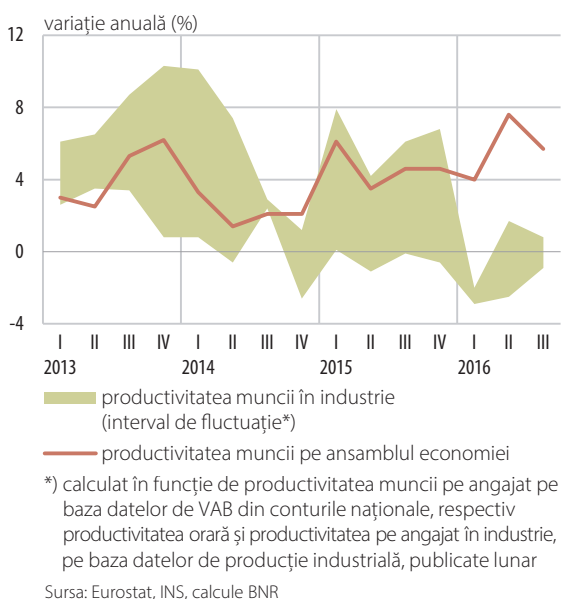


În aceste condiții, balanța bunurilor și-a atenuat vizibil viteza de deteriorare comparativ cu prima jumătate a anului, de la circa 600 milioane euro în fiecare dintre trimestrele I și II la aproximativ 200 milioane euro în trimestrul III (variații calculate comparativ cu perioadele corespunzătoare din anul anterior). La nivelul marilor grupe industriale, o îngustare a deficitului comercial s-a regăsit doar în cazul bunurilor intermediare, pe fondul producției agricole ridicate, dar și al efectelor de bază care au marcat evoluția importurilor industriale de acest tip (Grafic 2.4). Similar perioadei anterioare, deficitul comercial a fost compensat, în proporție de peste 80 la sută, de încasările nete obținute de companiile locale prestatoare de servicii internaționale, remarcându-se și de această dată ritmul semnificativ de creștere al componentei „IT&C și alte servicii pentru afaceri” (peste 20 la sută).

Productivitatea muncii

Productivitatea muncii și-a temperat în trimestrul III rata anuală de creștere în majoritatea sectoarelor economice, reflectând pierderea de ritm înregistrată de cererea agregată în acest interval. La nivelul industriei, contribuții negative importante au venit din partea industriei alimentare (inclusiv pe fondul pierderilor constante de cotă de piață în fața importurilor), a materialelor de construcții și a construcțiilor metalice (în contextul unei cereri modeste), precum și a industriei chimice și de

Grafic 2.5. Productivitatea muncii

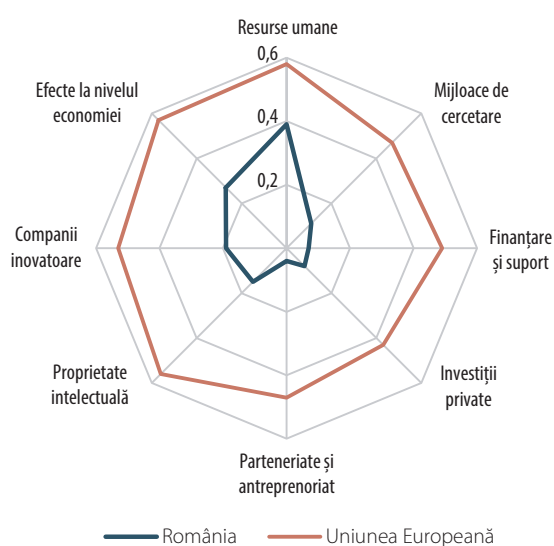


prelucrare a hidrocarburilor (evoluții ocazionate de întreruperea permanentă sau temporară a unor capacități de producție).

Într-o perspectivă mai largă, câștigurile de productivitate în industrie întârzie să apară, ritmul anual de creștere fiind aproape nul în primele 11 luni ale anului 2016 (Grafic 2.5). Din punct de vedere al factorilor cu acțiune persistentă, evoluția este explicată de absența progreselor în ceea ce privește rigiditățile structurale pe piața muncii (insuficiența personalului calificat, inadecvarea sistemului educațional, mobilitatea restrânsă), de acumulările modeste de capital, dar și de preocuparea aproape inexistentă pentru inovare. Referitor la acest capitol, cea mai recentă analiză în domeniu realizată de Comisia Europeană continuă să plaseze România pe ultimul loc în cadrul UE din punct de vedere al indicatorului agregat de performanță a inovării¹¹.

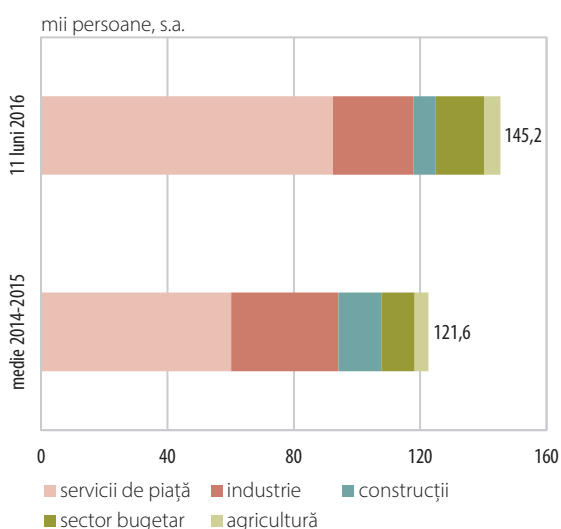
¹¹ Tabloul de bord privind inovarea (*European Innovation Scoreboard*).

Grafic 2.6. Componentele indicelui inovării, 2015



Sursa: Comisia Europeană

Grafic 2.7. Creșterea netă a efectivului salariaților din economie



Sursa: INS, calcule BNR

Mai mult, decalajul față de celelalte state europene s-a accentuat în ultimii ani: de la 50 la sută din media UE în 2008 la sub 35 la sută în 2015 (Grafic 2.6).

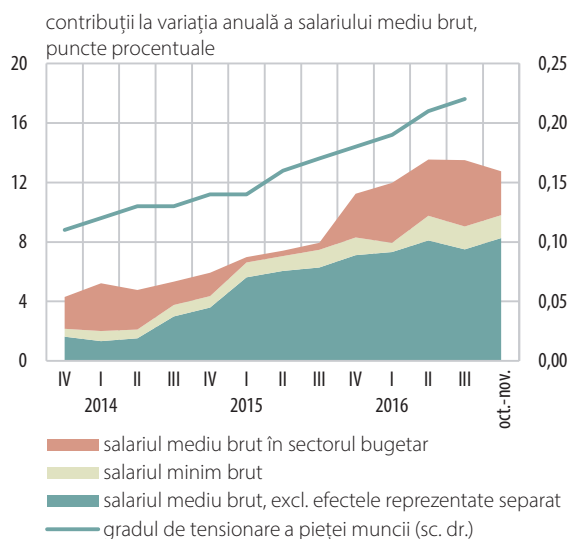
Evoluții pe piața muncii¹²

În perioada iulie-noiembrie 2016, efectivul salariaților din economie și-a păstrat ritmul relativ robust de creștere înregistrat în trimestrul II 2016 (+3,4 la sută în termeni anuali). Un aport consistent a venit și de această dată serviciilor de piață, care de altfel și-au majorat viteza de absorbție a personalului (concentrând aproximativ 65 la sută din crearea netă de locuri de muncă în primele 11 luni ale anului 2016), dinamici anuale în accelerare fiind observate în comerț, transporturi, hoteluri și restaurante (Grafic 2.7). În schimb, capacitatea industriei de a crea locuri de muncă în economie s-a diminuat, contribuția sa la creșterea numărului de salariați din economie scăzând de la circa 30 la sută, în medie, în perioada 2014-2015 la doar 18 la sută în prezent. În plus, extinderi consistente ale schemelor de personal se observă doar în ramurile producătoare de componente auto, în timp ce companiile care activează în alte sectoare industriale adoptă o politică de personal prudentă (industria alimentară, metalurgia) sau recurg chiar la disponibilizări (industria ușoară, prelucrarea țiteiului, industria extractivă, industria energetică).

În acest context, numărul total al salariaților din industrie a consemnat un avans modest în intervalul iulie-noiembrie, rata anuală rămânând la circa 2 la sută. În cazul construcțiilor, încetinirea ratei de creștere a activității comparativ cu anul 2015 s-a reflectat într-o temperare puternică a ritmului angajărilor, dinamica anuală înjumătățindu-se pe parcursul anului 2016.

La nivel agregat, creșterea capacității economiei de a absorbi forța de muncă a generat o diminuare a ofertei excedentare, astfel că în perioada iulie-noiembrie 2016 ambele rate ale șomajului s-au restrâns – rata BIM cu 0,3 puncte procentuale, până la 5,8 la sută, iar rata șomajului înregistrat cu 0,1 puncte procentuale, până la 4,8 la sută. Prin urmare, evoluțiile observate pe piața muncii în intervalul iulie-noiembrie 2016 confirmă evaluările anterioare cu privire la tensionarea progresivă a acesteia, influența factorilor ciclici fiind amplificată de rigiditățile structurale semnalate în analizele efectuate pe parcursul ultimilor doi ani (Grafic 2.8).

¹² Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

Grafic 2.8. Tensionarea pieței muncii și salariul mediu brut în economie

Sursa: Eurostat, INS, MMJS, calcule BNR

În perspectivă, atât rezultatele studiului Manpower, cât și sondajul CE-DG ECFIN indică pentru finele anului 2016 și trimestrul I 2017 intenții solide de angajare în servicii, dar și în industrie, precum și o relativă stabilitate în construcții. În schimb, în cazul comerțului perspectivele sunt divergente: studiul Manpower indică cele mai ridicate așteptări de angajare din semestrul II 2008, în timp ce sondajul CE-DG ECFIN semnaleză restrângerea semnificativă a numărului de salariați (rezultat în contradicție cu extinderea lanțurilor de magazine și cu creșterile de salarii și facilitățile anunțate de acestea în scopul atragerii de personal).

În intervalul iulie-noiembrie 2016, dinamica anuală a câștigului salarial mediu net s-a plasat în jurul valorii consemnate în trimestrul II 2016 (13,4 la sută, respectiv -0,2 puncte procentuale). Ușoara temperare a ritmului de creștere s-a

datorat sectorului privat (până la 11,5 la sută), fiind vizibilă în construcții, industria prelucrătoare și în majoritatea serviciilor de piață (cu excepția IT&C și a serviciilor de transport, segmente cu creșteri importante ale activității). Încetinirea a reflectat, în esență, ieșirea din calculul ratei anuale a efectului creșterii salariului minim în iulie 2015. În sectorul bugetar, câștigul salarial mediu net a continuat să avanseze (până la 21,0 la sută), personalul cu salarii reduse din instituțiile publice (preponderent din sănătate) beneficiind în luna august de majorări estimate în medie la circa 5 la sută. O nouă accelerare a dinamicii anuale a salariului mediu este anticipată pe parcursul trimestrului I 2017, ca urmare a majorării salariilor în sectorul bugetar¹³, precum și a creșterii salariului minim brut pe economie până la 1 450 de lei (+16 la sută) în luna februarie.

2. Prețurile de import și prețurile de producție

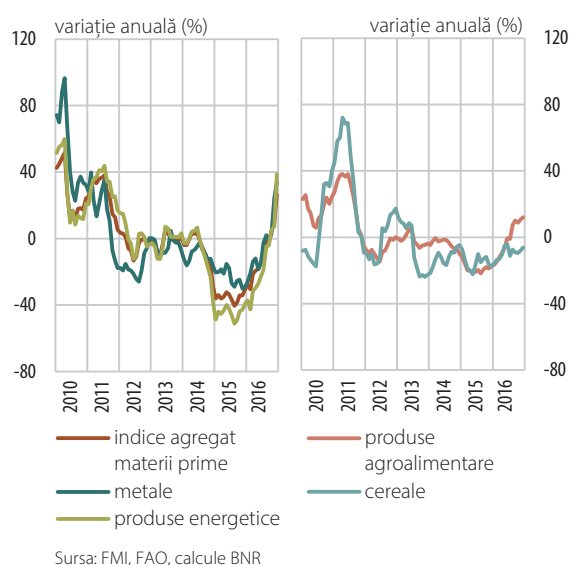
Consolidarea trendului ascendent al cotațiilor majorității materiilor prime pe piețele internaționale în a doua jumătate a anului 2016, alături de tendința de apreciere a dolarului SUA, s-a reflectat în diminuarea semnificativă a ritmului de scădere a prețurilor de import și a celor de producție de pe piața internă. Astfel, deși costurile cu materiile prime acționează deocamdată ca amortizor al presiunilor acumulate pe canalul cheltuielilor salariale, inversarea recentă a traiectoriei cotațiilor pe piețele internaționale face puțin probabilă menținerea acestui spațiu de manevră în viitor.

¹³ Respectiv cu 15 la sută în sistemul de sănătate în decembrie 2016, cu 15 la sută în învățământ în ianuarie 2017, cu 20 la sută pentru administrația publică locală și 50 la sută pentru actori în februarie 2017.

2.1. Prețurile de import

Prețurile principalelor materii prime au continuat să consemneze majorări pe parcursul trimestrului III 2016, iar tendința s-a accentuat spre finalul anului, dinamica anuală a acestora revenind puternic în teritoriu pozitiv (variația indicelui agregat s-a plasat în luna decembrie la circa 27 la sută), după doi ani de contracții ample succesive. Avansul cotațiilor a fost unul generalizat, ratele de creștere fiind cuprinse între 12 la sută pe segmentul alimentar¹⁴ și 39 la sută în cazul produselor energetice

Grafic 2.9. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



(Grafic 2.9). Tendința de creștere a prețurilor materiilor prime este asociată atât semnalelor de redresare a cererii la nivel global (inclusiv anticipațiilor privind implementarea unor proiecte de infrastructură în SUA), cât și restrângerii ofertei în urma închiderii unor capacități de producție a metalelor (în China și Australia, printre altele) și înțelegerii dintre statele producătoare de țiței cu privire la reducerea ofertei.

În aceste condiții, influența dezinflaționistă exercitată de mediul extern asupra evoluțiilor interne s-a diminuat vizibil în intervalul iulie-septembrie 2016, indicele valorii unitare a importurilor¹⁵ (IVU) avansând cu 3,5 puncte procentuale față de trimestrul precedent, până la 98,9 la sută în termeni anuali. O contribuție la această tendință a revenit și atenuării aprecierii monedei europene față de dolarul SUA.

În asocierie cu evoluția cotațiilor țițeiului și ale metalelor, produsele minerale, cele chimice și metalele comune au înregistrat reduceri semnificative ale ratelor de scădere, acestea rămânând însă principalele componente care au contribuit la menținerea IVU la valori subunitare.

În ceea ce privește bunurile cu relevanță pentru coșul de consum, s-au remarcat indici în creștere pe segmentul alimentar, majoritatea devenind supraunitari, dată fiind redresarea cotațiilor produselor agroalimentare (carne, lactate, uleiuri) pe piețele internaționale; excepție au făcut produsele vegetale, care și-au adâncit scăderea, ca urmare a declinului înregistrat de prețurile cerealelor la nivel mondial. În cazul unor componente ale segmentului nealimentar (articolele de încălțăminte și accesorii, precum și mijloacele de transport), IVU a rămas supraunitar, deși dinamica s-a mai temperat.

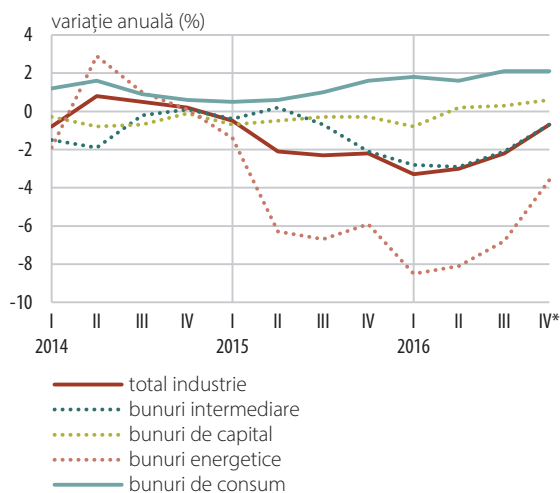
¹⁴ Plasarea acestei categorii la limita inferioară este atribuită, în bună măsură, evoluției prețului cerealelor, pe fondul producției din 2016, superioară mediei ultimilor cinci ani, precum și existenței unor stocuri deja consistente la nivel mondial, care au susținut în continuare traiectoria descendentă.

¹⁵ Calculat pe baza datelor exprimate în euro.

2.2. Prețurile de producție pe piața internă

În trimestrul III 2016, variația anuală negativă a prețurilor producției industriale pe piața internă s-a atenuat comparativ cu perioada precedentă (+0,9 puncte procentuale,

Grafic 2.10. Prețurile producției industriale pentru piața internă



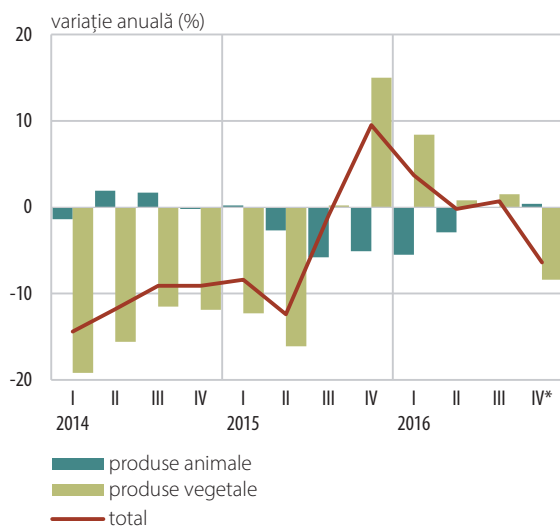
*) oct.-nov.

Sursa: INS

până la -2,2 la sută), toate grupele de bunuri înregistrând ritmuri în creștere. Determinante au fost evoluțiile observate pe segmentul bunurilor energetice (+1,3 puncte procentuale, până la -6,8 la sută) și al celor intermediare (+0,9 puncte procentuale, până la -2,0 la sută), corelate în ambele cazuri cu mișcările cotațiilor principalelor materii prime pe piețele internaționale (Grafic 2.10).

În ceea ce privește prețurile bunurilor de consum, dinamica anuală a avansat cu 0,5 puncte procentuale față de trimestrul II, ajungând la 2,1 la sută. Evoluția reflectă costurile de producție în creștere, dată fiind diminuarea influenței favorabile externe, concomitent cu persistența dinamicii ridicate a salariilor în industriile de profil (peste 10 la sută). Expansiunea rapidă a consumului din ultimul an creează un mediu permisiv de transmitere în prețuri a presiunilor menționate, condiționată însă tot mai mult și de strategia de preț a competitorilor străini, care și-au majorat constant cota deținută pe piața internă (până la aproximativ jumătate în anul 2016).

Grafic 2.11. Prețurile producției agricole



*) oct.-nov.

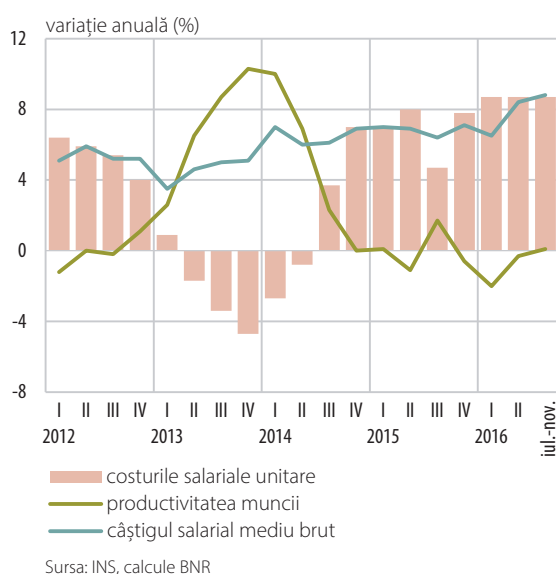
Sursa: INS

În trimestrul III 2016, variația anuală a prețurilor producției agricole a reintrat în teritoriu pozitiv, dar la un nivel redus (0,7 la sută). Pe segmentul produselor vegetale, deși prețurile au înregistrat ritmuri anuale pozitive pe ansamblul trimestrului (1,5 la sută), spre finele intervalului tendința s-a inversat – începând cu luna septembrie, dinamica a devenit negativă (-2,4 la sută), odată cu apariția informațiilor privind materializarea unei producții agricole superioare mediei pe termen lung (cu excepția recoltei de porumb). În cazul produselor de origine animală, rata de scădere a prețurilor s-a atenuat până la dispariție, iar în luna octombrie a devenit ușor pozitivă, în principal pe fondul restrângerii surplusului de ofertă pe plan european (Grafic 2.11).

La nivel agregat, datele disponibile pentru lunile octombrie-noiembrie 2016 indică o atenuare și mai pronunțată a ritmului anual de scădere a prețurilor de producție pe piața internă. Cea mai importantă contribuție au avut și de această dată bunurile energetice și cele intermediare, pe fondul revenirii cotațiilor țițeiului și ale metalelor la rate consistente de creștere în termeni anuali. Totuși, sub influența deciziei

administrative de diminuare a tarifelor de distribuție a energiei electrice începând cu ianuarie 2017, este posibil ca variația prețurilor de producție pentru piața internă să se mențină în teritoriu negativ și în perioada imediat următoare. Pe termen mai lung însă, continuarea tendinței actuale de evoluție a costurilor de producție (materiale și de personal) este de natură să readucă rata anuală de creștere a prețurilor la valori pozitive.

Grafic 2.12. Costurile salariale unitare din industrie



Costurile salariale unitare

Pe ansamblul perioadei iulie-noiembrie, costurile salariale unitare din industrie și-au păstrat ritmul anual solid de creștere, respectiv 8,7 la sută (Grafic 2.12). Stagnarea de ritm a fost însă rezultatul unor evoluții mixte în structură. Pe de o parte, scăderea producției în industria energetică, pe fondul diminuării consumului de energie, s-a reflectat într-o accelerare a dinamicii costurilor unitare. Pe de altă parte, în industria prelucrătoare, indicatorul și-a atenuat dinamica cu 1,1 puncte procentuale, însă nivelul atins (10,2 la sută) rămâne pronunțat pozitiv. Presiuni în scădere pe canalul acestor costuri, determinate de o evoluție mai bună a producției, s-au observat în industria auto, fabricarea calculatoarelor și prelucrarea lemnului. În schimb, accelerări ale ritmului anual al costurilor salariale unitare au avut loc în industria alimentară, industria ușoară,

fabricarea produselor din cauciuc și mase plastice, factorul explicativ regăsindu-se și în acest caz la nivelul evoluției producției.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile noiembrie 2016 și ianuarie 2017 BNR a menținut neschimbate rata dobânzii de politică monetară – la nivelul de 1,75 la sută – și caracteristicile culoarului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente; totodată, banca centrală a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (de 8, respectiv 10 la sută). Măsurile au continuat să vizeze asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii la nivelul de 1,75 la sută în ședința din 4 noiembrie 2016, în condițiile în care noua prognoză a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu a reconfirmat în linii mari coordonatele precedentei proiecții a inflației¹⁶ – după două runde în care aceasta a suferit semnificative revizuirii în sens descendent –, în timp ce incertitudinile asociate ei s-au amplificat. Astfel, similar prognozei anterioare, traiectoria ratei anuale a inflației era așteptată să rămână în teritoriul negativ până la finele anului 2016¹⁷ (la -0,4 la sută¹⁸) și sub intervalul de variație al țintei în primele luni ale anului următor, dar și să capete un profil ascendent pronunțat la începutul lui 2017. Acesta era chiar ușor mai accentuat decât cel evidențiat anterior, rata anuală a inflației fiind anticipată să revină în interiorul intervalului de variație al țintei mai devreme, respectiv la jumătatea anului¹⁹, și să urce în 2018 pe un palier marginal mai înalt în jumătatea superioară a intervalului, atingând la finele orizontului proiecției nivelul de 3,1 la sută (3,0 la sută în precedentă prognoză)²⁰. Dincolo de efectele de bază asociate tăierii cotei standard a TVA²¹, accelerarea în perspectivă a inflației avea ca determinant major presiunile inflaționiste anticipate a fi exercitate pe orizontul proiecției de poziția ciclică a economiei, de costurile salariale unitare – inclusiv pe fondul tendinței de tensionare a pieței muncii –, și de anticipațiile inflaționiste plasate pe un trend ascendent.

¹⁶ Raportul asupra inflației din august 2016.

¹⁷ Rata anuală a inflației a scăzut din nou în septembrie, după ce în august crescuse la -0,2 la sută (de la -0,78 la sută în luna iulie). Nivelul atins de aceasta (-0,57 la sută) a fost totuși mai mare decât cel de la finele trimestrului II (-0,7 la sută). În absența efectelor tranzitorii ale tăierii cotei standard a TVA, rata anuală a inflației s-ar fi majorat în septembrie la 0,82 la sută, de la 0,68 la sută în iunie.

¹⁸ Recalculată prin excluderea impactului *one-off* al scăderii operate asupra cotei standard a TVA la începutul anului 2016, rata anuală prognozată a inflației se situa în decembrie la 1,0 la sută.

¹⁹ Situându-se în decembrie 2017 la 2,1 la sută (2,0 la sută în proiecția anterioară).

²⁰ Corespunzător proiecției actualizate, valoarea medie anuală a ratei inflației prognozată pentru 2016 se menținea la -1,5 la sută, iar cea aferentă anului 2017 creștea ușor, la 1,5 la sută (de la 1,4 la sută).

²¹ Codul fiscal în vigoare prevede reducerea la 19 la sută a cotei standard a TVA și eliminarea supraaccizei la carburanți începând cu 1 ianuarie 2017.

Deschiderea excedentului de cerere agregată se previzionează a fi mai amplă decât în prognoza precedentă, date fiind accelerarea peste așteptări a creșterii economice în primul semestru al anului 2016, implicând inversarea în devans a poziției ciclice a economiei, precum și revizuirea în sens ascendent a prognozei privind dinamica PIB în semestrul II 2016, dar și în 2017 și 2018; aceasta din urmă avea ca ipoteze: (i) continuarea relaxării politicii fiscale și a celei de venituri – prioritar pe seama ajustărilor de impozite indirecte și a creșterilor de salarii operate în sectorul bugetar; (ii) prezervarea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, precum și (iii) redresarea graduală a economiei zonei euro.

Perspectiva conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, implicit cea a creșterii economice, erau marcate însă de incertitudini semnificative în condițiile nefinalizării construcției bugetului public pentru anul 2017; relevanța lor era sporită, pe de o parte, de caracterul execuției bugetare din primele nouă luni ale anului 2016 și, pe de altă parte, de multitudinea și natura măsurilor fiscale inițiate pe plan legislativ – vizând reduceri de impozite și taxe, majorări de salarii în sectorul bugetar și creșteri de venituri de natura prestațiilor sociale –, a căror concretizare era, însă, incertă.

Datele statistice apărute ulterior au relevat scăderea ratei anuale a inflației în luna noiembrie 2016 ușor sub nivelul prognozat (la -0,67 la sută²², după ce în octombrie aceasta crescuse, în linie cu previziunile, la -0,43 la sută, de la -0,57 la sută în septembrie), în principal ca urmare a declinului dinamicii anuale a prețului produselor din tutun²³ și reducerii tarifelor polițelor RCA. S-a evidențiat și o decelerare mai pronunțată decât cea anticipată a creșterii economice în trimestrul III²⁴ – exclusiv pe seama temperării cererii interne –, implicând o foarte probabilă întrerupere a tendinței ascendente a excedentului de cerere agregată în acest interval, contrar previziunilor. În același timp, majoritatea sectoarelor economice au înregistrat reduceri ale câștigurilor de productivitate în termeni anuali, concomitent cu menținerea la niveluri de două cifre a dinamicii anuale a salariului mediu net.

Creditul acordat sectorului privat și-a accelerat ușor creșterea²⁵ în primele două luni ale trimestrului IV (2,1 la sută, față de 1,7 la sută în trimestrul III), în principal pe seama relativei dinamizări a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare (-3,4 la sută, față de -4,6 la sută în precedentele trei luni), ca urmare a sporirii creditelor noi în lei. În schimb, creditul acordat populației și-a temperat ușor avansul (6,3 la sută, față de 6,6 la sută în trimestrul III), impactul reducerii ritmului de creștere a împrumuturilor pentru locuințe (reflectând în bună măsură caracteristicile derulării programului „Prima casă”) fiind doar parțial contrabalansat de relativa redresare a dinamicii anuale a componentei destinate consumului și altor scopuri. Mișcările consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat doar parțial cu rezultatele ediției din noiembrie 2016 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, care au relevat așteptări privind: (i) creșterea în ultimele trei luni ale anului

²² Rămânerea ei în teritoriul negativ s-a datorat exclusiv impactului tranzitoriu al reducerii cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016, în absența căruia rata inflației s-ar fi situat la 0,72 la sută.

²³ Reflectând inclusiv un efect de bază.

²⁴ Potrivit datelor disponibile în timp real, dinamica anuală reală a PIB a fost de 4,4 la sută (6,0 la sută în trimestrul II), iar cea trimestrială s-a situat la 0,6 la sută (1,5 la sută în precedentul trimestru).

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

2016 a cererii de credite, precum și (ii) relaxarea în același interval a standardelor aplicate creditelor pentru achiziția de locuințe și terenuri. Din perspectiva structurii pe monede, perioada s-a caracterizat printr-o relativă atenuare a contracției în termeni anuali a creditului în valută (-12,0 la sută, pe baza soldurilor exprimate în euro), precum și prin prelungirea dinamicii înalte a componentei în lei (13,8 la sută) – aflată în scădere, totuși, față de precedentele trei luni –, ponderea în total a creditului în lei continuând să se majoreze până la 56,9 la sută în noiembrie (cea mai mare valoare din decembrie 1996 până în prezent).

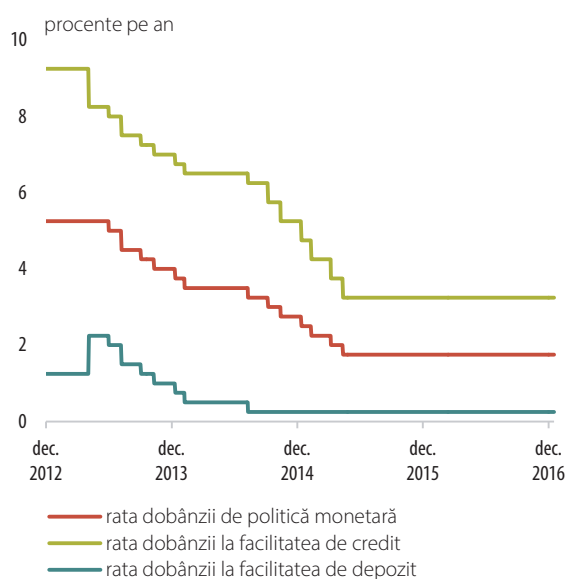
Lichiditatea din economie și-a încetinit însă creșterea în perioada octombrie-noiembrie 2016 (12,5 la sută față de 13,3 la sută în precedentele trei luni), în principal ca efect al scăderii în termeni relativi a sumelor plătite în contul fondurilor europene. Componentele M3 au avut mișcări de sens opus: variația M1 s-a majorat marginal (preponderent pe seama depozitelor ON în lei ale populației) – context în care ponderea acesteia în M3 a atins în noiembrie cel mai mare nivel post-1995 –, în timp ce dinamica anuală a depozitelor la termen de până la doi ani a redevenit negativă (-1,6 la sută față de 0,5 la sută în trimestrul III). Declinul a fost determinat exclusiv de pierderea sensibilă de ritm suferită de plasamentele la termen în lei și în valută ale companiilor, în condițiile în care plasamentele similare ale populației au înregistrat în acest interval o relativă redresare, pe seama componentei în lei.

Evaluările realizate în acest context au reconfirmat perspectiva revenirii ratei anuale prognozate a inflației în teritoriul pozitiv în trimestrul I 2017, simultan cu reluarea creșterii ei, pe fondul epuizării impactului tranzitoriu al scăderii la 20 la sută a cotei standard a TVA și al manifestării presiunilor inflaționiste ale cererii agregate și ale costurilor salariale unitare; palierul pe care aceasta era așteptată să se situeze era totuși inferior celui evidențiat în cea mai recentă prognoză pe termen mediu (Raportul asupra inflației din noiembrie 2016), care anticipa reintrarea ei în intervalul de variație al țintei staționare la jumătatea anului curent. Totodată, noua proiecție pe termen

scurt indica o ușoară accelerare a creșterii în termeni trimestriali a PIB în trimestrul IV 2016, urmată de o oarecare încetinire a acesteia, implicând, în condițiile unei decelerări mai pronunțate decât se anticipase a creșterii economice în trimestrul III, o expansiune relativ mai lentă a *gap*-ului pozitiv al PIB și a presiunilor sale inflaționiste pe orizontul scurt de timp. Cu toate că, în contextul postelectoral al perioadei, riscurile în sens ascendent la adresa acestei prognoze se conturau a fi dominante, perspectiva politicii fiscale și a celei de venituri rămânea, totuși, incertă până la cunoașterea caracteristicilor execuției bugetare aferente anului 2016, dar mai ales a construcției bugetului public pentru 2017.

În aceste condiții, în ședința din 6 ianuarie 2017 Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



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).

Pe ansamblul ultimului trimestru al anului 2016, condițiile monetare reale și-au păstrat caracterul stimulat. Ratele dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen au continuat să scadă în perioada octombrie-noiembrie, iar cursul de schimb leu/euro s-a poziționat la valori mai ridicate decât cele din perioada iulie-septembrie²⁶, sub influența evoluțiilor din mediul extern, dar și a fluctuațiilor percepției investitorilor asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale. Nivelurile medii ale randamentelor de pe piața monetară interbancară și ale cotațiilor relevante ROBOR au consemnat ușoare creșteri față de finele trimestrului anterior, evoluția acestora – produsă în contextul prezervării de către BNR a gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar – reflectând cu precădere scăderea peste așteptări a excedentului de lichiditate din sistemul bancar în noiembrie, respectiv creșterea lui mai mică decât se anticipase spre finele anului, ambele ca efect al operațiunilor Trezoreriei.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară s-a menținut în trimestrul IV aproape neschimbat, în timp ce cursul de schimb leu/euro s-a plasat pe un palier mai înalt. Creditul acordat sectorului privat și-a accelerat creșterea în intervalul septembrie-noiembrie, în timp ce avansul masei monetare s-a temperat, în principal pe seama relativei scăderi a sumelor plătite în contul fondurilor europene.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a plasat în cea mai mare parte a trimestrului IV la limita inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente, niveluri ușor mai înalte fiind consemnate la jumătatea și spre finele intervalului. Media sa trimestrială s-a situat la nivelul de 0,36 la sută, similar celui înregistrat în perioada iulie-septembrie.

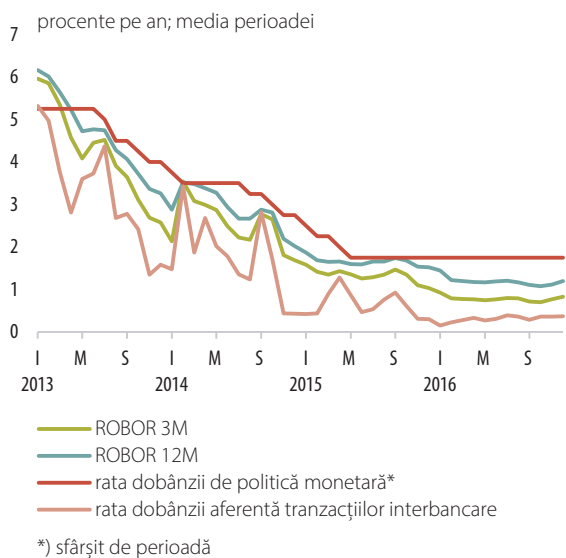
În debutul trimestrului, ratele dobânzilor ON au continuat să se situeze în imediata apropiere a ratei dobânzii la facilitatea de depozit a BNR, în contextul persistenței unor valori ridicate ale excedentului net de lichiditate din sistemul bancar. Ele au urcat apoi la niveluri de aproximativ 0,5 la sută la începutul perioadei de constituire a RMO 24 octombrie – 23 noiembrie, odată cu amplificarea substanțială a absorbțiilor de rezerve ale Trezoreriei²⁷. Creșterea s-a corectat în luna noiembrie, însă ajustarea a avut un caracter gradual și a fost urmată de o revenire temporară la valori mai ridicate în ultima săptămână din decembrie, în condițiile relativei trenări a amplificării injecțiilor de lichiditate efectuate de MFP.

²⁶ O creștere și mai amplă a consemnat în trimestrul IV raportul leu/dolar SUA.

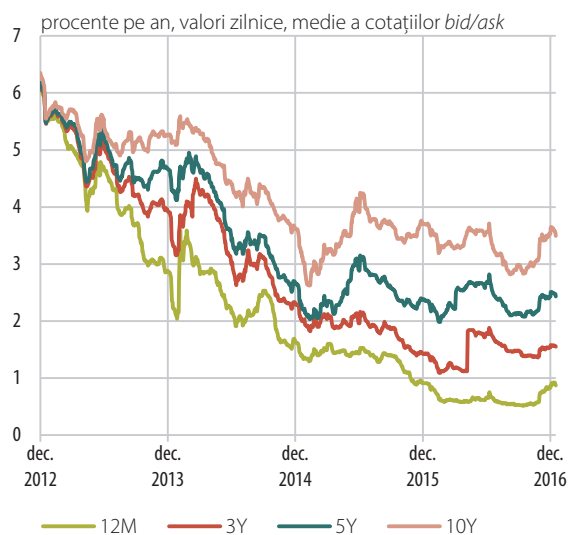
²⁷ Determinate de majorarea încasărilor bugetare la finele lunii octombrie.

Cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare (ROBOR 3M-12M) s-au menținut în prima parte a trimestrului în apropierea minimelor istorice atinse la finele trimestrului III, pentru ca apoi să manifeste o tendință ascendentă (Grafic 3.2). Mișcarea nu a fost însă uniformă, creșteri relativ mai pronunțate fiind consemnate la jumătatea lunii noiembrie, respectiv în ultima parte a lunii decembrie. Cea dintâi s-a produs în contextul unei restrângerii mai ample decât se anticipase a excedentului de lichiditate din sistemul bancar, suprapusă accentuării volatilității pe piețele financiare internaționale ulterior alegerilor prezidențiale din SUA; cea din urmă s-a asociat creșterii sub așteptări a excedentului net de lichiditate din sistemul bancar și unei posibile revizuirii a anticipațiilor instituțiilor de credit privind evoluția viitoare a ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare. În aceste condiții, valorile medii ale cotațiilor ROBOR au urcat în decembrie cu aproximativ 0,1 puncte procentuale față de nivelurile consemnate în ultima lună a trimestrului III, situându-se la 0,83 la sută în cazul ROBOR 3M și la 1,08, respectiv 1,20 la sută în cazul maturităților de 6, respectiv 12 luni.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



O traiectorie similară au urmat randamentele titlurilor de stat pe termen scurt. Cele aferente maturităților mai lungi (5-10 ani) – receptând mai pregnant influența unor factori globali – au tins să crească ușor încă din debutul trimestrului, au consemnat un salt mai pronunțat la jumătatea lunii noiembrie și și-au prelungit apoi creșterea până spre finele perioadei analizate (Grafic 3.3). Evoluția acestora s-a corelat în mare măsură cu mișcarea randamentelor similare din SUA și zona euro, reflectând la rândul ei revizuirea ascendentă a așteptărilor privind inflația, precum și ritmul întăririi politicii monetare a Fed²⁸, ulterior alegerilor prezidențiale din SUA²⁹, în condițiile anticipării

²⁸ Anticipațiile privind conduita viitoare a politicii monetare au fost ranforsate în contextul ședinței de politică monetară a Fed din 13-14 decembrie, în cadrul căreia a fost decisă, conform așteptărilor, majorarea ratei dobânzii, iar traiectoria ratei dobânzii prognozată de membrii FOMC a fost revizuită în sus.

²⁹ Creșterea așteptărilor inflaționiste a fost susținută și de majorarea prețului petrolului ulterior deciziei adoptate pe 30 noiembrie de statele membre OPEC și unele state nemembre ale organizației de a reduce producția în prima jumătate a anului 2017.

relaxării politicii fiscale de către viitoarea administrație. Un alt potențial factor de influență l-au constituit temerile legate de inițiativele legislative privind sectorul bancar (în particular, legea privind conversia în lei a creditelor denominate în CHF) și de măsurile fiscale și salariale promovate/discutate în această perioadă.

În aceste condiții, randamentele medii acceptate în cadrul ultimelor licitații efectuate în decembrie au urcat față de finele trimestrului precedent pe întreg spectrul de maturități, cu valori cuprinse între 0,34 puncte procentuale pe scadența de 5 luni³⁰ (până la 0,76 la sută) și 0,62 puncte procentuale pe cea de 6 ani (la 3,15 la sută). La rândul lor, valorile medii ale cotațiilor de referință de pe piața secundară s-au majorat în aceeași perioadă cu valori cuprinse între 0,29 puncte procentuale pe scadența de 6 luni și 0,64 puncte procentuale pe cea de 10 ani; astfel, curba randamentelor s-a re poziționat la valori mai înalte, accentuându-și totodată panta ascendentă față de finele trimestrului anterior.

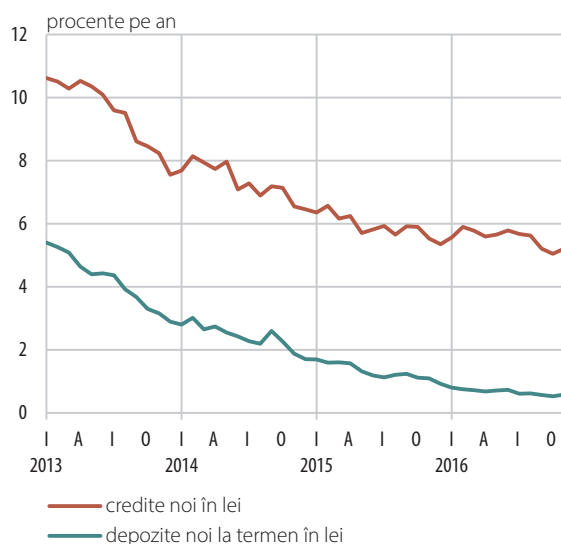
Pe piața primară, interesul investitorilor pentru titlurile de stat a fost, pe ansamblu, inferior celui din trimestrul precedent. Raportul mediu cerere/ofertă a avut o evoluție descrescătoare pe parcursul perioadei³¹, în condițiile în care volumul solicitat s-a redus atât în noiembrie, cât și în decembrie până în apropierea celui anunțat. Totodată, volumul titlurilor puse în circulație (7,4 miliarde lei) a reprezentat doar 67 la sută din cel indicativ, MFP respingând integral sau parțial ofertele în cazul a 11 din cele 20 de

licitații efectuate în intervalul octombrie-decembrie (condiții în care maturitatea medie a înscrisurilor puse în circulație s-a redus ușor față de cea consemnată în trimestrul III).

Pe ansamblul perioadei septembrie-noiembrie 2016, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi ale clienților nebancați au continuat să înregistreze scăderi (-0,04 puncte procentuale, până la 0,58 la sută, respectiv -0,42 puncte procentuale, până la 5,21 la sută; Grafic 3.4). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a diminuat ușor atât pe segmentul societăților nefinanciare, cât și pe cel al populației (cu câte 0,05 puncte procentuale, până la 0,37 la sută, respectiv 0,90 la sută). Costul mediu cu dobânda al creditelor noi s-a redus la rândul lui în cazul ambelor sectoare, consemnând însă unele fluctuații lunare, asociate inclusiv variațiilor în structura fluxurilor de credite. Pe ansamblul perioadei, rata medie a

dobânzii aferente creditelor noi ale societăților nefinanciare a scăzut cu 0,07 puncte procentuale (până la 3,66 la sută), în principal ca urmare a reducerii consemnate de rata medie a dobânzii la împrumuturile de valoare mai redusă (sub echivalentul a 1 milion de euro). În același timp, costul mediu cu dobânda pentru creditele noi ale

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



³⁰ Comparația are în vedere randamentul titlurilor pe 6 luni consemnat la licitația din septembrie.

³¹ Atingând în decembrie un nivel minim istoric.

populației a înregistrat o scădere mai amplă (-0,32 puncte procentuale, până la 6,89 la sută), inclusiv pe fondul diminuării ratei medii a dobânzii la creditele noi pentru consum.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul IV, cursul de schimb leu/euro s-a plasat pe un palier mai înalt, iar volatilitatea lui s-a amplificat, după ce în precedentele trei luni a coborât și a rămas

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



parțial corelat cu cel al ratelor de schimb ale celorlalte monede din regiune – a reflectat atât schimbările sentimentului pieței financiare internaționale, cât și modificările de percepție a investitorilor asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale, determinate de evenimente/ evoluții produse pe plan intern în acest interval (Grafic 3.5).

În debutul trimestrului, raportul leu/euro a consemnat o creștere abruptă, atingând la finele primei decade a lunii octombrie cea mai mare valoare din ultimele trei luni. Mișcarea – opusă celei evidențiate de ratele de schimb ale celorlalte monede din regiune – a avut ca resort temerile provocate de inițiativele legislative vizând sectorul bancar discutate în această perioadă³², precum și de măsurile fiscale și salariale nou promovate³³, percepute de investitori ca generând riscuri la adresa fundamentelor interne. Pe fondul calmării

relativ rapide a îngrijorărilor ca urmare a acțiunilor inițiate în vederea atenuării implicațiilor unora dintre aceste măsuri³⁴, cursul de schimb al leului și-a stopat ascensiunea. El a rămas totuși pe palierul înalt deja atins, în condițiile creșterii pe piețele externe a probabilității efectuării de către Fed a unei noi majorări a ratei dobânzii în luna decembrie 2016³⁵ – context în care dolarul a înregistrat o semnificativă apreciere în raport cu euro, iar celelalte monede din regiune s-au înscris pe o tendință de depreciere față de cea europeană.

Raportul leu/euro și-a amplificat apoi fluctuațiile, receptând influențele mixte generate de mediul extern, caracterizat în acest interval prin: (i) creșterea aversiunii

³² În prima parte a lunii octombrie, comisiile de specialitate din Parlament au discutat proiectul legii privind conversia în monedă națională, la cursul de schimb istoric, a creditelor denumite în CHF, pe care l-au adoptat în data de 10 octombrie, eliminând condiția unui prag de îndatorare minim de 50 la sută. Pe 17 octombrie, a fost eliminată și cerința referitoare la valoarea maximă a împrumuturilor ce făceau obiectul proiectului de lege (250 000 CHF). Proiectul a fost votat de Camera Deputaților în data de 18 octombrie.

³³ Vizând reduceri de impozite și taxe, precum și majorări de salarii în sectorul bugetar și creșteri de venituri ale populației de natura prestațiilor sociale.

³⁴ Contestarea la Curtea Constituțională a legii privind conversia în lei a creditelor denumite în CHF.

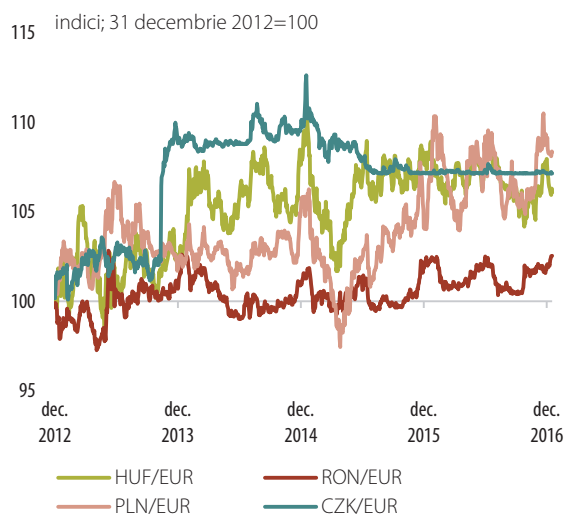
³⁵ Date fiind atât datele economice favorabile din SUA, cât și mesajele transmise de oficialii ai Fed.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	11 luni 2015			11 luni 2016		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	2 263	-1 838	4 101	6 442	3 823	2 618
Investiții directe	885	3 626	-2 741	889	4 582	-3 692
Investiții de portofoliu	330	-232	562	311	1 122	-810
Derivate financiare	-25	0	-25	42	0	42
Alte investiții	2 053	-5 232	7 285	2 850	-1 880	4 730
– numerar și depozite	1 663	-1 854	3 517	643	-2 166	2 809
– împrumuturi	260	-3 586	3 845	1 163	-1 022	2 186
– altele	130	208	-77	1 044	1 308	-265
Active de rezervă ale BNR (net)	-980	0	-980	2 349	0	2 349

*) „+” creștere/„-” scădere

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



acesta s-a depreciat cu 7,3 la sută în termeni nominali și cu 6,6 la sută în termeni reali (Grafic 3.6). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a majorat deprecierea nominală atât față de euro cât și, mai ales, față de dolarul SUA.

globale față de risc ulterior alegerilor prezidențiale din SUA – asociată revizuirii așteptărilor privind ritmul întăririi politicii monetare a Fed, în condițiile potențialilor stimuli fiscali aplicați economiei americane de noua administrație –, de natură să determine inversarea unor fluxuri de capitaluri adresate economiilor emergente; (ii) relativa ameliorare ulterioară a sentimentului pieței financiare internaționale, susținută inclusiv de așteptările privind adoptarea unor noi măsuri de relaxare a politicii monetare de către BCE și de confirmarea acestora în ședința din 8 decembrie; (iii) accelerarea, pe acest fond, a trendului de întărire a dolarului față de euro.

Spre finele lunii decembrie, sporirea temporară a incertitudinilor din mediul politic intern în context postelectoral a antrenat o nouă majorare, cu caracter episodic, a raportului leu/euro. Ultima lună a anului s-a caracterizat și printr-o creștere amplă a cursului de schimb leu/dolar SUA, care a atins în 20 decembrie un maxim istoric, în condițiile în care raportul euro/dolar SUA a continuat să scadă rapid pe piețele internaționale³⁶.

În acest context, rulajul pieței valutare interbancare a crescut semnificativ în lunile noiembrie și decembrie. Soldul deficitar al tranzacțiilor valutare ale nerezidenților a fost acoperit parțial de creșterea ofertei excedentare de devize a rezidenților – inclusiv ca urmare a utilizării de către acești agenți economici a unei părți din depozitele în valută în scopul efectuării plăților către buget – condiții în care pe ansamblul perioadei deficitul total al pieței a rămas aproape neschimbat (Tabel 3.1).

În ultimele trei luni ale anului 2016, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 1,5 la sută în termeni nominali³⁷ și cu 0,7 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA,

³⁶ Valoarea raportului euro/dolar SUA a coborât în 20 decembrie la cel mai redus nivel din decembrie 2002.

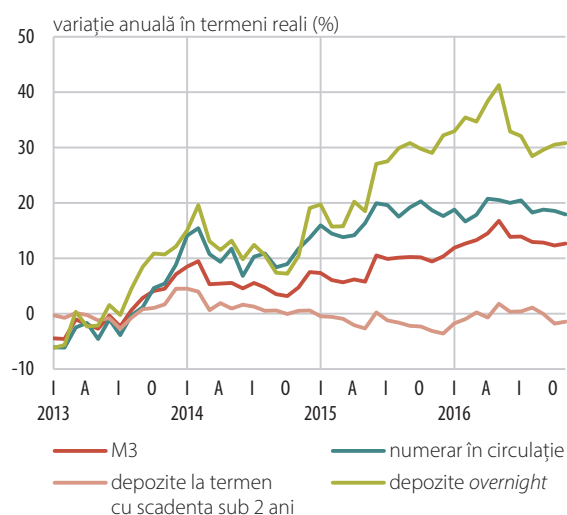
³⁷ În același interval, forintul s-a depreciat cu 1,1 la sută, iar zlotul cu 2,6 la sută.

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

	variație procentuală în termeni reali						
	2015	2016				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
	ritm mediu al trimestrului						
M3	10,0	12,6	15,1	13,3	12,3	12,7	
M1	26,4	28,6	31,6	26,4	26,6	26,5	
Numerar în circulație	18,9	17,8	20,5	19,2	18,6	18,0	
Depozite <i>overnight</i>	30,4	34,4	37,5	30,1	30,6	30,8	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-3,0	-0,8	0,5	0,5	-1,8	-1,4	

Sursa: INS, BNR

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul septembrie-noiembrie 2016, ritmul de creștere³⁸ a masei monetare (M3) a continuat să se tempereze (12,6 la sută, față de 13,6 la sută în perioada iunie-august 2016; Tabel 3.2), în principal pe seama relativei diminuări a sumelor distribuite beneficiarilor în contul fondurilor structurale europene³⁹, precum și a realocării parțiale a deținerilor de monedă înspre alte active financiare (titluri de stat și obligațiuni). Efecte de sens opus, dar mai reduse, au provenit din sporirea sumelor alocate în contul subvențiilor pentru agricultură⁴⁰.

Ambele componente principale ale masei monetare au contribuit la această evoluție. În cazul M1, pierderea de ritm s-a regăsit la nivelul numerarului în circulație – mișcarea corelându-se cu temperarea ritmului de creștere a vânzărilor cu amănuntul⁴¹ –, precum și la cel al depozitelor ON ale companiilor (în lei, dar, mai ales, în valută); dinamica masei monetare în sens restrâns a rămas însă una ridicată pentru perioada postcriză, context în care aceasta și-a consolidat ponderea în M3 (56,6 la sută în noiembrie, maximum post-1995). În cazul depozitelor la termen sub doi ani, scăderea ratei de creștere – implicând intrarea acesteia în teritoriul negativ – a fost indusă tot de segmentul companiilor (Grafic 3.7).

Analiza structurii pe deținători a masei monetare relevă reaccelerarea ritmului de creștere a depozitelor populației, pe fondul continuării creșterii

alerte a veniturilor acesteia – atât a celor salariale⁴², cât și, mai ales, a celor din alte surse, incluzând remiterile și sumele alocate în contul subvențiilor pentru agricultori. În schimb, dinamica depozitelor totale incluse în M3 ale societăților nefinanciare a înregistrat un nou declin, atribuibil, pe de o parte, relativei scăderi a sumelor primite în contul fondurilor structurale și a celor încasate de la buget pentru bunuri și servicii

³⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2016.

³⁹ Conform datelor privind sumele rambursate de CE de pe *website*-ul MFE.

⁴⁰ MFP a acordat MADR un împrumut de 1 434 milioane lei pentru stimularea absorbției fondurilor alocate în cadrul schemelor de plăți directe finanțate din FEAGA (HG nr. 766/2016), iar conform comunicatelor de presă ale APIA, în această perioadă s-au efectuat plăți către fermieri în contul Campaniei 2015 și al schemelor de plată din sectorul zootehnic.

⁴¹ Ritmul mediu anual de creștere a cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și motocicletelor) a continuat să se reducă în perioada septembrie-noiembrie 2016.

⁴² Salariul mediu net s-a majorat în termeni reali în intervalul septembrie-noiembrie cu 14 la sută față de perioada similară a anului trecut (față de o creștere anuală de 14,4 la sută în precedentele trei luni).

curente, respectiv pentru investiții, și, pe de altă parte, creșterii plăților efectuate de acești agenți economici către bugetul de stat, în special sub forma impozitului pe profit⁴³. O scădere și mai amplă a înregistrat variația plasamentelor bancare ale instituțiilor financiare nemonetare⁴⁴, în condițiile realocării unor dețineri de monedă către alte instrumente financiare⁴⁵ și ale reclasificării Fondului de Garantare a Depozitelor Bancare din sectorul auxiliarilor financiari în cel al administrației publice centrale⁴⁶.

Din perspectiva contrapartidelor M3, evoluția acestora a reflectat sporirea dinamicii depozitelor administrației publice centrale și scăderea de ritm a activelor externe nete ale sectorului bancar; impactul acestora a fost parțial contrabalansat de cel expansionist exercitat de creșterea dinamicii creditului acordat sectorului privat și a celui aferent sectorului public, precum și de prelungirea declinului variației pasivelor financiare pe termen lung⁴⁷.

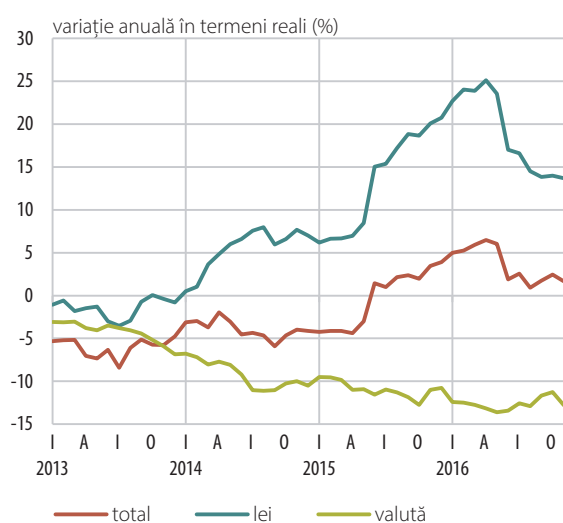
Creditul acordat sectorului privat

În perioada septembrie-noiembrie 2016, dinamica creditului acordat sectorului privat⁴⁸ s-a reaccelerat ușor (2,0 la sută, față de 1,8 la sută în precedentele trei

luni; Grafic 3.8), la aceasta contribuind, pe lângă influențele de natură statistică și conjuncturală provenite din deprecierea leului și restrângerea sensibilă a volumului operațiunilor de scoatere a creditelor neperformante din bilanțul băncilor, intensificarea creșterii creditelor noi în lei acordate societăților nefinanciare.

Din perspectiva structurii pe monede a creditului total acordat sectorului privat, componenta în lei a continuat să înregistreze rate înalte în perioada analizată, inferioare însă celor din precedentele trei luni (o medie de 13,8 la sută, față de 16 la sută în intervalul anterior), în timp ce componenta în valută și-a atenuat ușor declinul (-11,9 la sută, față de -13,0 la sută). Ponderea în total a creditului în lei a crescut din nou, atingând în luna noiembrie cea mai mare valoare din ultimii 20 de ani (56,9 la sută).

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

⁴³ Variația anuală reală a impozitului pe profit a atins o medie de la 29,1 la sută în perioada septembrie-noiembrie (23,9 la sută în precedentele trei luni).

⁴⁴ Ponderea depozitelor acestor entități în M3 s-a redus de la 5,8 la 5,0 la sută.

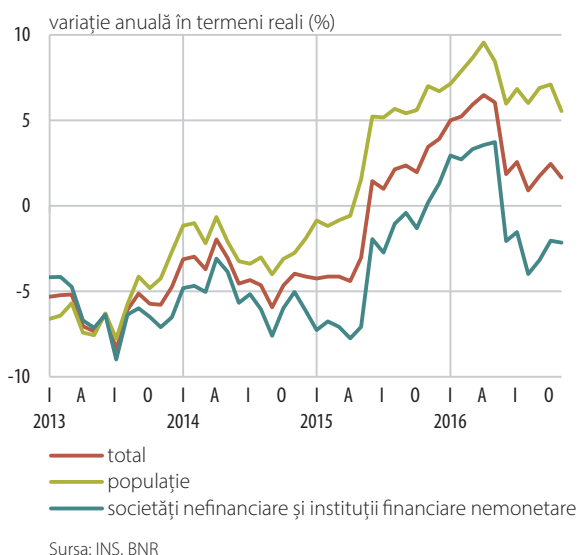
⁴⁵ Banca Internațională de Investiții a emis obligațiuni pe piața locală de capital (300 milioane lei), iar societatea-mamă a RCS&RDS a emis obligațiuni pe piața internațională de capital (350 milioane euro), existând indicii potrivit cărora printre investitori s-au numărat și entități românești.

⁴⁶ Reclasificarea Fondului de Garantare a Depozitelor Bancare a fost efectuată de INS.

⁴⁷ Poziția include conturile de capital.

⁴⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2016.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Pe fondul amplificării cererii de credite a societăților nefinanciare⁴⁹ – susținută de ameliorarea încrederii și poziționarea la un nivel scăzut din perspectivă istorică a ratelor dobânzilor la împrumuturile noi –, dinamica anuală a creditului acordat acestor entități a înregistrat o relativă redresare (Grafic 3.9). Toate categoriile de scadențe au contribuit la această evoluție, un aport relativ mai important având împrumuturile acordate pe termen mediu.

O ușoară majorare a consemnat și rata anuală de creștere a creditului acordat populației (6,5 la sută, față de 6,3 la sută în precedentele trei luni), chiar dacă variația creditelor pentru locuințe și-a prelungit declinul – inclusiv pe fondul sincopei care au marcat derularea programului „Prima casă”⁵⁰ –, dată fiind atenuarea scăderii în termeni anuali a componentei pentru consum și alte scopuri, în contrast cu evoluția din precedentele

trei luni, preponderent pe seama dinamizării componentei în lei. Împrumuturile pentru locuințe au continuat însă să își consolideze ponderea majoritară în creditul total acordat acestui segment; totodată, ponderea în total a creditului în lei acordat populației a urcat în noiembrie la 57,9 la sută (de la 56,4 la sută în luna august).

⁴⁹ Evoluția a fost în linie cu rezultatele ediției din noiembrie 2016 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației.

⁵⁰ Plafonul de garanții alocat programului „Prima casă” a fost suplimentat în luna septembrie 2016 (HG nr. 703/2016), iar distribuția pe bănci a acestuia s-a efectuat în octombrie (potrivit unui comunicat de presă al MFP).

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în creștere pe întregul interval de prognoză, de la -0,5 la sută la sfârșitul anului 2016 la 1,7 la sută și la 3,4 la sută la finele anilor 2017 și, respectiv, 2018. Plasarea ratei inflației în vecinătatea limitei superioare a intervalului țintei la orizontul prognozei survine ca urmare a acumulării treptate a unor presiuni inflaționiste din partea factorilor fundamentali ai indicelui CORE2 ajustat, suprapusă epuizării, la începutul anului 2018, a impactului direct al reducerilor de impozite indirecte din ianuarie 2017. Accelerarea ratei anuale a inflației de bază este determinată de amplificarea anticipată a excedentului de cerere, în condițiile propagării stimulilor fiscali și salariali anunțați de autorități ulterior publicării raportului din noiembrie, a creșterilor de venituri din sectorul privat, la care se adaugă revenirea la dinamici mai alerte a prețurilor bunurilor de consum din import, pe fondul revigorării treptate a inflației externe. În acest context, anticipațiile privind inflația ale agenților economici vor converge pe termen mediu către valori apropiate de 2,5 la sută, pornind de la nivelurile negative înregistrate la finele anului 2016. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată în continuare a fi echilibrată relativ la traiectoria din scenariul de bază, sursele de risc fiind asociate atât mediului intern, cât și factorilor externi.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză, cererea externă, evaluată pe baza PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), va înregistra dinamici apropiate de 2 la sută, însă evoluția sa va fi una relativ trenantă. În 2017 ritmul de creștere a indicatorului efectiv (Tabel 4.1) este ușor mai ridicat celui anticipat în Raportul asupra inflației din noiembrie, în principal pe seama evoluțiilor recente mai favorabile. În zona euro principalul resort al redresării activității economice va fi dat de cererea internă, susținută în continuare de configurația persistent acomodativă a politicii monetare a BCE⁵¹, de reducerea gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor și de ameliorarea condițiilor de pe piața forței de muncă. Cu toate acestea, creșterea economică din zona euro rămâne vulnerabilă în contextul persistenței dificultăților din sistemul bancar italian, al incertitudinilor legate de efectele politicilor economice

⁵¹ Principala măsură non-standard de politică monetară adoptată de BCE în Consiliul Guvernatorilor din 8 decembrie (reconfirmată pe 19 ianuarie 2017) se referă la continuarea programului de achiziții de active financiare cu un volum lunar de 80 miliarde euro până la finalul lunii martie 2017 și, ulterior, de 60 miliarde euro până la finele lui decembrie 2017. În cazul în care perspectivele economice devin mai puțin favorabile sau condițiile financiare devin inconsistente cu traiectoria prognozată a ratei inflației, Consiliul Guvernatorilor a confirmat că este pregătit să recalibreze durata și/sau volumul achizițiilor.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2017	2018
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,81	1,86
Inflația anuală din zona euro (%)	1,25	1,49
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,33	2,35
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,29	-0,18
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,05	1,06
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	57,4	57,5

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

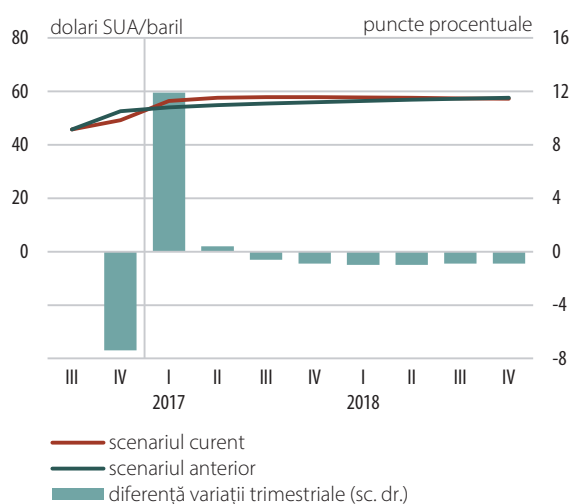
ale noii administrații americane și de implicațiile *Brexit*⁵². *Gap*-ul cererii externe este anticipat a rămâne în teritoriu negativ până către finele anului viitor, exercitând un impact restrictiv, însă în reducere graduală, asupra activității economice interne.

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro se va plasa pe o traiectorie ascendentă, beneficiind, mai ales în perioada imediat următoare, de redresarea cotațiilor internaționale ale petrolului⁵³, după scăderile importante din ultimii doi ani.

Ulterior, rolul dominant în dinamica prețurilor

externe va reveni presiunilor inflaționiste generate de ameliorarea condițiilor de pe piața muncii, reflectate de majorarea în continuare a gradului de ocupare a forței de muncă și de dinamizarea salariilor, cu impact asupra costurilor salariale unitare. În pofida acestor creșteri preconizate, rata anuală a inflației IAPC din zona euro este anticipată a persista la valori inferioare reperului de 2 la sută pe ansamblul intervalului de prognoză. Sub impactul unui set similar de factori, rata anuală a inflației din SUA este prognozată în creștere, rămânând – inclusiv în contextul perspectivelor de creștere mai favorabile pentru economia americană pe termen mediu – la valori mai ridicate celor anticipate pentru zona euro.

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



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

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este prognozată a se menține la valori negative pe întregul interval de proiecție, situate în apropierea celor preconizate anterior.

Cursul de schimb EUR/USD se va poziționa pe o traiectorie cvasistabilă pe intervalul de prognoză după deprecierea înregistrată la finele anului trecut. Eventualele deviații ale politicilor monetare implementate de BCE și Fed de la traiectoriile așteptate în prezent de piețele financiare pot genera abateri 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 57,3 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 cotațiilor *futures* din rundele succesive de prognoză.

⁵² Comparativ cu precedentul Raport asupra inflației, declarațiile recente ale primului-ministru britanic sugerează ieșirea Marii Britanii de pe piața comună a Uniunii Europene și din Uniunea vamală, urmând să dețină, după acest demers, controlul complet al frontierelor proprii ("hard Brexit"). Ulterior acestor declarații, pe 24 ianuarie a.c., Curtea Supremă a hotărât că este necesară aprobarea Parlamentului pentru declanșarea, de către guvernul britanic, a procedurii de ieșire din UE.

⁵³ În acest sens un rol important a revenit înțelegerilor cu privire la limitarea producției de petrol între țările OPEC la finele lunii noiembrie 2016 și, ulterior, între acestea și țările non-OPEC în prima decadă a lunii decembrie.

1.2. Perspectivele inflației

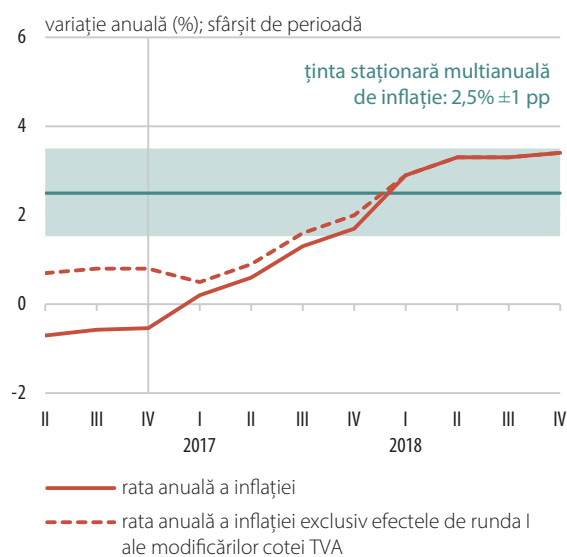
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va atinge 1,7 la sută și 3,4 la sută la finele anilor 2017 și, respectiv, 2018, valori situate în jumătatea inferioară și, respectiv, superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Tabel 4.2; Grafic 4.2).

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

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

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

Comparativ cu raportul precedent, rata anuală proiectată a inflației IPC este revizuită în jos în cursul anului curent, pe fondul preconizării unei acumulări mai lente a presiunilor inflaționiste provenite din partea factorilor fundamentali, localizate la nivelul indicelui CORE2 ajustat, și al proiectării unor creșteri de mai mică amploare ale prețurilor administrate. În aceste condiții, reîntrirea ratei anuale a inflației în intervalul țintei este prevăzută pentru trimestrul IV 2017, cu două trimestre mai târziu față de evaluarea din Raportul precedent asupra inflației. Acumularea însă tot mai pregnantă a presiunilor inflaționiste provenind din partea economiei reale la nivelul indicelui CORE2 ajustat va determina, începând din trimestrul I 2018, depășirea valorilor proiectate anterior.

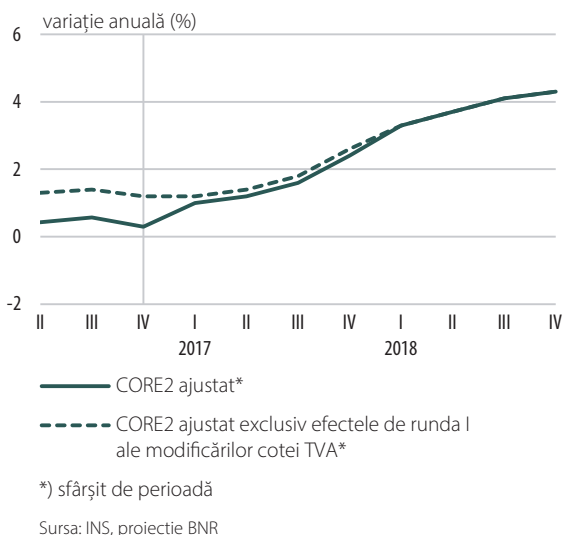
Profilul ratei anuale a inflației de bază va fi similar celui preconizat în raportul precedent: aceasta se va înscrie de la începutul anului curent pe o traiectorie ascendentă, iar ulterior va cunoaște o accelerare de ritm, pe fondul intensificării presiunilor inflaționiste exercitate de factorii fundamentali ai acesteia. Acestea sunt anticipate a fi generate de amplificarea excedentului de cerere, în contextul conduitei expansioniste a politicii fiscale și a avansului veniturii disponibil⁵⁴, de evoluția prețurilor bunurilor de consum din import pe fondul

dinamicii preconizate a prețurilor externe și, sub impactul acestor factori, de tendința crescătoare a anticipațiilor inflaționiste.

În același sens va contribui și epuizarea succesivă, în ianuarie 2017 și ianuarie 2018, a efectelor statistice de runda întâi ale reducerilor cotei standard a TVA. În aceste condiții, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 2,4 la sută la finele anului 2017 și 4,3 la sută la sfârșitul anului 2018, valoare situată peste limita superioară a intervalului țintei

⁵⁴ Inclusiv pe fondul politicii veniturilor care prevede majorări ale câștigurilor salariale din sectorul bugetar la finalul anului 2016 și începutul anului 2017 (cu 15 la sută în sistemul de sănătate în decembrie 2016, cu 15 la sută în învățământ în ianuarie 2017, cu 20 la sută în administrația publică locală și 50 la sută pentru actori în februarie 2017) care se adaugă celor implementate la finalul anului 2015 și legiferați pentru luna august 2016, precum și creșterilor succesive ale salariului minim brut pe economie, inclusiv majorarea de la 1 250 lei la 1 450 lei de la 1 februarie 2017. O parte dintre aceste măsuri se reflectă și în creșteri ale veniturilor din sectorul privat și se adaugă celor preconizate pe seama avansului productivității de la nivelul economiei.

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			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
CORE2 ajustat	1,0	1,2	1,6	2,4	3,3	3,7	4,1	4,3
CORE2 ajustat*	1,2	1,4	1,8	2,6	3,3	3,7	4,1	4,3

*) 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	0,0	0,1
Prețuri LFO	0,3	0,3
CORE2 ajustat	1,4	2,6
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,0	0,1

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

(Grafic 4.3). Inflația de bază netă de efectele asociate modificării cotei standard a TVA se situează la finele anului 2017 la 2,6 la sută, urmând ca din ianuarie 2018 cei doi indici să fie identici (Tabel 4.3).

Comparativ cu raportul precedent, revizuirea în jos a ratei anuale proiectate a inflației CORE2 ajustat din prima jumătate a anului curent are la bază în principal acumularea într-un ritm mai lent decât se anticipa anterior a presiunilor inflaționiste datorate excesului de cerere din economie. În același timp, impactul reducerii semnificative a tarifelor polițelor RCA de la finele anului precedent va persista la nivelul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat până în luna octombrie 2017. Acești factori sunt previzionați a exercita efecte în același sens inclusiv prin impactul asupra traiectoriei anticipațiilor inflaționiste de pe parcursul anului curent. Pentru restul intervalului, rata anuală a inflației de bază a fost reevaluată în sus, în special pe fondul formării unui exces de cerere de o amploare mai ridicată și, în acest context, al unor creșteri mai rapide ale anticipațiilor inflaționiste.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri 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 (valoare revizuită în jos cu 0,1 puncte procentuale comparativ cu raportul precedent) și de 0,8 puncte procentuale la finele anului viitor (Tabel 4.4).

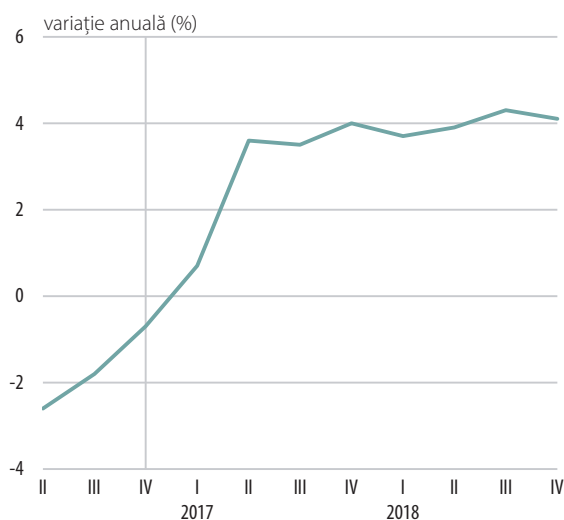
Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 4 la sută la finele anului 2017, valoare revizuită în sus pe fondul unui efect de bază asociat înregistrării unor dinamici

redușe la sfârșitul anului precedent – în contextul materializării unei producții agricole superioare mediei pe termen lung –, și de 4,1 la sută la sfârșitul anului 2018 (Grafic 4.4). Dinamica acestora pe intervalul de prognoză reflectă adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale în anii 2017 și 2018.

Prognoza vizează o dinamică anuală a prețurilor administrate de 0,1 la sută pentru finele anului 2017 și de 2,2 la sută pentru sfârșitul anului viitor (Grafic 4.5). Pentru anul curent, revizuirea descendentă (cu 1,9 puncte procentuale) are la bază în

principal impactul eliminării unor taxe nefiscale începând cu luna februarie 2017 (cu precădere taxa pentru abonamentul radio-tv), în timp ce ipoteza cu privire la prețurile produselor energetice a rămas configurată aproximativ la fel.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

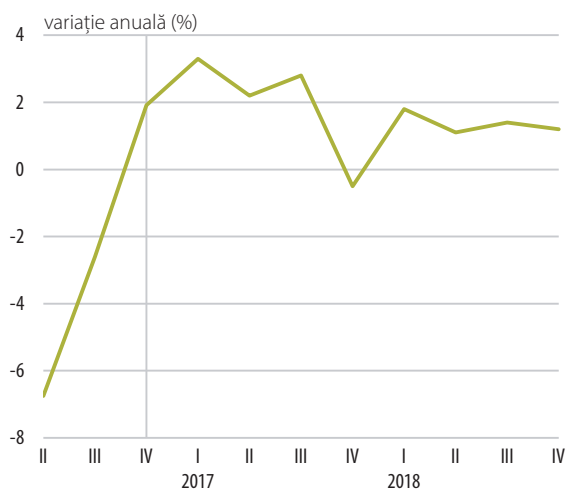
Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată la nivelul de -0,5 la sută pentru finele anului curent, valoare revizuită în sus cu 2,2 puncte procentuale, și la 1,2 la sută pentru sfârșitul anului 2018 (Grafic 4.6). În 2017, dinamica anuală a acestora este superioară celei proiectate în raportul anterior, pe seama evoluției mai alerte a prețului petrolului (exprimat în dolari SUA) și a deprecierei recente a leului în raport cu moneda americană, în timp ce influențe de sens contrar provin din plasarea la un nivel mai redus a așteptărilor privind inflația. Traectoria acestei categorii de prețuri este influențată și de reducerea cotei standard a TVA de la 20 la sută la 19 la sută și de eliminarea supraaccizei la carburanți⁵⁵.

Pentru produsele din tutun și băuturi alcoolice traiectoria ratei anuale a inflației este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor

aplicabile acestor produse, fiind marcată de reducerea cotei standard a TVA și de creșterea nivelului accizelor specifice la nivelul lunii ianuarie 2017. Comparativ cu raportul precedent, pentru finele anului curent nivelul proiectat este mai scăzut doar cu 0,1 puncte procentuale.

⁵⁵ La 1 ianuarie 2017, preconizată a avea un impact de -0,3 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației IPC la finele anului 2017.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁵⁶

Deviația PIB

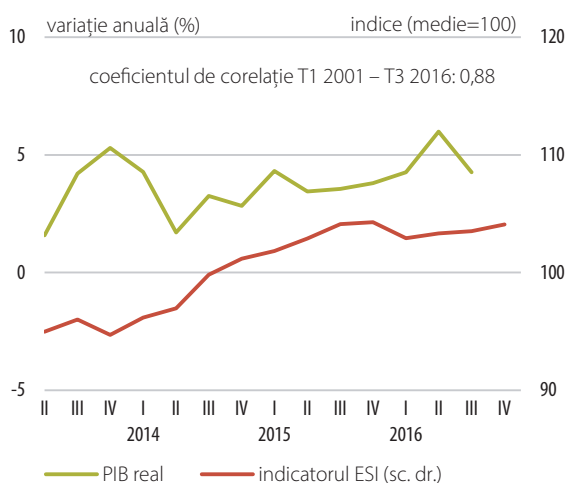
În trimestrul III 2016, PIB real ajustat sezonier a înregistrat o nouă creștere trimestrială (0,6 la sută⁵⁷), însă atât rata anuală, cât și cea trimestrială au cunoscut o atenuare de ritm față de perioada anterioară. Pentru următoarele două trimestre, PIB real este anticipat a înregistra dinamici trimestriale pozitive, cu ritmuri în accelerare, însă variația anuală a indicatorului va fi marcată de noi decelerări⁵⁸. Proiecțiile pe termen scurt au la bază semnale favorabile din partea unor indicatori precum cel al încrederii

în economie (creștere în trimestrul IV 2016 cu 0,6 puncte – Grafic 4.7, în principal pe seama celui aferent consumatorilor) sau cel al comerțului cu amănuntul cu excepția auto-moto (+1,6 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2016 față de media trimestrului III), la care se adaugă, în trimestrul I 2017, impactul asociat unor măsuri fiscale și de venituri⁵⁹. În aceste condiții, contribuția cererii interne la dinamica trimestrială a PIB este proiectată a fi pozitivă, iar cea a exporturilor nete, ușor negativă.

Pe parcursul intervalului de prognoză, PIB potențial are o dinamică în ușoară accelerare, reflectând atenuarea treptată a contribuției negative a forței de muncă (în contextul proiecțiilor favorabile privind rata de activitate și cea a șomajului), în timp ce dinamica stocului de capital este grevată de evoluțiile recente (în speță, cea aferentă trimestrului III 2016) și de cele anticipate ale

investițiilor, inferioare celor observate până la jumătatea anului anterior. Dinamica productivității totale a factorilor reflectă ipoteza continuării demersurilor agenților economici de a valorifica condițiile de creditare și fondurile europene structurale și de coeziune în cadrul programelor de eficientizare a activității, efecte contrare fiind exercitate de perspectivele privind integrarea în procesele de producție a unor elemente de inovație⁶⁰ sau de persistența rigidităților, specifice funcționării anumitor piețe interne, care pot fi adresate doar prin implementarea consecventă a reformelor structurale.

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

⁵⁶ 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.

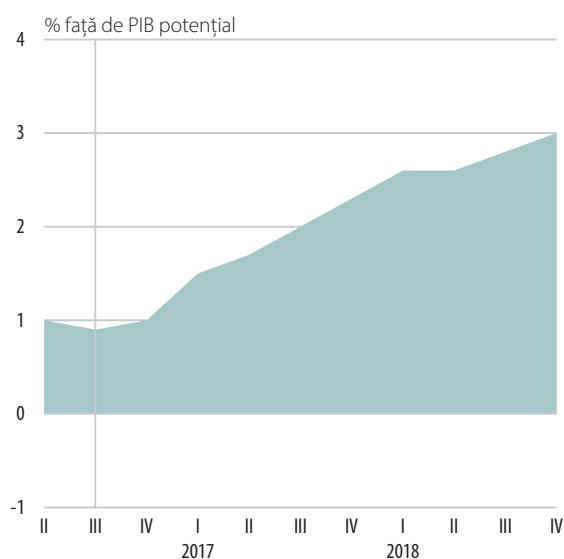
⁵⁷ Comunicatul INS nr. 19 din 13 ianuarie 2017. În termeni anuali, creșterea PIB în trimestrul III 2016 a fost de 4,3 la sută.

⁵⁸ În condițiile în care la finele anului 2015 și în prima parte a anului 2016, pe fondul stimulilor de natură fiscală și salarială, creșterile trimestriale ale PIB au înregistrat avansuri importante de ritm.

⁵⁹ Astfel de măsuri vizează: reducerea cotei standard a TVA, diminuarea accizei la combustibili, majorarea unor categorii de salarii din sectorul public, creșterea salariului minim, precum și eliminarea taxelor nefiscale.

⁶⁰ Conform evaluărilor CE efectuate în cadrul *European Innovation Scoreboard* (2016), România are performanțe modeste în termeni de inovație, deteriorarea continuă din perioada 2011-2015 reflectându-se în creșterea decalajului față de media UE. Indicele de inovație sintetizează evoluția a 25 de indicatori care vizează aspecte precum resursele umane, sistemul de educație, cheltuielile de cercetare-dezvoltare, înregistrarea de patente sau procesele organizaționale de la nivelul firmelor.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: INS, proiecție BNR

Excesul de cerere (evaluat a se fi manifestat de la începutul anului 2016) este proiectat în curs de intensificare pe intervalul de prognoză (Grafic 4.8), cu influențe în sensul amplificării presiunilor inflaționiste. Evoluția acestuia reflectă dinamica, la nivelul economiei, a venitului disponibil în termeni reali (susținută inclusiv de impactul măsurilor de relaxare fiscală și al celor care vizează politica veniturilor), caracterul stimulat al setului condițiilor monetare reale în sens larg, precum și reducerea graduală a deficitului de cerere externă. Influențele menționate ar putea fi atenuate de efectele restrictive ale politicilor economice ale administrației SUA și cele asociate *Brexit*, prin intermediul canalului comercial. Comparativ cu precedentul raport, deviația PIB acumulează presiuni cu un potențial inflaționist mai amplu pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză⁶¹, fiind stimulat – în special pe parcursul anului curent –

de măsurile de relaxare fiscală și de cele care vizează politica veniturilor. În același timp, setul condițiilor monetare reale în sens larg, deși ușor mai stimulat (aproape în totalitate pe seama contribuției cursului de schimb real efectiv prin canalul exporturilor nete), rămâne calibrat în apropierea valorilor preconizate anterior. Din perspectiva componentelor cererii agregate, deschiderea *gap*-ului PIB este proiectată a se realiza în principal pe seama celui al consumului, în timp ce în cazul FBCF, magnitudinea acestuia este încă negativă. La rândul lor, deviațiile exporturilor și importurilor sunt evaluate la valori pozitive, contribuția netă a acestora la cea a deviației PIB fiind însă negativă.

Pentru intervalul 2017-2018, scenariul de bază prevede în continuare o dinamică a activității economice peste cea potențială. Creșterea PIB este prognozată însă a avea o tendință de moderare, reflectând, raportat la amploarea stimulilor fiscali din cursul anului 2016, o diminuare a valorii estimate a componentei discreționare a politicii fiscale (i.e. impulsul fiscal). În aceste condiții, contribuția pozitivă a cererii interne la dinamica PIB va cunoaște o atenuare, atât pe seama consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, cât și a investițiilor. Evoluția componentelor cererii interne va reflecta impactul unor factori precum venitul disponibil real al gospodăriilor populației, condițiile de creditare și, în cazul investițiilor, absorbția fondurilor europene structurale și de coeziune⁶². În condițiile avansului cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este proiectată a se menține peste cea a exporturilor, cu efect de adâncire a deficitului balanței bunurilor și serviciilor. Astfel, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este anticipată a fi negativă, menținerea acesteia la valori reduse fiind condiționată

⁶¹ În ceea ce privește evaluările deviației PIB pentru perioadele recente, comparativ cu precedentul Raport asupra inflației, acestea au fost revizuite la valori ușor mai reduse, în principal pe fondul evoluției sub așteptări a dinamicii PIB din trimestrul III 2016.

⁶² Anul 2016 a fost ultimul în care s-au suprapus atrageri de fonduri europene aferente ambelor exerciții financiare (2007-2013 și, respectiv, 2014-2020), ca urmare a derogărilor acordate țărilor beneficiare de către CE.

de consolidarea activității economice a partenerilor comerciali externi, implicit și a cererii din partea acestora pentru produsele românești.

Componentele cererii agregate

Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a înregistrat o diminuare de 1,4 la sută în trimestrul III 2016 față de cel precedent, însă ritmul anual de creștere s-a menținut relativ ridicat. Pentru ultimul trimestru al anului 2016, dinamica trimestrială a componenteii este anticipată să revină în teritoriul pozitiv, în condițiile evoluțiilor favorabile înregistrate în perioada octombrie-noiembrie 2016 față de media trimestrului III – creșterea în termeni reali de 2 la sută a salariului mediu net în economie și majorarea cu 1,6 la sută a volumului comerțului cu amănuntul, exclusiv auto-moto. Totodată, indicatorul de încredere al consumatorilor s-a îmbunătățit cu 3 puncte în trimestrul IV⁶³. Pentru trimestrul I 2017, se conturează premisele unei dinamizări semnificative a consumului, favorizată de evoluția venitului disponibil real, în contextul măsurilor de politică fiscală și al majorărilor salariale de la începutul anului.

Pe parcursul intervalului de proiecție, consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a înregistra ritmuri ridicate de creștere, însă în atenuare comparativ cu anul 2016. Prognoza surprinde, pe de o parte, impactul în diminuare asupra dinamicii venitului disponibil real al: (i) măsurilor de politică fiscală și a celor privind politica veniturilor; (ii) dinamicii salariale din sectorul privat, în atenuare însă față de cea înregistrată în anul anterior și (iii) creșterii proiectate a ratei anuale a inflației IPC. Pe de altă parte, evoluția acestei componente este așteptată a fi susținută și de nivelurile reduse ale ratelor reale ale dobânzilor, acestea stimulând consumul (prin surse de finanțare avantajoase) în detrimentul economisirii.

În trimestrul IV 2016, consumul colectiv efectiv al administrației publice este anticipat a se menține la un nivel similar celui din trimestrul anterior, dinamica acestuia fiind compatibilă cu plasarea deficitului bugetar în anul 2016⁶⁴ sub limita nivelului de referință de 3 la sută aferent Pactului de stabilitate și creștere. Pe parcursul intervalului de prognoză, consumul colectiv al administrației publice este anticipat a înregistra o dinamică medie anuală pozitivă în decelerare.

Formarea brută de capital fix (FBCF) a consemnat o contracție în trimestrul III 2016 față de cel anterior (-8 la sută), pe fondul evoluției nefavorabile atât a lucrărilor de construcții ingineresti, cât și a achizițiilor de echipamente. În condițiile acumulării de evidențe privind continuarea evoluțiilor menționate și în trimestrul IV 2016, în principal cele cu privire la realizarea de investiții în sectorul public, dinamica pe termen scurt a FBCF este prognozată a fi modestă. În sensul susținerii evoluției anticipate a FBCF contribuie majorarea producției industriale a bunurilor de capital cu 0,8 la sută în perioada octombrie-noiembrie față de media trimestrului III, dar și îmbunătățirea ușoară a indicatorului de încredere aferent operatorilor din construcții

⁶³ În structură, evoluția acestuia a fost susținută de toate subcomponentele – ocupare, economisire, situație economică de ansamblu și situație financiară.

⁶⁴ Conform MFP, execuția bugetară la 31 decembrie 2016 indică un deficit bugetar de 2,41 la sută în PIB nominal.

(majorare cu 0,4 puncte în trimestrul IV 2016 față de cel anterior⁶⁵). Evaluarea dinamicii acestei componente este caracterizată de incertitudine, inclusiv pe fondul volatilității ridicate și al numeroaselor revizuirii ale seriei istorice ajustate sezonier.

Prognoza prevede o evoluție favorabilă, însă oscilantă, a FBCF pe parcursul intervalului de referință. Comparativ cu creșterea medie anuală estimată în anul 2016, aceasta va cunoaște o ușoară decelerare în anul curent, urmată de o dinamizare în 2018.

La baza acestei proiecții se află: (i) continuarea absorbției fondurilor europene structurale și de coeziune, deși cu o încetinire de ritm⁶⁶ prevăzută pentru anul curent, cu efect de antrenare a sectorului investițional; (ii) condițiile favorabile de creditare și (iii) adoptarea, recent, a unor măsuri fiscale⁶⁷ care au potențial de eliberare de resurse ce pot fi direcționate către programe de investiții.

Exporturile de bunuri și servicii au crescut marginal în trimestrul III 2016 față de cel anterior, cu perspectiva de a se dinamiza în trimestrele IV 2016 și I 2017. Aceasta este sprijinită, inclusiv pe un interval de timp mediu, de preconizarea⁶⁸ redresării graduale a activității economice a partenerilor comerciali, sub influența măsurilor de relaxare cantitativă ale BCE și a creșterii venitului disponibil al gospodăriilor, în contextul îmbunătățirii condițiilor de pe piața forței de muncă. Pentru intervalul de prognoză, exporturile de bunuri și servicii vor continua să înregistreze dinamici pozitive, reflectând persistența îmbunătățirilor în structura acestora înregistrate în ultimii ani⁶⁹. Un efect stimulativ adițional asupra ritmului prognozat de creștere a exporturilor este exercitat de impactul cursului de schimb real efectiv, deși în diminuare treptată către finele orizontului analizat. În sens invers se manifestă influența dinamicii alerte a costurilor unitare cu forța de muncă din economie, cu efect asupra competitivității prin preț a produselor românești destinate piețelor externe.

Importurile de bunuri și servicii au scăzut în trimestrul III 2016 față de cel anterior cu 2,5 la sută, pe fondul contracției consumului și a FBCF. Pentru finele anului 2016 și pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica importurilor este de așteptat să revină în teritoriul pozitiv, la valori relativ ridicate, pe seama avansului cererii interne, dar și a efectului de antrenare din partea exporturilor. În aceste condiții, exporturile nete sunt anticipate a avea o contribuție negativă la creșterea PIB pe întregul interval de prognoză.

Începând cu anul 2015, deficitul contului curent al balanței de plăți și-a inversat tendința de închidere din perioada postcriză, pe fondul accentuării deficitului balanței veniturilor primare și al balanței bunurilor. La evoluția celei din urmă contribuie dinamizarea cererii interne; în paralel, balanța veniturilor primare a consemnat

⁶⁵ Îmbunătățirea indicatorului se datorează exclusiv perspectivelor privind ocuparea.

⁶⁶ Trecerea la noul cadru financiar multianual (2014-2020) este de așteptat să implice o posibilă încetinire a atragerilor de fonduri europene din această sursă, cu potențial de revenire în a doua jumătate a intervalului proiecției.

⁶⁷ Printre măsurile implementate se numără reducerea impozitului pe dividende de la 16 la sută la 5 la sută, modificarea regimului fiscal aferent microîntreprinderilor și eliminarea taxei pe construcții speciale.

⁶⁸ Deși marcată de un anumit grad de incertitudine, inclusiv pe fondul evoluției relației dintre Marea Britanie și UE și divergenței politicilor monetare ale Fed și BCE.

⁶⁹ De exemplu, în sectorul serviciilor sau în grupa „Mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport”. În perspectivă, dinamica favorabilă a acestora din urmă este condiționată de factori precum extinderea capacităților productive și îmbunătățirea infrastructurii de deservire a acestora.

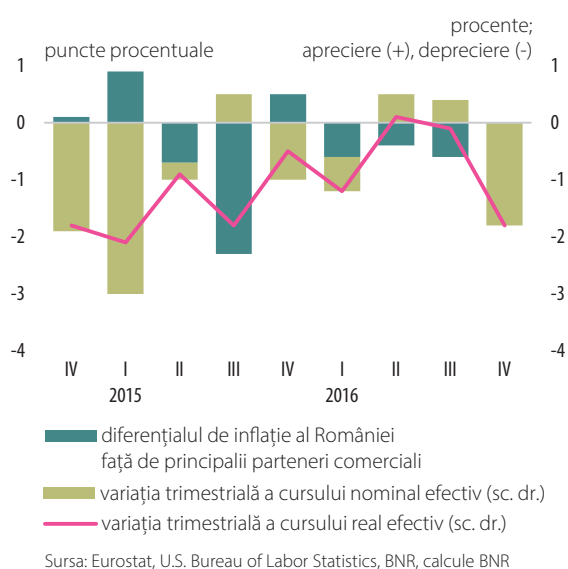
deficite în creștere, ce au reflectat accentuarea ieșirilor în contul veniturilor aferente investițiilor directe, sub forma participațiilor la capital (dividende și profituri reinvestite⁷⁰). Pe parcursul intervalului de proiecție, deficitul de cont curent este anticipat a continua să se adâncească în manieră graduală până în apropierea valorii de 3 la sută în PIB. Principalul factor determinant al acestei evoluții este dinamica importurilor de bunuri și servicii susținută de avansul cererii interne.

Sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a se menține adecvate și favorabil distribuite din perspectiva naturii non-generatoare de datorii a fluxurilor de capital (preponderent investiții străine directe și transferuri de capital⁷¹). Cu toate acestea, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului și a majorării deficitului bugetar prezintă potențialul de a periclita echilibrul macroeconomic al României, în situația unei creșteri a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, stimulată și de deciziile băncilor centrale ale principalelor economii dezvoltate.

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 relație cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁷² al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁷³.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



În trimestrul IV 2016, comparativ cu cel anterior, ratele nominale medii ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relație cu clienții nebankari sunt estimate a se reduce în cazul creditelor noi, respectiv a se menține aproximativ la același nivel – situat în apropierea minimelor istorice – în cazul depozitelor noi la termen. Pentru trimestrul I 2017 se anticipează creșteri marginale trimestriale atât ale ratei nominale a dobânzii la credite, cât și ale celei la depozite. Cumulat, deviațiile de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor sunt estimate a exercita o influență stimulative asupra activității economice din perioadele următoare.

În trimestrul IV 2016, comparativ cu cel anterior, moneda națională s-a depreciat în termeni nominali, în principal pe seama evoluției în raport

⁷⁰ 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.

⁷¹ Asociate atragerilor de fonduri structurale și de coeziune de la UE.

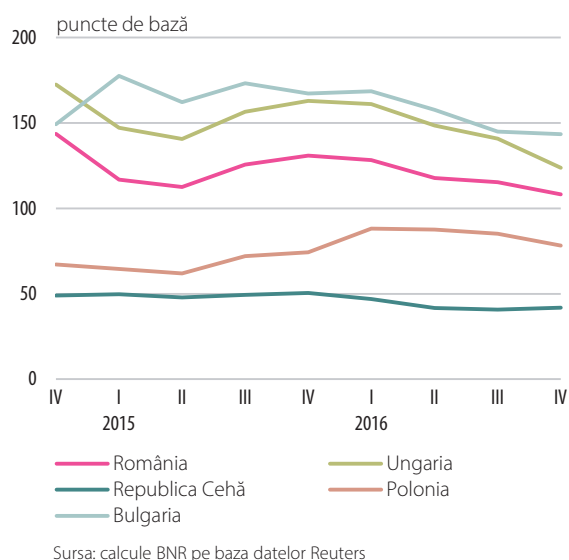
⁷² Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

⁷³ 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.

cu dolarul SUA, dar și față de euro. În termeni reali efectivi, moneda națională a înregistrat, de asemenea, o depreciere, în condițiile unui diferențial de inflație trimestrială față de partenerii comerciali aproape nul (Grafic 4.9). În ansamblu, impactul cursului de schimb real efectiv asupra cererii agregate (prin intermediul competitivității prin preț a exporturilor) din perioadele următoare este evaluat a rămâne stimulat.

Efectul de avuție și de bilanț din trimestrele IV 2016 și I 2017 exercită influențe stimulative asupra cererii agregate viitoare, în special pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe sub nivelul de echilibru (*gap* puternic negativ).

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



Prin plasarea în apropierea tendinței pe termen mediu, prima de risc suveran exercită un impact neutru. Raportat la trimestrul anterior, cotațiile *credit default swaps* (CDS) asociate economiei naționale s-au diminuat în trimestrul IV 2016 (Grafic 4.10). Totuși, evoluția acestora din ultimele două luni ale trimestrului menționat a fost în creștere, în special pe fondul evenimentelor electorale din SUA și al celor interne. Perspectivele pe termen mediu ale primei de risc sunt influențate atât de factori interni, asociați configurației și, ulterior, execuției bugetare, cât și de dinamica economiei globale, în principal evoluția relației dintre Marea Britanie și UE și divergența politicilor monetare ale Fed și BCE.

În ansamblu, în trimestrele IV 2016 și I 2017, condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a fi stimulative la adresa cererii agregate din trimestrele următoare. În structura acestora,

predomină impactul favorabil al cursului de schimb real efectiv (prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor).

Pe parcursul intervalului de prognoză se anticipează menținerea impactului stimulat la adresa activității economice al condițiilor monetare în sens larg. Cursul de schimb real efectiv va transmite în continuare un impact favorabil predominant (prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor). În același sens va contribui și efectul de avuție și de bilanț, beneficiind de poziționarea la niveluri reduse a ratei reale a dobânzii externe, sub influența persistenței procesului de relaxare cantitativă implementat de BCE. Traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară vizează asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

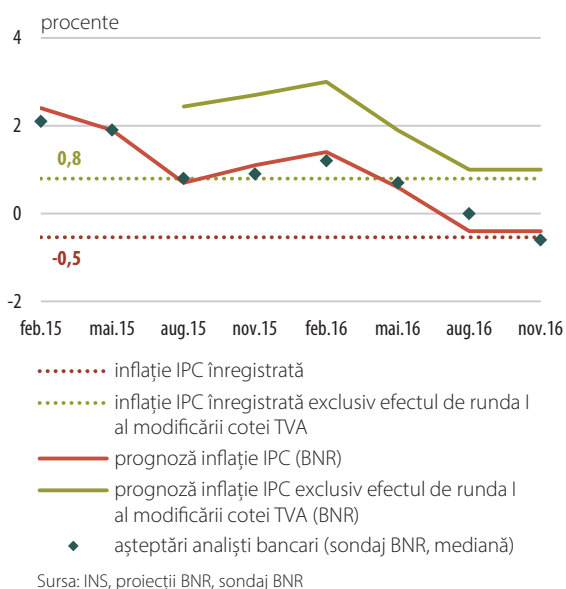
Evaluarea erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2016

În condițiile caracterului pronunțat prospectiv al deciziilor de politică monetară, justificat de decalajele temporale specifice de propagare în economie a deciziilor

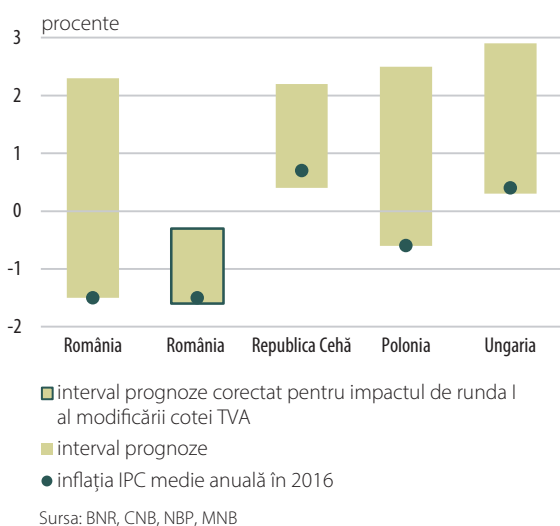
adoptate de banca centrală, prognozele macroeconomice joacă un rol esențial în cadrul strategiei de țintire directă a inflației. În vederea îmbunătățirii cadrului de previziune, evaluarea erorilor de proiecție reprezintă o practică obișnuită în rândul băncilor centrale cu un astfel de regim de politică monetară⁷⁴. În acest context, pe parcursul anului 2016 a continuat evaluarea acurateței prognozelor realizate de BNR în runde succesive, cu referire la rata anuală a inflației IPC înregistrată la finele anului 2016⁷⁵. Analiza a relevat atât contribuția dominantă la explicarea erorii de prognoză a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, cât și importanța factorului dezinflaționist global în revizuirile repetate ale proiecțiilor privind inflația.

Rata anuală a inflației IPC din decembrie 2016 (-0,5 la sută, conform Comunicatului INS nr. 20/13 ianuarie 2017) a fost supraestimată⁷⁶ în toate cele opt runde analizate, erorile de prognoză fiind cuprins între un minim de +0,2 puncte procentuale (corespunzător Raportului asupra inflației din noiembrie 2016) și un maxim de +2,9 puncte procentuale (corespunzător Raportului asupra inflației din februarie 2015). Din punct de vedere al acurateței, magnitudinea acestor erori este comparabilă cu mediana celor calculate pe baza prognozelor analiștilor bancari, acestea din urmă fiind preluate din sondajul privind așteptările de inflație derulat de BNR. Pentru a asigura comparabilitatea, au fost utilizate prognoze ale analiștilor bancari aferente lunilor în care au fost publicate ediții ale Raportului asupra inflației (Grafic A).

Grafic A. Prognozele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2016



Grafic B. Revizuirile ale proiecțiilor pentru inflația IPC medie anuală în 2016 ale unor bănci centrale din Europa Centrală și de Est



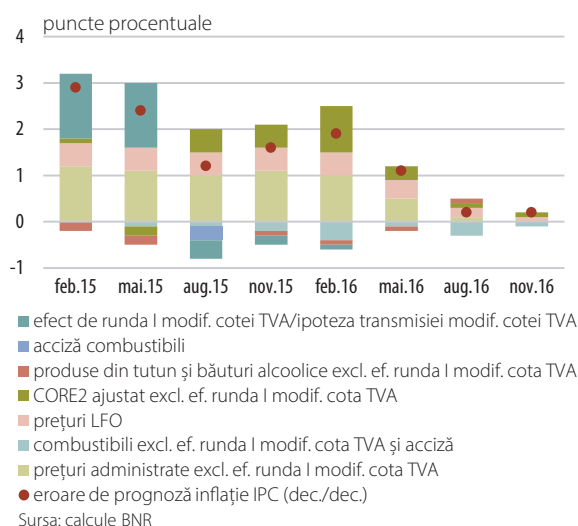
⁷⁴ Acestea se realizează fie în mod regulat, anual (de exemplu, Banca Națională a Ungariei, Banca Națională a Suediei), fie cu caracter ocazional, vizând un interval mai mare de timp (de exemplu, Banca Națională a Republicii Ceha, Banca Angliei).

⁷⁵ Pornind de la acest criteriu, au fost vizate rundele de proiecție corespunzătoare Rapoartelor asupra inflației publicate în intervalul februarie 2015 – noiembrie 2016.

⁷⁶ Erorile de prognoză sunt calculate ca diferență între valorile prognozate succesiv și cea efectiv înregistrată. O diferență negativă implică subestimarea în proiecție a ratei realizate a inflației IPC, în timp ce o diferență pozitivă, o supraestimare a acesteia.

Plasarea ratei efective a inflației medii anuale din 2016 la limita inferioară a intervalului configurat de valorile proiectate ale indicatorului în runde succesive (Grafic B) este explicată de multitudinea șocurilor favorabile de natura ofertei derulate în plan regional și/sau global (reduceri semnificative ale cotațiilor internaționale ale materiilor prime, supraoferta persistentă pe piața europeană a produselor agroalimentare creată de embargoul impus de Rusia), suprapuse unei recuperări lente a cererii externe efective în perioada postcriză. În același timp, măsurile fiscale de reducere a impozitelor indirecte de pe parcursul ultimilor doi ani, cu precădere a celor privind taxa pe valoarea adăugată (TVA)⁷⁷, au acționat, de asemenea, în direcția reducerii ratei medii a inflației atât în România, cât și în celelalte țări analizate.

Grafic C. Erorile de prognoză din runde succesive, distribuite pe contribuții ale componentelor IPC



Pentru România, descompunerea erorilor de prognoză aferente sfârșitului anului 2016 (Grafic C) relevă contribuția importantă a subcomponentelor coșului de consum afectate în mod direct de șocurile exogene menționate (prețurile volatile ale alimentelor⁷⁸, indicele CORE2 ajustat⁷⁹). Contribuția dominantă este însă asociată dinamicii prețurilor administrate. Traectoria curentă a acestora încorporează cele mai recente modificări legislative în domeniu vizând în special tarifele la energia electrică și prețul gazelor naturale (revizuirii ale tarifelor reglementate de energie electrică și ale celor privind componenta de piață concurențială, abateri de la calendarul de liberalizare a prețului la gazele naturale din producția internă pentru consumatorii casnici, inclusiv pe fondul cotațiilor acestuia de pe piețele internaționale⁸⁰).

În ciuda revizuirilor succesive în jos ale prețului petrolului Brent, dinamica anuală a prețurilor combustibililor a fost, contrar așteptărilor aparente, subevaluată de-a lungul rundelor de proiecție, ca urmare a unor evoluții specifice ce au marcat finalul anului trecut (revenirea cotațiilor țițeiului la rate consistente de creștere în termeni anuali, pe fondul înțelegerii între țările membre OPEC și non-OPEC de limitare a producției; deprecierea leului față de dolarul SUA).

⁷⁷ În România cota standard a TVA a fost redusă de la 24 la sută la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016. De asemenea, în cazul tuturor celor patru țări analizate au fost adoptate măsuri privind extinderea cotei reduce a TVA la diverse categorii de produse în intervalul analizat.

⁷⁸ În cazul prețurilor volatile ale alimentelor, dinamica redusă înregistrată la finalul anului precedent s-a datorat inclusiv materializării unei producții agricole superioare mediei pe termen lung (cu excepția recoltei de porumb). Ipoteza standard adoptată în proiecție este de înregistrare a unor producții normale pe plan intern (raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei).

⁷⁹ De exemplu, această componentă a fost marcată de reducerile importante ale prețurilor materiilor prime de pe piețele agricole, cu impact asupra costurilor de producție ale companiilor domestice.

⁸⁰ Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatele ANRE din data de 30 martie 2016, 23 iunie 2016 și, respectiv, 30 iunie 2016, disponibile la adresa <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate>.

În rundele de proiecție din februarie 2015 și, respectiv, mai 2015, o sursă importantă a erorii de prognoză, atât în cazul inflației IPC, cât și al inflației de bază, a fost asociată efectului – neanticipat în acele runde – al măsurii de reducere, începând cu luna ianuarie 2016, a cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută, cu impact inclusiv asupra traiectoriilor anticipațiilor inflaționiste prin intermediul cărora se transmit efectele de runda a doua ale măsurii.

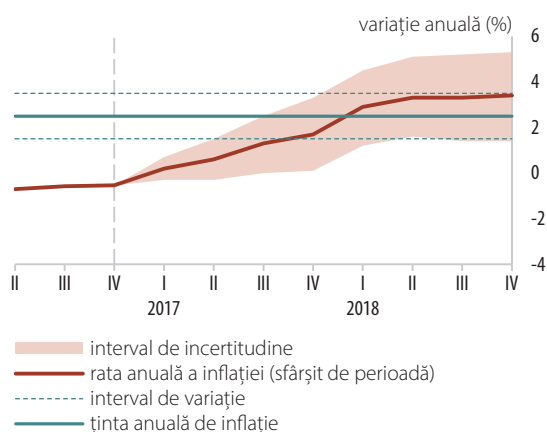
Față de prevederile variantei Codului fiscal utilizat la configurarea coordonatelor proiecției din luna august 2015 (cele mai importante vizând reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută și diminuarea accizelor aplicabile prețurilor combustibililor cu începere din luna ianuarie 2016), modificările ulterioare, cu impact mai important asupra prognozei privind rata inflației IPC, preluate în proiecție cu începere din runda noiembrie 2015, au vizat amânarea cu un an (de la 1 ianuarie 2016 la 1 ianuarie 2017) atât a aplicării unui punct procentual suplimentar de reducere a cotei standard a TVA, cât și a eliminării supraaccizei la combustibili.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată ca fiind relativ echilibrată. În actuala conjunctură, relevanța incertitudinilor este asociată,

pe de o parte, unei dinamici viitoare mai reduse a prețurilor administrate, iar pe de altă parte, influențelor de sens contrar asociate conduitei politicii fiscale și a veniturilor, dar și posibilelor modificări ale coordonatelor mediului extern (Grafic 4.11).

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



Pe plan intern, orice abatere, pe partea de venituri sau de cheltuieli, de la setul de măsuri fiscal-bugetare incluse în proiectul de buget propus pentru anul 2017⁸¹ ar urma să aibă implicații asupra sustenabilității finanțelor publice și, implicit, și asupra configurației scenariului de bază al proiecției macroeconomice.

Astfel, devin relevante modul de finanțare a deficitului bugetar pentru anul 2017 și eficacitatea măsurilor compensatorii ce vor fi adoptate în vederea poziționării acestuia sub limita nivelului de referință de 3 la sută din PIB. În plus, o structură

a cheltuielilor bugetare în care cele de investiții ar urma să fie reduse în favoarea celor curente ar putea configura o structură a cererii interne cu un grad mai redus de sustenabilitate pe termen mediu. În aceste condiții, o deteriorare și a poziției

⁸¹ Acestea se referă la măsurile aprobate recent: majorarea salariilor în sectorul bugetar, creșterea cu 200 lei a salariului minim, eliminarea taxelor nefiscale, eliminarea plafonului aferent contribuțiilor de sănătate și a CASS pentru pensie, eliminarea impozitului pe venit pentru pensiile sub 2 000 lei, precum și la cele prevăzute în cursul anului curent: creșterea pensiei minime la 520 lei din luna martie și majorarea punctului de pensie la 1 000 lei din luna iulie.

externe a economiei ar putea conduce la reevaluarea de către investitorii străini a gradului de risc asociat economiei interne. La acestea se adaugă și necunoscutele cu privire la absorbția de fonduri europene, în condițiile stadiului incipient al atragerilor corespunzătoare ciclului financiar 2014-2020, cu efecte care s-ar răsfărânge, în cele din urmă, asupra potențialului de creștere și competitivității economiei românești.

Evoluțiile globale continuă să reprezinte o sursă apreciabilă de riscuri la adresa traiectoriei inflației din scenariul de bază. Un risc care a cunoscut o materializare parțială de la ediția anterioară a raportului se referă la divergența dintre conduitele politicii monetare ale Fed și BCE, în condițiile în care, pe de o parte, Fed a majorat rata dobânzii în ședința din decembrie 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. Incertitudini persistente în privința accentuării divergenței conduitelor politicilor monetare vizează configurația viitoare a politicilor economice ale administrației SUA, necunoscută până la momentul finalizării actualei proiecții. Acestea ar putea avea în vedere implementarea unor stimuli fiscali considerabili, provenind din diminuarea impozitelor și taxelor, dar și din creșteri de cheltuieli cu infrastructura și serviciul de apărare, o politică mai strictă cu privire la imigrare și o intensificare a protecționismului comercial. Eventuale realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial în contextul randamentelor mai atractive din SUA ar putea determina fluctuații impredictibile ale parității monedelor țărilor emergente, inclusiv ale leului, cu impact asupra traiectoriei ratei inflației din scenariul de bază.

Incetitudini suplimentare sunt asociate procesului privind implementarea procedurii de ieșire a Marii Britanii din UE în contextul declarațiilor recente ale primului-ministru britanic care sugerează îndreptarea negocierilor către un proces de tip *"hard Brexit"*. Aceste riscuri, alimentate de perspectivele economice ale altor economii emergente majore⁸², precum și de problemele din sistemul bancar italian au potențialul de a inhiba cererea externă globală și, pe această cale, și pe cea adresată produselor românești.

Materializarea, eventual simultană, a acestor riscuri poate determina reconfigurarea traiectoriei inflației din scenariul de bază atât prin canalul prețurilor de import, cât și prin efectele contracționiste exercitate pe termen mediu asupra poziției ciclice a economiei românești. Din aceste motive, sunt necesare menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor macroeconomice majore și de creștere a rezilienței economiei interne la șocuri adverse printr-o coerență adecvată a politicilor macroeconomice. În plus, accelerarea implementării reformelor structurale este o condiție *sine qua non* a asigurării unei creșteri economice sustenabile.

Riscuri în sens descendent la adresa perspectivelor inflației continuă să fie atribuite componentelor coșului IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, cu precădere dinamicii prețurilor administrate. În acest sens,

⁸² În privința Chinei, cele mai recente prognoze ale FMI (*World Economic Outlook*, ianuarie 2017) indică o îmbunătățire a perspectivelor de evoluție a acesteia pe termen mediu, însă o abatere substanțială de la aceste coordonate, inclusiv prin prisma relațiilor comerciale viitoare cu SUA, ar putea implica reconfigurarea scenariului de bază.

rămân relevante incertitudinile privind ritmul ajustărilor viitoare ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice, evoluțiile prețurilor relevante de pe piețele internaționale fiind unul dintre elementele care ar putea determina abateri de la ipotezele scenariului de bază. În plus, evoluții contextuale ale prețurilor de pe plan intern, precum și deciziile autorităților de profil cu referire la componentele prețului final supuse autorizării acestora ar putea, de asemenea, să genereze divergențe raportat la ipotezele de lucru din scenariul de bază al proiecției⁸³.

În privința evoluției prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă riscuri asociate condițiilor meteorologice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole.

În ceea ce privește riscurile induse de evoluția prețurilor materiilor prime energetice la adresa perspectivelor inflației, se remarcă o diminuare, comparativ cu runda anterioară de prognoză, a incertitudinilor cu privire la evoluția anticipată a prețului petrolului. În acest sens, înțelegerile recente între membrii OPEC și non-OPEC de a opera reduceri ale producției mondiale de petrol⁸⁴ pe parcursul anului 2017 limitează probabilitatea unor viitoare ajustări descendente ale prețului acestuia. În același timp, depinzând de sensul și magnitudinea reconfigurării conduitei viitoare a politicii monetare a principalelor bănci centrale, evoluția cursului de schimb EUR/USD ar putea exercita efecte diferite de cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției asupra cotației RON/USD și, implicit, asupra prețului petrolului exprimat în monedă națională.

⁸³ Pentru detalii suplimentare privind contribuția acestei componente la revizuirea descendentă a ratei inflației în runde succesive de prognoză, a se consulta caseta „Evaluarea erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2016”.

⁸⁴ În cadrul întâlnirii de la Viena din 22 ianuarie 2017, 11 dintre cele 13 țări membre OPEC, alături de alte 11 țări non-membre OPEC, au reiterat înțelegerea privind reducerea producției de petrol în prima jumătate a anului curent.

Abrevieri

ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
CNB	Česká národní banka (Banca Națională a Republicii Cehe)
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FEGA	Fondul European de Garantare Agricolă
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	Federal Open Market Committee
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IGI	inflația generată pe plan intern
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MFE	Ministerul Fondurilor Europene
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMJS	Ministerul Muncii și Justiției Sociale
MNB	Magyar Nemzeti Bank (Banca Națională a Ungariei)
NBP	Narodowy Bank Polski (Banca Națională a Poloniei)
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	33
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	34
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	38
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	39
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	40
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	40

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Prețurile unor produse alimentare de larg consum și prețul combustibililor	14
Grafic 1.3	Inflația generată pe plan intern	14
Grafic 1.4	Bunuri de consum: curs de schimb real efectiv și fluxuri comerciale	15
Grafic 1.5	Anticipațiile operatorilor economici privind evoluția prețurilor	15
Grafic 2.1	Cererea	16
Grafic 2.2	Oferta	16
Grafic 2.3	Investiții	17
Grafic 2.4	Modificarea balanței bunurilor față de trimestrul similar al anului anterior	20
Grafic 2.5	Productivitatea muncii	20
Grafic 2.6	Componentele indicelui inovării, 2015	21
Grafic 2.7	Creșterea netă a efectivului salariaților din economie	21
Grafic 2.8	Tensionarea pieței muncii și salariul mediu brut în economie	22
Grafic 2.9	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	23
Grafic 2.10	Prețurile producției industriale pentru piața internă	24
Grafic 2.11	Prețurile producției agricole	24
Grafic 2.12	Costurile salariale unitare din industrie	25

Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	28
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	30
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	30
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	31
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	32
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	33
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	34
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	35
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	36
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	38
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației	39
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA	40
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	41
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	41
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	41
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	42
Grafic 4.8	Deviația PIB	43
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	46
Grafic 4.10	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	47
Casetă		
Grafic A	Proгноzele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2016	48
Grafic B	Revizuri ale proiecțiilor pentru inflația IPC medie anuală în 2016 ale unor bănci centrale din Europa Centrală și de Est	48
Grafic C	Erorile de prognoză din runde succesive, distribuite pe contribuții ale componentelor IPC	49
Grafic 4.11	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	50

