

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

august 2015

Anul XI, nr. 41

Raport asupra inflației

August 2015

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

Banca Națională a României
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București
tel.: 021/312.43.75; fax: 021/314.97.52

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 august 2015, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 15 iulie 2015.

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
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	18
2. Prețurile de import și prețurile de producție	25
2.1. Prețuri de import	25
2.2. Prețuri de producție	26
<hr/>	
3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	29
<hr/>	
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	32
2.1. Ratele dobânzilor	32
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	34
2.3. Moneda și creditul	35
<hr/>	
4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	38
<hr/>	
1. Scenariul de bază	38
1.1. Ipoteze externe	38
1.2. Perspectivele inflației	39
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	43
1.4. Riscuri asociate proiecției	48
2. Evaluarea de politică monetară	49
<hr/>	
Abrevieri	53
Lista tabelor din text	54
Lista graficelor din text	54

SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Pe parcursul trimestrului II 2015, rata anuală a inflației IPC s-a menținut sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. În luna iunie, indicatorul a coborât abrupt la o valoare negativă (-1,6 la sută), sub impactul extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduce a TVA de 9 la sută la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, care a condus la scăderea prețurilor mărfurilor alimentare vizate cu 9,8 la sută comparativ cu luna precedentă. Rata medie anuală a IAPC¹ s-a plasat în iunie 2015 la valoarea de 1,0 la sută, în ușoară coborâre față de finele trimestrului precedent.

În structura indicelui agregat, extinderea cotei reduce a TVA, introdusă la 1 iunie 2015, cu efect asupra prețurilor a circa 30 la sută din bunurile și serviciile incluse în coșul de consum, a influențat substanțial dinamica ratei anuale a inflației CORE2 ajustat² și a prețurilor alimentare volatile (LFO).

În condițiile în care componentele afectate de reducerea cotei TVA reprezintă circa 42 la sută din coșul de consum asociat inflației de bază, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a atins în luna iunie nivelul de -3,2 la sută. Influențe de mai mică amploare în sensul reducerii inflației au provenit din partea continuării ajustării descendente a anticipațiilor privind inflația și a deficitului de cerere. Magnitudinea acestuia din urmă și, ca atare, intensitatea presiunilor dezinflaționiste pe care le

exercită s-au redus însă semnificativ în cursul anului precedent și la începutul celui curent. Efectele factorilor menționați asupra inflației de bază au fost ușor atenuate de cele ale creșterii marginale a dinamicii anuale a prețurilor de import, pe seama deprecierei leului față de euro.

Componentele IPC afectate cu precădere de factori de natura ofertei au exercitat influențe divergente asupra evoluției indicelui agregat. Deși afectate de reducerea cotei TVA aferente, prețurile LFO au înregistrat dinamici anuale pozitive în trimestrul II 2015, după șapte trimestre de creșteri negative. Cauza evoluției ascendente a fost epuizarea influenței favorabile asupra prețurilor acestei categorii de produse a recoltei abundente din anul 2014, la care s-au adăugat condițiile agrometeorologice nefavorabile din luna mai, cu impact asupra prețurilor noii oferte de legume și fructe. În sens opus au acționat accentuarea scăderii în termeni anuali a prețurilor combustibililor, determinată de efectul de bază al majorării accizei pentru carburanți în aprilie 2014, și decelerarea dinamicii prețurilor produselor din tutun.

Rata anuală a inflației IPC înregistrată la sfârșitul trimestrului II s-a situat cu 0,7 puncte procentuale sub nivelul prognozat în Raportul asupra inflației din luna mai. Eroarea de prognoză este explicată de subestimarea în scenariul de bază anterior a gradului de transmisie în prețurile alimentelor incluse în coșul indicelui CORE2 ajustat a reducerii cotei TVA din luna iunie.

După ritmurile alerte înregistrate în trimestrele IV 2014 și I 2015, creșterea anuală a costurilor salariale unitare în industrie a accelerat în perioada aprilie-mai, când influența scăderii productivității muncii a fost mai puternică decât cea a ușoarei atenuări a dinamicii salariilor. Perioada următoare este marcată de tendința de eliminare a deficitului de cerere, de

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

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

majorările succesive programate ale salariului minim pe economie, precum și de creșterile prevăzute în proiectul noii legi a salarizării pentru personalul plătit din fonduri publice, cu potențiale efecte de demonstrație asupra salariilor din sectorul privat. În acest context, se conturează tot mai clar tendința de decorelare a dinamicii salariilor de cea a productivității muncii și, ca atare, riscul unor presiuni inflaționiste din partea costurilor cu salariile.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 6 mai 2015, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an de la 2,00 la sută, pe baza analizei reconfigurării perspectivelor macroeconomice. Noua proiecție indica menținerea pe termen scurt a ratei inflației sub limita de jos a intervalului țintei staționare, pe o traiectorie substanțial revizuită descendent, cu niveluri temporar negative în prima jumătate a intervalului de prognoză. Amploarea revizuirii era determinată de încorporarea în noul scenariu de bază a măsurii privind reducerea cotei TVA pentru toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică la nivelul de 9 la sută, de la 24 la sută, începând cu 1 iunie 2015. Impactul tranzitoriu al acestei măsuri se adăuga presiunilor dezinflaționiste exercitate de dinamica prețurilor volatile și de inflația din zona euro, de persistența deficitului de cerere agregată, de menținerea la niveluri scăzute a prețurilor pe piețele externe, precum și de consolidarea pe un palier inferior a anticipațiilor inflaționiste. Riscurile asociate proiecției având ca sursă mediul extern erau generate de persistența incertitudinilor legate de situația din Grecia și din zona euro, de tensiunile geopolitice regionale și de divergența dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale din lume. Pe plan intern, incertitudinile generatoare de riscuri erau asociate ritmului implementării reformelor structurale, efectelor modificărilor preconizate ale cadrului fiscal, caracteristicilor anului agricol și calendarului ajustării prețurilor administrate.

În aceeași ședință, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 1,5$ puncte procentuale de la $\pm 1,75$ puncte procentuale. De asemenea, în vederea continuării armonizării graduale a mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale Băncii Centrale Europene, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei ale instituțiilor de credit la nivelul de 8 la sută de la 10 la sută.

Ulterior deciziei de la începutul lunii mai, datele statistice aferente sfârșitului lunii au relevat o creștere mai rapidă decât cea anticipată a ratei anuale a inflației, sub impactul accelerării dinamicii anuale a prețurilor volatile. Reevaluarea perspectivelor inflației reconfirma așteptările de intrare și menținere pe termen scurt a ratei anuale a acesteia în teritoriu negativ. În același timp, se conturau semnale clare privind restrângerea mai rapidă a deficitului de cerere agregată și creșterea costurilor unitare cu forța de muncă, iar riscurile asociate perspectivelor inflației, identificate în analiza din luna mai, continuau să fie relevante.

În acest context, analiza efectuată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 1 iulie 2015 a relevat necesitatea unei reconsiderări prudente a ciclului politicii monetare. Ca atare, a fost luată decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Proiecția curentă a ratei inflației implică o nouă revizuire substanțială, în jos, comparabilă ca magnitudine cu cea din runda anterioară. Parțial, aceasta a provenit din reevaluarea efectelor estimate anterior ale extinderii, de la 1 iunie 2015, a sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică. În și mai mare

măsură, revizuirea a fost rezultatul înglobării în noul scenariu de bază a ipotezei aplicării, de la 1 ianuarie 2016, a prevederilor noului Cod fiscal³ cu privire la reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută și diminuarea nivelului accizelor la combustibili. În acest scenariu, rata anuală a inflației IPC este anticipată a se situa la valori negative până în luna mai 2016, a reveni la valori pozitive dar situate, până la sfârșitul anului 2016, sub limita de jos a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei de 2,5 la sută și a reintra și a se menține în intervalul țintei începând din trimestrul I 2017.

Rata anuală a inflației IPC, recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi ale reducerilor cotei TVA de la 1 iunie 2015 și 1 ianuarie 2016, este proiectată la valoarea de 2,8 la sută și de 2,4 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016. Această măsură alternativă a ratei inflației exclude șocurile cu impact tranzitoriu, de natura ofertei, ale măsurilor fiscale menționate, punând, astfel, mai bine în evidență presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali ce se manifestă în economie. Odată cu epuizarea acestor șocuri, în ianuarie 2017, rata anuală a inflației IPC se va re poziționa peste valoarea de 2,5 la sută, menținându-se, însă, în interiorul intervalului țintei.

Concomitent poziționării ratei inflației IPC sub limita inferioară a intervalului țintei pe cea mai mare parte a intervalului proiecției, scenariul de bază prevede o accelerare a creșterii economice, sub impactul evoluției alerte a cererii interne, pe seama creșterii susținute a consumului și a redresării investițiilor. Principala sursă a creșterii consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este majorarea așteptată a venitului disponibil real al acestora, impulsivă de măsurile de relaxare fiscală implementate și de cele anunțate (reducerile succesive ale TVA, diminuarea unor accize). La acestea se adaugă avansul preconizat al productivității muncii cu impact pozitiv asupra nivelului de ocupare și, ulterior, asupra dinamicii salariale din sectorul privat. Formarea brută de capital fix va avea de asemenea un aport pozitiv

la creșterea economică, în principal pe seama revigorării activității investiționale a sectorului privat, anticipată a fi susținută de dinamizarea proiectată a activității economice la nivelul partenerilor externi, de măsurile fiscale anunțate recent (eliminarea taxei pe construcțiile speciale pentru companii și reducerea impozitului pe dividende), precum și de continuarea eforturilor de absorbție a fondurilor europene. Ambele componente ale cererii interne vor beneficia de un set stimulatoriu al condițiilor monetare reale pe întreg intervalul de referință, inclusiv ca efect al propagării impactului reducerilor anterioare succesive ale ratei dobânzii de politică monetară asupra evoluției ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit.

Dat fiind avansul semnificativ al cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a fi mai alertă decât cea a exporturilor, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB fiind prevăzută a fi negativă pe intervalul de prognoză. Această evoluție implică inversarea tendinței persistente de închidere a deficitului de cont curent în perioada postcriză, proiecția indicând creșterea ponderii acestuia în PIB, de la minimele istorice înregistrate recent către niveluri de peste 2 la sută pe termen mediu. Nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi, pe termen scurt, adecvate. Cu toate acestea, redeschiderea acestuia pe seama majorării deficitului bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse la adresa echilibrului macroeconomic interne pe termen mediu.

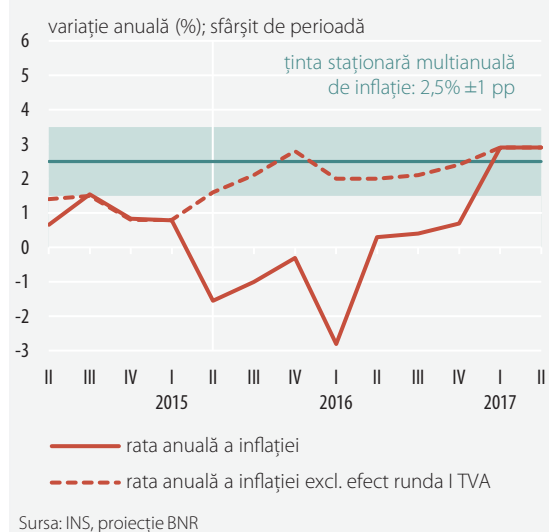
Față de runda din mai 2015, proiecția deviației PIB de la nivelul său potențial a fost revizuită semnificativ pe întreg intervalul de referință. Prognoza curentă prevede o eliminare mai rapidă a deficitului de cerere, și acumularea, de la începutul anului 2016, a unui exces de cerere în creștere treptată până la orizontul prognozei. La reevaluarea deviației PIB au contribuit: dinamica PIB din trimestrul I 2015, sensibil mai alertă, conform datelor publicate de INS, decât cea anticipată în prognoza anterioară, conduita proiectată, substanțial mai expansionistă,

³ Adoptat de Parlament pe 24 iunie 2015. Ulterior finalizării scenariului de bază al proiecției macroeconomice (15 iulie 2015), Președintele României nu a promulgat Codul fiscal, actul normativ fiind retrimis (în 17 iulie 2015) Parlamentului spre a fi reexaminat.

a politicii fiscale, influența mai stimulantă a condițiilor monetare reale pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție, precum și poziționarea ciclică mai favorabilă a cererii externe efective.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC se va plasa la -0,3 la sută la sfârșitul anului 2015 și la 0,7 la sută la finele anului 2016, niveluri inferioare (cu 0,5 și, respectiv, 1,2 puncte procentuale) celor din Raportul asupra inflației precedent (Grafic 1). Pentru anul curent, revizuirea este rezultatul unei contribuții negative mai accentuate din partea indicelui CORE2 ajustat, în timp ce toate celelalte componente au contribuții similare sau mai ridicate. Pentru 2016, contribuțiile tuturor componentelor coșului IPC au fost revizuite în jos, cu excepția celei a indicelui CORE2 ajustat, care a fost reevaluată ușor mai sus, și celei a prețurilor LFO, care a rămas relativ nemodificată.

Grafic 1. Previzuni privind evoluția inflației



Traectoria ratei anuale a inflației IPC se plasează pe cvasitotalitatea intervalului de referință (cu excepția trimestrului I 2017) sub cea din prognoza precedentă. Diferențele mai substanțiale, în cazul valorilor proiectate pentru anul următor, se datorează adoptării ipotezei aplicării, de la 1 ianuarie 2016, a prevederilor noului Cod fiscal. Măsura cu privire la reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută este anticipată a avea un impact semnificativ asupra tuturor prețurilor din coșul de consum, mai puțin asupra celor ale

alimentelor, deja afectate de extinderea de la 1 iunie 2015 a cotei reduce. Efectele prognozate ale reducerii cotei standard a TVA asupra ratei anuale a inflației sunt cele specifice unei astfel de măsuri: cele de runda întâi sunt tranzitorii, eliminarea lor din rata anuală după un an de la impact producând un efect de bază de sens contrar celui inițial; efectele de runda a doua, anticipate a fi relativ moderate, se vor disipa treptat pe măsura apropiierii de orizontul proiecției.

Sub impactul cumulat al celor două etape de reducere a cotei TVA, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată la valori negative până în luna mai 2016. În paralel cu efectele deflaționiste tranzitorii ale măsurilor de reducere a impozitelor indirecte, scenariul de bază al proiecției prevede acumularea de presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali ai inflației de bază: diminuarea graduală a deficitului de cerere, urmată de formarea unui exces de cerere în a doua parte a intervalului; dinamica anuală ascendentă a prețurilor de import, cu precădere în prima parte a intervalului; tendința, mai accentuată către orizontul proiecției, de re poziționare a anticipațiilor privind inflația la niveluri mai apropiate de punctul central al țintei de inflație. În aceste condiții, odată cu epuizarea efectului de runda întâi al reducerii cotei TVA aplicate la 1 iunie 2015, rata anuală a inflației de bază va redeveni pozitivă, înregistrând valori apropiate de 1 la sută. Cu începere din ianuarie 2017, când și efectul de runda întâi al reducerii cotei standard a TVA de la 1 ianuarie 2016 va fi eliminat din rata anuală CORE2 ajustat, aceasta va înregistra un salt semnificativ, atingând 2,5 la sută la orizontul proiecției.

Similar ratei anuale a inflației IPC, o măsură alternativă a inflației indicelui CORE2 ajustat, din care au fost în prealabil excluse efectele de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA, indică plasarea acesteia la 1,2 la sută la finele anului 2015 și la 2 la sută la sfârșitul anului 2016. Începând cu 1 ianuarie 2017, ulterior epuizării impactului de runda întâi al reducerii cotei TVA, cele două măsuri ale ratei anuale ale inflației CORE2 ajustat vor converge, reflectând, după acest orizont, strict presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali prezente în economie.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 1,4 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și în sus cu 0,2 puncte procentuale la finele celui viitor. Pentru anul 2015, revizuirea este în principal rezultatul unui impact de runda întâi mai puternic decât cel anticipat anterior al extinderii cotei reduse a TVA asupra prețurilor mărfurilor alimentare din cadrul coșului inflației de bază. Pentru anul 2016, revizuirea în sus se datorează proiectării apariției și unei creșteri mai rapide a excesului de cerere, dar și unor presiuni inflaționiste relativ mai accentuate din partea prețurilor de import.

Contribuția cumulată a componentelor IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare (prețurile administrate, cele volatile și cele ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice) a fost revizuită semnificativ în jos față de proiecția anterioară pentru anul 2016 (pe seama efectului reducerii cotei standard a TVA și a accizelor) și ușor în sus pe restul intervalului de prognoză.

Data fiind dinamica proiectată a componentelor indicelui agregat, rata anuală a inflației IPC este preconizată a înregistra valori negative până în mai 2016. Epuizarea succesivă a efectelor de runda întâi ale celor două etape de reducere a cotei TVA va determina re poziționări corespunzătoare ale ratei inflației: la niveluri ușor pozitive în perioada iunie-decembrie 2016 și, respectiv, la valori situate în apropierea nivelului de 3 la sută cu începere din ianuarie 2017.

Conduita proiectată a politicii monetare este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, corespunzător țintei staționare de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, contribuind totodată la crearea condițiilor necesare revigorării activității de creditare și creșterii economice sustenabile.

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă de scenariul de bază. În timp ce factorii externi își mențin relevanța subliniată în rundele anterioare de

prognoză, riscurile specifice proiecției actuale sunt atribuite cu precădere mediului intern.

Riscurile generate de mediul extern sunt legate de incertitudinile asociate modului de gestionare a crizei datoriei suverane a statului grec după acordul liderilor zonei euro privind negocierea unui al treilea program de asistență financiară, de perspectivele de evoluție a economiilor zonei euro și a celor emergente majore – recente corecții de amploare ale cotațiilor bursiere din China relevând o nouă sursă de riscuri semnificative –, de persistența tensiunilor geopolitice și de probabilitatea sporită de manifestare a unor divergențe în conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii.

Materializarea unor riscuri asociate surselor externe ar genera efecte nefavorabile asupra economiei naționale, atât prin impactul negativ asupra exporturilor de produse românești, cât și prin consecințele adverse asupra încrederii investitorilor cu expunere pe piețele financiare regionale. Consecințele ar fi creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate economiei naționale și fluctuații excesive ale cursului de schimb al leului, de natură să altereze traiectoria inflației comparativ cu scenariul de bază și să submineze stabilitatea macroeconomică necesară pentru o creștere economică sustenabilă. De aceea, este esențial ca progresele realizate de România în ultimii ani, de eliminare a dezechilibrelor macroeconomice majore, și cele vizând reformele structurale necesare flexibilizării structurilor economiei naționale în vederea ajustării la șocuri să fie consolidate printr-o coerență adecvată a politicilor economice.

Din această perspectivă, pe plan intern sunt preocupante incertitudinile privind politicile economice în perioada următoare și relațiile cu instituțiile financiare internaționale. Principala sursă de risc la adresa scenariului de bază curent este reprezentată de conduita politicii fiscale, în contextul incertitudinilor referitoare la impactul pe care setul măsurilor de relaxare fiscală anunțate l-ar putea avea asupra variabilelor macroeconomice proiectate. În plus față de coordonatele scenariului de bază, aplicarea majorărilor salariale prevăzute în proiectul legii privind salarizarea personalului

plătit din fonduri publice ar conduce la depășirea semnificativă a parametrilor fiscali asumați de România în cadrul tratatelor europene de guvernanță fiscală. Într-o asemenea situație, atât traiectoria ratei inflației, cât și cea a creșterii economice ar urma să devieze semnificativ de la cele din scenariul de bază, putând da naștere unor dezechilibre dificil de corectat ulterior.

Riscurile asociate abaterilor de la traiectoria prevăzută în scenariul de bază a prețurilor administrate apar a fi relativ echilibrate pentru perioada de referință. Balanța riscurilor asociate evoluției prețurilor interne ale alimentelor este evaluată ca fiind înclinată în sensul unor abateri în sus față de coordonatele scenariului de bază, date fiind condițiile agrometeorologice nefavorabile din acest an, în contextul în care scenariul de bază prevede ipoteza înregistrării unor ani agricoli normali în 2015 și 2016.

Decizia de politică monetară

Având în vedere amplificarea pe termen scurt a impactului dezinflaționist tranzitoriu anticipat a fi exercitat de măsurile fiscale, dar și perspectiva acumulării pe termen mediu a unor presiuni inflaționiste – în condițiile previzionării închiderii mai rapide a deficitului de cerere agregată, succedată de deschiderea și creșterea graduală a unui excedent de cerere agregată, precum și ale majorării costurilor unitare cu forța de muncă –, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 august 2015, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

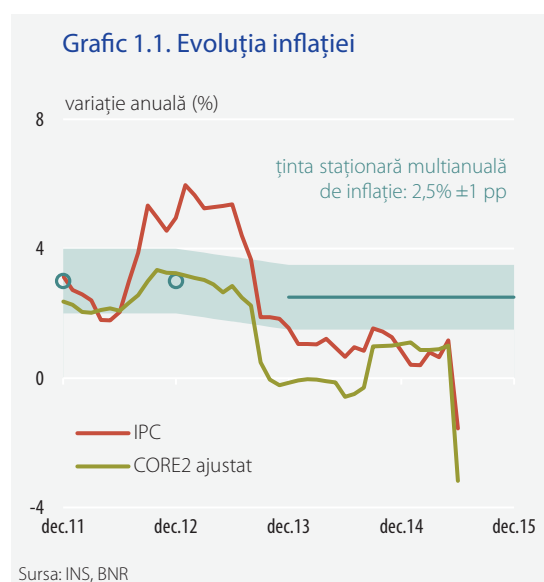
1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Traectoria ratei anuale a inflației a fost marcată în trimestrul II 2015 de extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, indicatorul coborând în luna iunie în teritoriu negativ (-1,6 la sută). În absența acestui factor, rata anuală a inflației ar fi urmat probabil o traiectorie crescătoare, revenind în apropierea limitei inferioare a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. În acest sens au acționat creșterea cotației țiteiului pe piețele externe, condițiile agrometeorologice nefavorabile din luna mai, cu impact asupra prețurilor noii oferte de legume și fructe, deprecierea leului față de euro, transmiterea influențelor menționate în prețurile de consum fiind favorizată de restrângerea rapidă a deficitului de cerere în economie. O evoluție ușor ascendentă ar fi consemnat și inflația de bază CORE2 ajustat, însă reducerea cotei TVA a condus și în acest caz la o dinamică anuală negativă (-3,2 la sută) (Grafic 1.1).

Începând cu luna iunie 2015, cota redusă a taxei pe valoarea adăugată (9 la sută) a fost extinsă la toate produsele alimentare, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, măsura fiscală influențând prețurile a circa 30 la sută din bunurile și serviciile cuprinse în coșul de consum. Teoretic, acestea ar fi trebuit să scadă cu aproximativ 12 la sută, impactul maxim posibil asupra IPC fiind de 3,5 puncte procentuale. Similar episodului din septembrie 2013, când a fost ajustată cota TVA la pâine și unele produse de panificație, coeficientul de transmisie în prețurile de consum a fost mult mai ridicat (circa 80 la sută în luna de aplicare¹)

¹ Totuși, transmisia unei modificări a cotei TVA în prețul final trebuie urmărită pe o perioadă mai îndelungată, fiind posibil ca scăderile inițiale de preț să fie parțial reversate ulterior.

decât cel observat la majorarea cotei TVA din iulie 2010 (61 la sută) și decât ar fi sugerat experiența altor state europene (maximum 50 la sută). Cele mai înalte valori ale coeficienților de transmisie s-au observat în cazul produselor alimentare procesate, la polul opus situându-se serviciile de alimentație publică, cu un *pass-through* de circa 10 la sută.



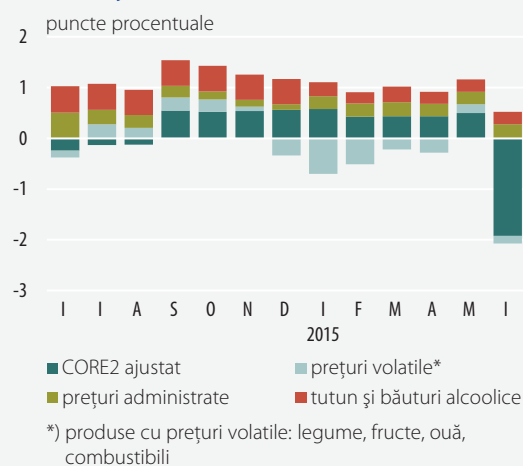
Chiar și în contextul reducerii cotei TVA, prețurile volatile ale produselor alimentare au consemnat pe parcursul trimestrului II o inversare de semn a dinamicii anuale (+2,2 puncte procentuale, până la 1,3 la sută), determinând o atenuare a variației negative la nivelul întregii grupe cu prețuri volatile. Evoluția poate fi asociată absenței precipitațiilor în luna mai, care a condus la creșteri ample ale prețurilor legumelor și fructelor proaspete, diminuarea cotei TVA conducând însă la inversarea tendinței în luna următoare. În cazul prețurilor combustibililor, accentuarea scăderii în termeni anuali în trimestrul II (-0,9 puncte procentuale, până la -3 la sută) s-a datorat în esență efectului statistic asociat majorării accizei pentru carburanți în aprilie 2014, perioada

curentă înregistrând creșteri lunare succesive ale prețurilor, în corelație cu mișcarea ascendentă a cotațiilor petrolului².

Dinamica anuală a prețurilor administrate s-a modificat marginal pe parcursul trimestrului II, situându-se în iunie la 1,4 la sută, relativă stabilitate observată la nivelul grupei datorându-se unor evoluții de sens contrar în structură: impactul reducerii tarifelor medii de distribuție a gazelor naturale începând cu 1 aprilie 2015 a fost anulat de majorarea tarifelor pentru serviciile comunale și pentru transportul cu metroul și de efectul de bază care a afectat segmentul energiei electrice.

Variația anuală a prețurilor produselor din tutun și băuturi alcoolice s-a redus de la 4,0 la sută în martie până la 3,1 la sută în iunie, atât pe seama unui efect statistic asociat încorporării în mod diferit în preț a accizei la țigarete de la un an la altul, cât și a decelerării importante a ritmului de creștere pe segmentul băuturilor alcoolice (până la un minim istoric de 0,3 la sută în iunie), în asociere cu scăderea consumului.

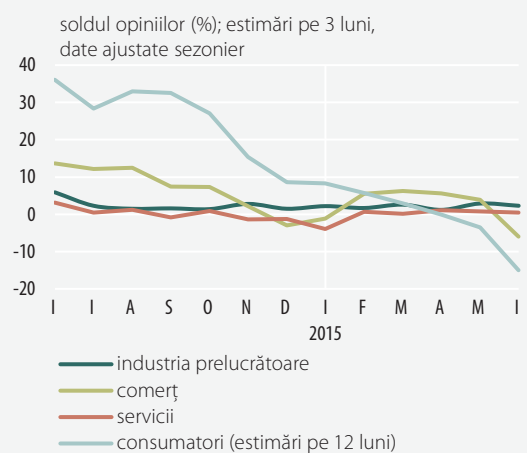
Grafic 1.2. Contribuții la rata anuală a inflației



Sursa: INS, calcule BNR

² Cotația țiteiului Brent pe piețele internaționale a urcat în luna mai până la 65 dolari SUA/baril, de la 57 dolari SUA/baril în martie, în contextul conturării unor riscuri de restrângere a producției de țitei în special în Orientul Mijlociu și Nordul Africii, concomitent cu apariția unor semnale privind intensificarea activității economice la nivel global. În pofida acestor speculații, acumularea de stocuri la nivel global a continuat și în luna iunie, cotațiile coborând ușor până la aproximativ 63 dolari SUA/baril (Sursa: Rapoarte EIA).

Grafic 1.3. Așteptările operatorilor economici privind inflația



Sursa: Comisia Europeană

În condițiile în care componentele afectate de măsura fiscală reprezintă circa 42 la sută din coșul de consum asociat inflației de bază, efectul reducerii cotei TVA s-a resimțit mai puternic la nivelul CORE2 ajustat decât la nivel agregat (Grafic 1.2), rata anuală atingând în iunie -3,2 la sută. Majoritatea mărfurilor alimentare vizate au consemnat în luna iunie reduceri de preț situate între 10 și 12 la sută, printre factorii care au favorizat acest comportament numărându-se competiția ridicată între lanțurile de *retail*, menținerea la niveluri scăzute a costurilor producătorilor (materii prime agricole, energie, transport), dar și mediatizarea intensă a acestei măsuri fiscale.

Pe segmentul bunurilor nealimentare incluse în inflația de bază dinamica anuală a rămas modestă (1,5 la sută în iunie) și chiar în ușoară diminuare comparativ cu luna martie, tendința prețurilor de producție și a celor de import fiind marcată de menținerea la niveluri reduse sau chiar pe o traiectorie descendentă a prețurilor principalelor materii prime. O accelerare a ritmului de creștere a avut loc în cazul serviciilor libere (+0,8 puncte procentuale, până la 2,1 la sută în iunie 2015), pe fondul deprecierei monedei naționale față de euro.

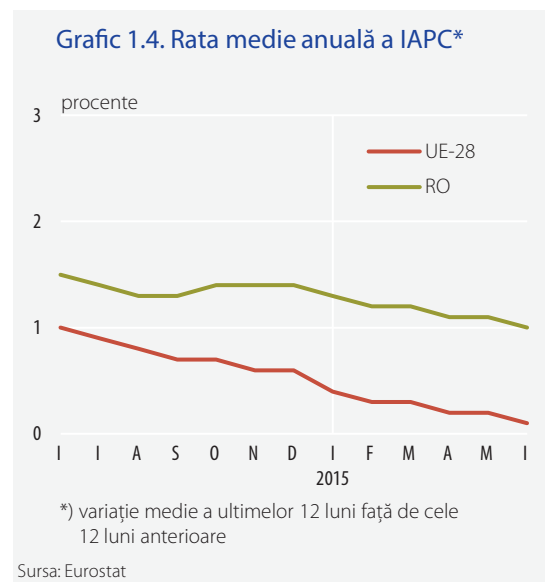
Anticipațiile agenților economici privind dinamica viitoare a prețurilor au evoluat benign pe parcursul trimestrului II, majoritatea acestora așteptându-se la o relativă stabilitate a prețurilor în perioada

imediat următoare (Grafic 1.3). Ajustări descendente pronunțate au avut însă loc în cazul operatorilor din comerț și al consumatorilor, în contextul reducerii cotei TVA, soldurile conjuncturale calculate de INS/DG ECFIN coborând abrupt în luna iunie. În ceea ce privește opinia analiștilor bancari, pentru finalul anului 2015 este așteptată o inflație marginal pozitivă și în ușoară creștere pe parcursul anului următor.

Evoluția prețurilor bunurilor energetice din ultimul an a susținut în continuare traiectoria descendentă a ratei medii anuale a IAPC la nivelul UE (-0,2 puncte procentuale, până la 0,1 la sută în iunie). O ajustare similară a fost vizibilă și în cazul României (până la 1 la sută), astfel încât ecartul față de media UE s-a menținut la 0,9 puncte procentuale și pe parcursul trimestrului II (Grafic 1.4).

Comparativ cu proiecția publicată în ediția din luna mai 2015 a Raportului asupra inflației, rata anuală a inflației înregistrate la sfârșitul trimestrului II

s-a situat cu 0,7 puncte procentuale sub nivelul prognozat, pe seama transmisiei mai ample în luna iunie a reducerii cotei TVA față de ipoteza considerată.



2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

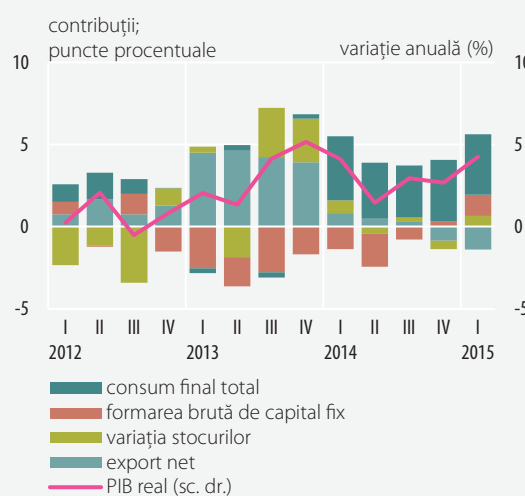
1. Cererea și oferta

Dinamica anuală a PIB real a urcat în trimestrul I 2015 la 4,3 la sută (comparativ cu o medie de 2,8 la sută la nivelul anului 2014), evoluția fiind antrenată exclusiv de absorbția internă, în condițiile accelerării consumului privat și ale revigorării lucrărilor de construcții. Din perspectiva ofertei, evoluția a fost susținută de toate sectoarele economice, dinamica productivității rămânând pozitivă în termeni anuali, dar pe traiectorie descendentă. În perspectivă, stimularea suplimentară a consumului prin reducerea cotei TVA la alimente și printr-o nouă etapă de majorare a salariului minim este de natură să impulsioneze expansiunea cererii interne.

1.1. Cererea

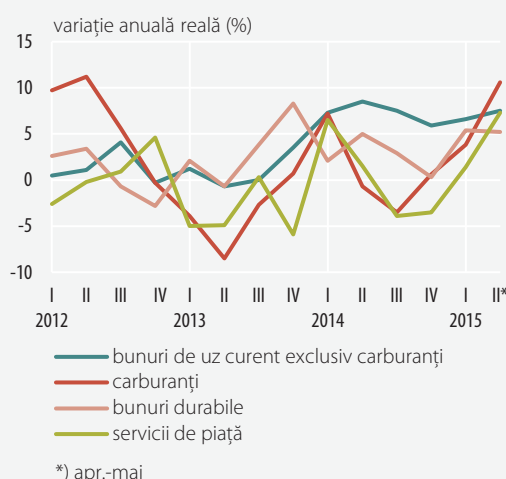
Consumul final privat a crescut cu 4,5 la sută în termeni anuali în trimestrul I și a continuat să dețină cea mai mare contribuție la dezvoltarea cererii interne (Grafic 2.1), fiind susținut de creșterea venitului disponibil real (consecință a majorărilor operate în perioada analizată, în special la nivelul salariului minim brut pe economie și al pensiilor din sistemul public, și a coborârii ratei inflației la minime istorice), precum și de extinderea în continuare a creditelor noi de consum. Intensificări de ritm au înregistrat achizițiile de bunuri de uz curent (mai ales produsele alimentare și carburanții), în timp ce pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată creșterile au fost mai temperate (în cazul autoturismelor, evoluția denotă probabil amânarea achizițiilor în așteptarea lansării programului de reînnoire a parcului auto, care s-a produs la finele lunii aprilie) (Grafic 2.2).

Grafic 2.1. Cererea



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.2. Achiziții de mărfuri și servicii



Sursa: INS, calcule BNR

În primele luni ale anului curent, modificarea *pattern*-ului execuției bugetare a fost mult mai amplă decât în 2014, trimestrul I 2015 încheindu-se cu un surplus de 4 899 milioane lei (0,7 la sută din

PIB¹), după ce în trimestrul IV al anului anterior s-a consemnat un deficit de 12 912 milioane lei (1,9 la sută din PIB)². Schimbarea substanțială a profilului execuției bugetare a decurs atât din amplificarea creșterii veniturilor totale (12 la sută³, față de 8,7 la sută în trimestrul anterior), cât mai ales din reducerea dinamicii cheltuielilor bugetare (la 0,1 la sută, de la 16 la sută). Evoluția veniturilor a avut ca principali determinanți sporirea semnificativă a dinamicii încasărilor din TVA (20,2 la sută, față de -9,8 la sută în trimestrul precedent⁴), precum și intensificarea creșterii anuale a veniturilor nefiscale (20,6 la sută, față de 2,6 la sută) și a celor din impozitul pe salarii și venit (14 la sută, comparativ cu 7,8 la sută)⁵. În ceea ce privește comprimarea ritmului de creștere a cheltuielilor bugetare totale, aceasta a fost consecința evoluției cvasitotalității componentelor⁶, un impact relativ mai mare avându-l scăderea în termeni anuali a cheltuielilor de capital (-25,2 la sută, față de 21,3 la sută în trimestrul anterior), a cheltuielilor cu alte transferuri (-18,6 la sută, de la 64,7 la sută) și a celor cu bunuri și servicii (-3,6 la sută, față de 11 la sută), precum și atenuarea ritmului de creștere a cheltuielilor de personal (8,1 la sută, față de 21,8 la sută în trimestrul anterior)⁷.

¹ Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii martie 2015. Pentru anul curent s-a utilizat valoarea PIB publicată de MFP odată cu execuția bugetară corespunzătoare lunii mai (701 000 milioane lei).

² Execuția din trimestrul I 2014 s-a încheiat cu un deficit de 930 milioane lei (0,1 la sută din PIB), iar cea din trimestrul IV 2013 a generat un deficit de 7 651 milioane lei (1,2 la sută din PIB).

³ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

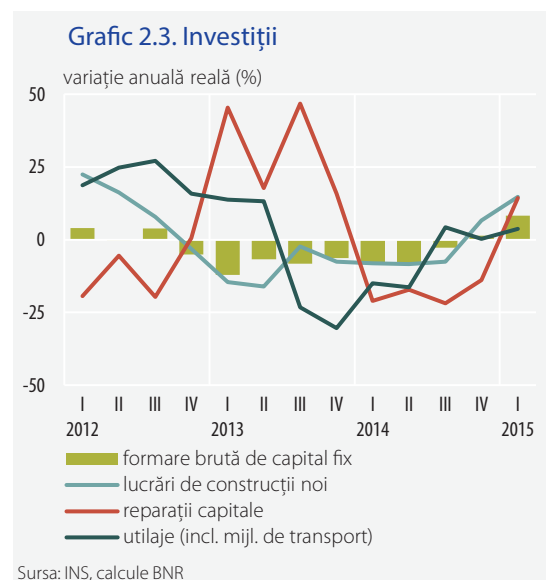
⁴ Dinamica încasărilor din TVA din trimestrul IV 2014 a inclus probabil impactul amplificării rambursărilor în contul acestei taxe.

⁵ Contribuții de sens opus au provenit din comprimarea veniturilor din impozitul pe profit (-1,1 la sută, de la +7,4 în trimestrul precedent) și din contribuțiile de asigurări (-0,1 la sută, față de 2,7 la sută) – inclusiv în contextul reducerii cotei de contribuții de asigurări sociale datorate de către angajatori.

⁶ Accelerări ale ritmurilor de creștere au fost înregistrate în cazul cheltuielilor cu asistența socială (la 4,6 la sută, de la 3,3 la sută, inclusiv în condițiile majorării nominale a valorii punctului de pensie cu aproximativ 5 la sută – conform Legii nr. 187/2014 a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2015), respectiv al celor cu proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile (la 49,3 la sută, de la 23,1 la sută) – care au inclus componenta aferentă cadrului financiar 2014-2020 (începând cu 2015).

⁷ Ritmurile de creștere din ambele trimestre încorporează impactul plății unor sume prevăzute în titluri executorii având ca obiect acordarea de drepturi salariale personalului din sectorul bugetar.

Perspectiva rămâne favorabilă consolidării cererii de consum, în condițiile dinamicii alerte a câștigului salarial mediu brut (7,2 la sută în termeni anuali în intervalul aprilie-mai 2015) și ale implementării unei noi etape de majorare a salariului minim brut pe economie începând cu 1 iulie 2015. De asemenea, în trimestrul II volumul creditelor noi de consum și-a accelerat de circa cinci ori rata anuală de creștere, iar indicatorul de încredere reflectă o atitudine optimistă a consumatorilor, pe fondul ameliorării expectațiilor privind situația financiară personală și cea economică în general, dar și al atenuării temerilor referitoare la creșterea șomajului. Un impuls suplimentar va oferi consumului extinderea cotei reduse a TVA la toate produsele alimentare și la serviciile de alimentație publică începând cu 1 iunie 2015; prin aplicarea acestei măsuri, cota medie a TVA a coborât la 16 la sută, cel mai scăzut nivel din ultimii 15 ani, pentru aproape jumătate din componentele coșului de consum aplicându-se cotă redusă sau zero.



Cu o creștere de 8,3 la sută în termeni anuali, formarea brută de capital fix a devenit în primul trimestru al anului 2015 cel mai dinamic segment al cererii interne (Grafic 2.3); chiar dacă accelerarea produsă a fost marcată de efectul de bază asociat restrângerii fluxurilor de investiții în cea mai mare parte a anului 2014, o contribuție semnificativă a revenit și revigorării acestora în perioada curentă (până la 3,5 la sută, de la un ritm mediu trimestrial sub 1 la sută pe ansamblul anului anterior). Intensificarea

acumulării de capital fix s-a datorat în cea mai mare parte lucrărilor de construcții, în special pe segmentul rezidențial, dar o anumită consistență a câștigat și rata de creștere a achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții publice). Deși activitatea de construcții și-a temperat viteza de creștere în intervalul aprilie-mai, există unele semnale pozitive privind tendința viitoare a cererii de investiții: în cazul populației, o astfel de evoluție este sugerată de aprobarea unui plafon suplimentar pentru programul „Prima casă” la începutul anului 2015, creșterea suprafeței autorizate pentru construirea de locuințe, dar și de ritmul ridicat de creștere a creditelor noi cu această destinație (peste 60 la sută în termeni reali în trimestrul II). Indicii similare pot fi observate și pentru sectorul corporatist – dinamică mai alertă a creditelor pentru echipamente în intervalul aprilie-mai comparativ cu trimestrul I, intensificarea tranzacțiilor cu spații nerezidențiale (în special birouri). Este de așteptat însă ca sectorul guvernamental să nu contribuie semnificativ la dinamica anuală a FBCF nici în trimestrul II, efectul majorării cheltuielilor aferente proiectelor de investiții cu finanțare europeană nerambursabilă fiind practic anulat de restrângerea celor antrenate de proiectele cu finanțare din surse interne.

Influența favorabilă exercitată de cererea internă asupra creșterii economice a fost atenuată de exporturile nete, dinamica anuală a importurilor de bunuri și servicii (+11,4 la sută) fiind superioară cu 3 puncte procentuale celei înregistrate de exporturi. Accelerarea importurilor a fost indusă de intensificarea achizițiilor de minereu de fier și țigăi, în contextul unor scăderi importante ale prețurilor acestor materii prime pe piețele externe (de până la 30 la sută față de trimestrul IV 2014).

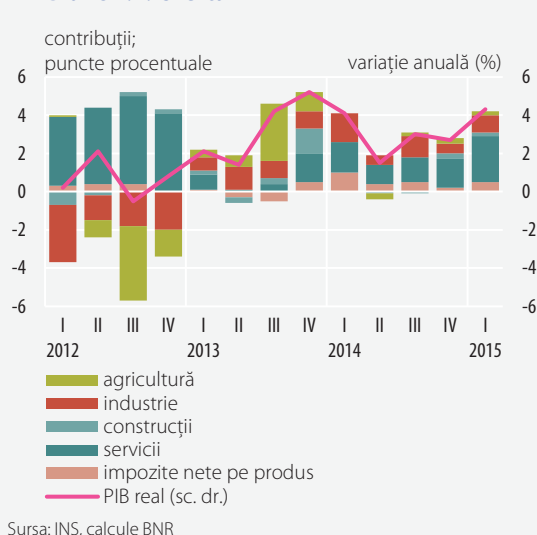
Creșterea cu circa 8 la sută a volumului exporturilor în trimestrul I – dinamică similară mediei aferente anului 2014 – a fost susținută de redresarea graduală a economiei europene, tendința fiind posibil să se prelungească la nivelul întregului an. Avansul cu 1,4 la sută al PIB real pe ansamblul UE-28, imprimat exclusiv de expansiunea absorbției interne, a antrenat o nouă creștere a achizițiilor din import. Această regiune reprezintă destinația principală a exporturilor românești de mașini și echipamente de transport (componenta cea mai importantă a livrărilor externe), trimestrul I marcând o creștere de aproape 10 la sută în termeni reali. Contribuțiile determinante

au revenit echipamentelor electrice (+19 la sută) și autovehiculelor – acestea din urmă și-au dublat rata de creștere față de media anului 2014 (până la circa 10 la sută), în condițiile în care principalul producător a reușit să compenseze pierderile de cotă din Franța și Germania (datorate accentuării preferinței pentru mărci mai scumpe) prin reorientarea spre piețe precum Spania, Italia și Marea Britanie. Evoluția exporturilor a fost influențată favorabil și de anumiți factori conjuncturali. Astfel, deprecierea semnificativă a leului față de dolarul SUA a impulsionat vânzările de cereale (peste 60 la sută din exporturi fiind destinate pieței non-UE), iar reducerea prețului oțelului (pe seama scăderii semnificative a costului cu minereul de fier) a stimulat cererea externă de produse metalurgice.

1.2. Oferta

Principalul aport la creșterea PIB real în trimestrul I a revenit sectorului terțiar (2,4 puncte procentuale) (Grafic 2.4), în condițiile unor accelerări de ritm la nivelul: (i) comerțului, pe seama segmentului cu amănuntul, dar și ca urmare a intensificării tranzacțiilor cu ridicata și a transporturilor de mărfuri, în corelație cu extinderea activității în toate sectoarele economice, și (ii) al serviciilor *IT&C*, segment aflat în plină expansiune. O dinamică favorabilă a înregistrat și industria (4,2 la sută), sub influența pozitivă exercitată de producția de calculatoare și electrocasnice, de industria de prelucrare a țigăiului și metalurgie, dar și de industria mijloacelor de transport și cea alimentară.

Grafic 2.4. Oferta

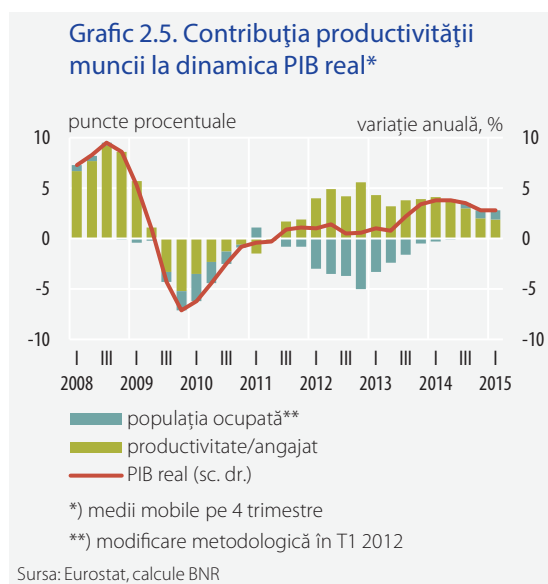


Accelerări de ritm au consemnat și sectoarele economice cu participare relativ scăzută la formarea PIB – agricultura (8,9 la sută, pe seama segmentului zootehnic) și construcțiile (6,1 la sută, creștere susținută de toate categoriile de lucrări). Pe ansamblul economiei, perspectiva la nivelul anului 2015 rămâne optimistă, indicatorul sentimentului economic consolidându-și traiectoria ascendentă în plaja valorilor supraunitare.

Productivitatea muncii

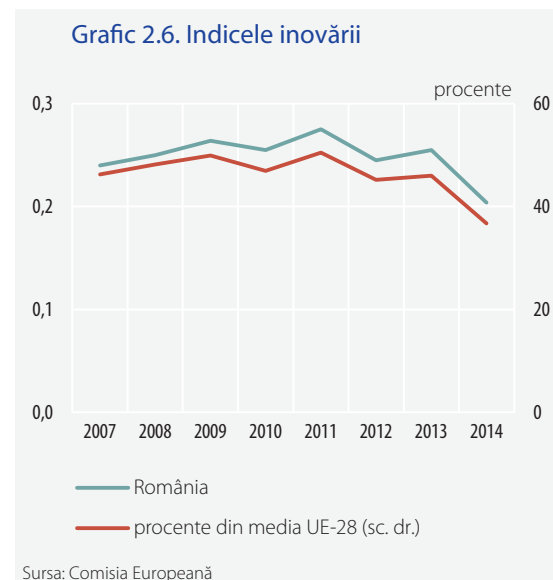
Accelerarea ritmului de creștere economică în ultimii doi ani a fost susținută de câștiguri de productivitate a muncii (Grafic 2.5), a căror contribuție s-a atenuat totuși începând cu anul 2014, pe seama tendinței descendente din industrie, dinamica anuală a indicatorului devenind chiar negativă în acest sector în primele luni ale anului 2015.

Evoluția poate fi asociată întreruperii tendinței de creștere a gradului de înzestrare cu capital a muncii, odată cu contracția investițiilor din perioada 2013-2014. Totuși, revigorarea acumulărilor de capital fix din perioada recentă (T4 2014 și T1 2015) și așteptările moderat-optimiste pentru anul curent ar putea stimula reluarea traiectoriei ascendente a intensității capitalului în perioada următoare.



De asemenea, productivitatea totală a factorilor a fost negativ afectată în ultimii trei ani de deteriorarea performanței economiei din

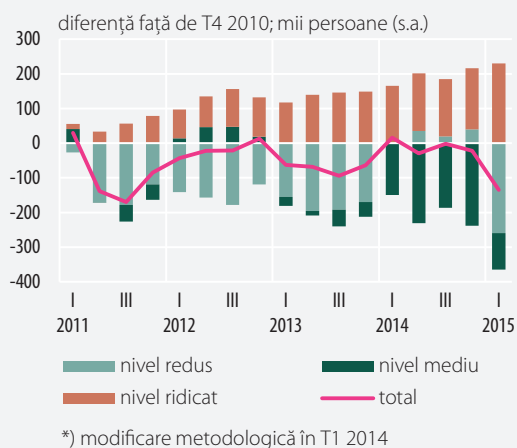
perspectiva inovării. Astfel, indicele inovării (Grafic 2.6), calculat de Comisia Europeană pe baza unui set complex de indicatori, care acoperă vectorii inovării, preocupările la nivel de firmă, dar și rezultatele obținute, plasează România în anul 2014 pe ultimul loc în UE.



Scorul obținut este mult inferior mediei UE indiferent de cadrul de analiză (macro sau micro), cele mai scăzute valori fiind observate în cazul preocupării managementului companiilor pentru inovare (pe cont propriu sau în asocierie) și al numărului cererilor de patentare. Scoruri apropiate de media UE se înregistrează în ceea ce privește conținutul de tehnologie și expertiză al bunurilor și serviciilor exportate și din punct de vedere al numărului de doctoranzi și de absolvenți de liceu. Dacă în primul caz evoluția este reflectată de performanța mai ridicată în ramuri precum industria auto sau serviciile IT&C, în cel de-al doilea poziționarea mai favorabilă pare a fi puțin relevantă, rata încă ridicată a șomajului în rândul tinerilor sugerând neconcordanța cu cerințele angajatorilor. Astfel, chiar dacă modificarea continuă a compoziției forței de muncă, în sensul creșterii contribuției persoanelor cu un grad superior de educație (Grafic 2.7), indică un aport favorabil al factorului muncă la evoluția de ansamblu a productivității, dificultatea companiilor de a găsi personal calificat corespunzător constituie un obstacol nu numai în realizarea de

noi investiții, dar și în creșterea gradului de utilizare a capacităților de producție existente pe măsura refacerii cererii agregate.

Grafic 2.7. Compoziția forței de muncă* după nivelul de instruire



Sursa: Eurostat, calcule BNR

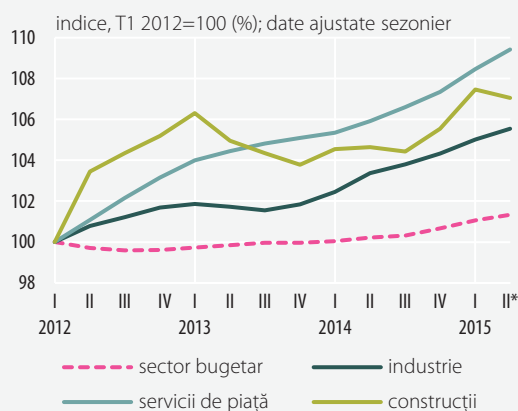
Dincolo de impactul factorilor cu acțiune persistentă amintiți anterior, evoluția nefavorabilă recentă a productivității muncii în industrie (-0,9 la sută, variație anuală în luna aprilie 2015) reflectă influența unor factori conjuncturali (de exemplu, revizia tehnică realizată la una dintre principalele rafinării) sau specifici anumitor ramuri de activitate (constrângerile care afectează producția în industria alimentară în contextul eliminării cotelor obligatorii pentru producția de lapte la nivelul UE, care amplifică presiunile concurențiale din partea importurilor mai ieftine).

Evoluții pe piața muncii⁸

Capacitatea economiei de a absorbi forța de muncă excedentară s-a atenuat în perioada aprilie-mai 2015, în condițiile unui avans mai lent al efectivului de salariați din economie comparativ cu debutul anului și ale majorării ratei șomajului. Pentru intervalul iunie-septembrie, companiile anticipează că vor continua să realizeze angajări, însă așteptările sunt ușor mai rezervate în raport cu estimările anterioare.

⁸ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

Graficul 2.8. Efectivul salariaților din economie



*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

Comparativ cu primul trimestru, numărul de salariați raportat de angajatori a avansat într-un ritm mai lent în lunile aprilie-mai 2015 (0,5 la sută față de o variație trimestrială de 0,7 la sută anterior). Rolul dominant în această încetinire a revenit mai degrabă sectorului privat (Grafic 2.8), în condițiile în care ritmul de revigorare a cererii de forță de muncă în construcții, remarcată începând din luna septembrie 2014, s-a mai temperat, operatorii de profil preferând o atitudine prudentă până la confirmarea revirimentului activității. De asemenea, industria și serviciile de piață, deși au continuat să își majoreze schemele de personal, au recrutat într-un ritm mai puțin alert (în special serviciile administrative și de suport, segmentul IT&C, hotelurile și restaurantele, dar și industria fabricării de calculatoare și cea auto).

Extinderea ofertei excedentare de forță de muncă, reflectată de creșterea ratei șomajului (cu câte 0,1 puncte procentuale în intervalul aprilie-mai 2015 comparativ cu trimestrul I, atât în cazul ratei șomajului BIM, cât și al celei comunicate de ANOFM), simultan cu tendința de majorare a numărului de locuri de muncă vacante create în economie, poate fi pusă pe seama accentuării fenomenului de necorelare între cererea de forță de muncă și oferta disponibilă (pentru detalii vezi Caseta „O perspectivă asupra șomajului structural în România”). În acest sens, tot mai multe companii consideră că a devenit mai dificilă găsirea unor candidați cu abilități

corespunzătoare cerințelor postului oferit, iar pentru tineri problema angajării a rămas stringentă, numărul de șomeri în rândul acestora continuând să crească în primele cinci luni ale anului 2015 (cu circa 7 la sută față de decembrie 2014). Totodată, majorarea recentă a ratei șomajului reflectă creșterea numărului de persoane care își caută activ un loc de muncă, încurajate de contextul economic favorabil. Comportamentul este sugerat, pe de o parte, de numărul mai mare de șomeri care decid să rămână în evidențele ANOFM și după expirarea perioadei de indemnizare, iar pe de altă parte, de

conturarea pe parcursul anului 2014 a unei tendințe de restrângere a populației inactive.

Pentru perioada următoare, sondajul DG ECFIN oferă semnale pozitive referitoare la extinderea numărului de salariați, oportunități de angajare conturându-se în industrie, comerț și servicii, în timp ce în construcții, așteptările s-au deteriorat comparativ cu primele luni ale anului. Pentru trimestrul III 2015, intenții privind noi recrutări sunt anunțate de companii și în studiul Manpower, însă în atenuare față de ultimele patru trimestre.

O perspectivă asupra șomajului structural în România

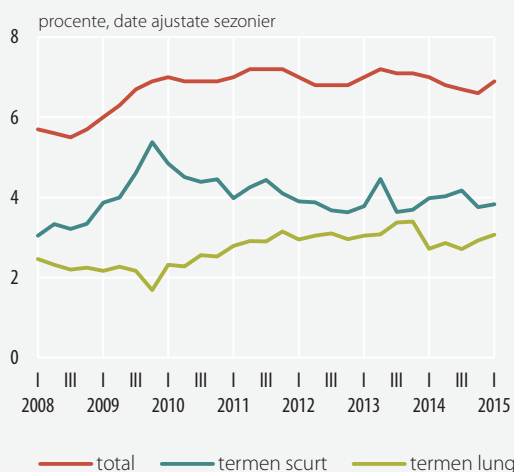
1. Definiție

Șomajul structural reprezintă acel tip de șomaj care nu rezultă din fluctuațiile ciclului economic, ci este determinat de neconcordanța dintre cerințele angajatorilor și caracteristicile lucrătorilor disponibili (de exemplu, pregătirea sau plasamentul geografic). O astfel de neconcordanță este generată de modificări fundamentale în structura economiei (la nivel demografic sau tehnologic, de pildă), astfel încât șomajul structural este considerat de tip permanent, o ameliorare a acestuia fiind posibilă doar pe termen lung.

2. Evaluare analitică

Izbucnirea crizei financiare și economice globale a condus și în România la o contracție puternică a activității economice (cu circa 8 la sută în 2009 și 2010), care a atras după sine și un declin

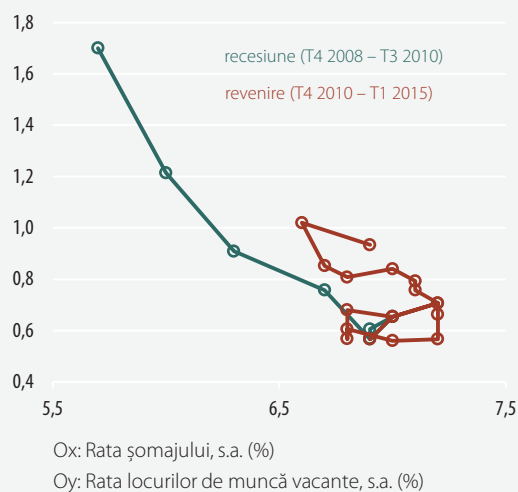
Grafic A. Rata șomajului



Sursa: Eurostat, calcule BNR

substanțial al numărului de angajați, reflectat inițial de creșterea șomajului pe termen scurt (cu durată de cel mult un an). O parte dintre șomeri nu au reușit însă să se reangajeze nici după ce economia a revenit la rate pozitive de creștere, ponderea șomajului pe termen lung dublându-se în intervalul 2010 – T1 2015 (Grafic A). Fenomenul, numit în literatura de specialitate „efect de histerezis”, reprezintă un prim indiciu al creșterii șomajului structural și este determinat de faptul că, pe măsură ce se extinde perioada în care o persoană se află în căutarea unui loc de muncă, probabilitatea de succes scade, ca urmare atât a deteriorării în timp a abilităților și competențelor sale, cât și a modificării cerințelor companiilor privind pregătirea candidaților.

Grafic B. Curba Beveridge



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Indicii privind extinderea șomajului structural în România oferă și evoluția curbei Beveridge (Grafic B), care ilustrează relația dintre cererea de forță de muncă, aproximată prin rata locurilor de muncă vacante, și oferta de muncă disponibilă, surprinsă de rata șomajului.

Mișcările de-a lungul curbei reflectă, în general, influența ciclicului economic, atunci când rata șomajului și cea a locurilor de muncă vacante evoluează în sens contrar, iar schimbările de pantă sugerează acțiunea unor factori structurali. Astfel, o eficiență sporită în procesul de căutare a locului de muncă, respectiv a candidatului potrivit (*search & matching*) determină o modificare a pantei curbei Beveridge spre interior, în timp ce

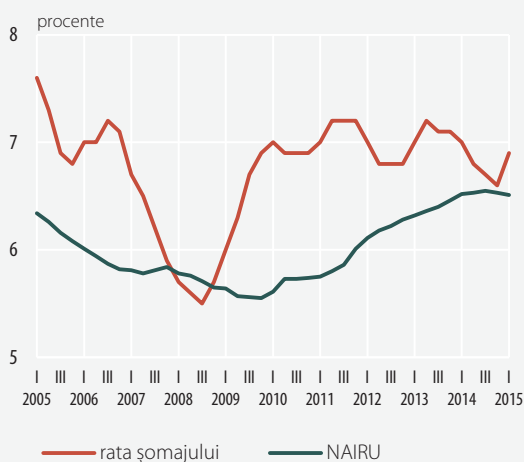
o reducere a eficienței, relevată de creșterea simultană a celor doi indicatori, generează modificarea pantei spre exterior.

În faza de recesiune economică, scăderea pronunțată a cererii de forță de muncă a condus la majorarea ratei șomajului, curba Beveridge urmând o traiectorie descendentă. Începând cu anul 2011 însă, curba a suferit multiple schimbări de pantă spre exterior, ceea ce indică o ineficiență mai ridicată a procesului de *search & matching* și, în consecință, o creștere a șomajului structural.

3. Estimare econometrică

În literatura de specialitate există multiple încercări de cuantificare a șomajului structural. O măsură frecvent utilizată în acest scop este NAIRU, definit ca acea rată a șomajului care nu generează presiuni asupra inflației. Întrucât NAIRU nu este o mărime

Grafic C. Șomajul structural



Sursa: Eurostat, calcule BNR

direct observabilă, economiștii au aplicat pe parcursul timpului diverse metode de estimare, mai des utilizată fiind în prezent cea bazată pe diferite forme ale curbei Phillips (cu așteptări adaptive sau anticipative privind inflația).

În realizarea estimării pentru România s-a pornit de la forma curbei Phillips propusă de Gordon, care exprimă evoluția inflației în funcție de deficitul de cerere (aproximat prin deviația șomajului de la NAIRU), anticipații adaptive privind inflația și șocuri explicite de ofertă¹. Rezultatele obținute pe baza acestei metodologii sugerează că rata șomajului structural a oscilat în perioada 2005-2010 în jurul

¹ Pentru detalii, a se vedea lucrarea „Relația inversă dintre inflație și șomaj în România. Cât de puternică este în perioada postcriză?” susținută la ediția a VII-a a Colocviilor de politică monetară.

valorii de 5,8 la sută, însă ulterior aceasta s-a înscris pe o traiectorie ascendentă, ajungând la începutul anului 2015 la circa 6,5 la sută (Grafic C).

O tendință similară a fost identificată și la nivelul zonei euro, estimările realizate de OCDE, FMI și CE punând în evidență majorarea șomajului structural în perioada 2008-2013. Potrivit analizelor BCE, evoluția poate fi explicată, cel puțin în parte, prin amploarea fenomenului de distrugere a locurilor de muncă din unele state membre, care a condus la reducerea ratei de angajare și la dublarea ponderii șomerilor pe termen lung comparativ cu perioada anterioară crizei.

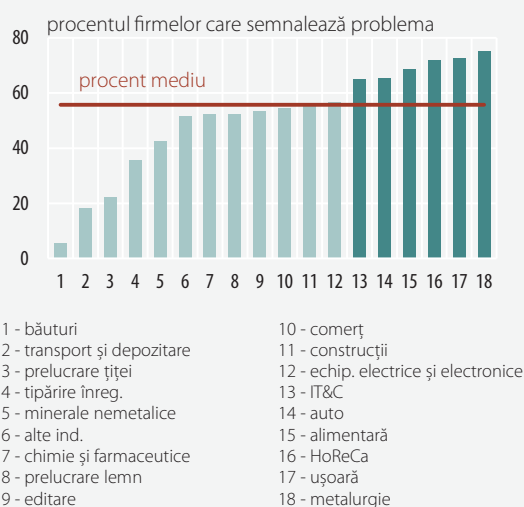
4. Determinanții șomajului structural

Majorarea șomajului structural în România în perioada 2011-2015, relevată de creșterea șomajului pe termen lung, de schimbările de pantă spre exterior ale curbei Beveridge, dar și de majorarea NAIRU, reflectă, în esență, o deteriorare a gradului de corelare între caracteristicile cererii și cele ale ofertei de muncă (*skill mismatch*). În plus, capacitatea economiei românești de a crea locuri de muncă s-a diminuat de la debutul crizei, realitate care indică, pe de o parte, re poziționarea economiei pe o structură mai competitivă, orientată spre ramuri cu o înzestrare tehnologică superioară, dar, pe de altă parte, reflectă influența inhibitoare a unor caracteristici instituționale ale pieței muncii (acoperirea cu contracte colective, nivelul taxării muncii, politica salariului minim). O influență în sensul creșterii șomajului structural exercită caracteristicile demografice ale țării, migrația sau îmbătrânirea populației reducând șansele companiilor de identificare a candidaților potriviți.

Skill mismatch

În intervalul 2009-2011, recesiunea a distrus pe ansamblul economiei circa 700 de mii de locuri de muncă, pierderea fiind localizată în special în industrie (circa jumătate) și în construcții, aceste sectoare având în structura angajaților cele mai ridicate ponderi ale muncitorilor necalificați. Redimensionarea unor sectoare dezvoltate excesiv în perioada precriză (construcțiile) și modificarea structurii producției în favoarea sectoarelor mai competitive, de tipul industriei auto și al serviciilor IT&C, au amplificat

Grafic D. Insuficient personal calificat



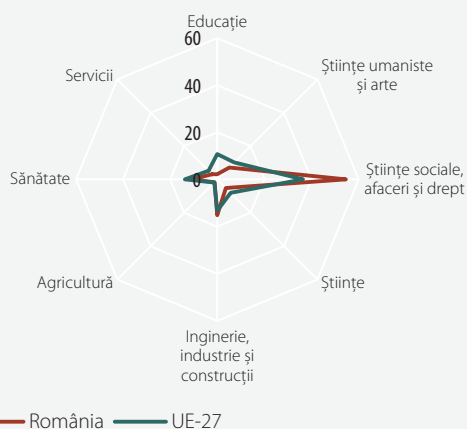
Sursa: Sondajul BNR privind comportamentul firmelor pe piața muncii

neconcordanța dintre competențele solicitate de companii și cele oferite de candidații potențiali, îngreunând procesul de recuperare a locurilor de muncă pierdute (numai jumătate dintre acestea au fost recâștigate până în aprilie 2015).

Necorelarea cererii cu oferta de muncă este ilustrată de ponderea mai mare a șomerilor cu nivel redus de pregătire în totalul persoanelor aflate în căutarea unui loc de muncă, comparativ cu ponderea salariaților cu același nivel de educație în numărul total de angajați, decalajul fiind în creștere în ultimii ani. Situația este opusă în cazul persoanelor cu nivel mediu și ridicat de instruire, deficitul de ofertă fiind mai pronunțat în cazul personalului cu pregătire ridicată.

Grafic E. Absolvenți de studii superioare

procente în total



Sursa: Unesco

Aceeași imagine rezultă din datele microeconomice², mai mult de jumătate dintre companiile care activează în mediul privat afirmând că unul dintre cele mai importante obstacole în realizarea de angajări este reprezentat de insuficiența personalului calificat (Grafic D).

Din perspectiva capacității sistemului educațional de a genera personal cu o calificare corespunzătoare, mai mulți indicatori sugerează deficiențe majore. În primul rând, nivelul general de pregătire rămâne foarte scăzut, rezultatele obținute la testele PISA (Programul pentru Evaluarea Internațională a Elevilor) plasând elevii români semnificativ sub media OCDE³. Printre factorii determinanți, pe

primele poziții se află deficitul de cadre didactice în mediile dezavantajate socio-economic (doar 2 la sută dintre absolvenți urmând o carieră în învățământ, comparativ cu 10 la sută în cadrul UE) și rata ridicată a abandonului școlar.

În al doilea rând, specializarea excesivă a studenților români în științe sociale, afaceri și drept (mai mult de jumătate, cu 18 puncte procentuale peste media UE-27), deficitul de absolvenți în științele exacte (Grafic E), dar și restrângerea severă a învățământului profesional (până la dispariție în unele specialități) indică necesitatea unei politici active de orientare a tinerilor spre domeniile de interes pentru economie.

Pe acest fond, rata șomajului în rândul tinerilor este foarte ridicată (peste 23 la sută), indiferent de nivelul de pregătire.

Caracteristicile instituționale ale pieței muncii

Ritmul în care economia creează noi locuri de muncă depinde în mod esențial de o serie de factori instituționali, cum ar fi nivelul de impozitare a muncii, politica salariului minim sau gradul de utilizare în economie a contractelor colective. În cazul României, potrivit unui sondaj realizat de BNR în rândul companiilor nefinanciare la finele anului 2014, 75 la sută dintre firme consideră impozitarea ridicată a muncii ca fiind cel mai important obstacol în realizarea de noi angajări. De asemenea, aproape jumătate dintre companii susțin că majorarea salariului minim afectează negativ angajările viitoare, efectul inhibitor al acestui factor devenind cu atât mai relevant în contextul creșterii accelerate a salariului minim în perioada 2014-2016.

În același sens acționează rigiditatea reală a salariilor, indusă de utilizarea pe scară largă a contractelor colective de muncă, ce oferă angajaților existenței o putere mai mare de negociere. Potrivit sondajului menționat anterior, circa 60 la sută dintre firme aplică un astfel de contract, acesta fiind de altfel principala

² Analiza microeconomică are la bază lucrarea „Tendințe comportamentale pe piața muncii. O perspectivă microeconomică” susținută la ediția a VIII-a a Colocviilor de politică monetară.

³ Între țările europene, scoruri similare înregistrează doar Bulgaria și Cipru, unele dintre noile state membre plasându-se chiar semnificativ peste media OCDE – Estonia, Polonia, Slovenia.

cauză a indexării salariilor cu inflația din trecut; potrivit estimărilor interne, o astfel de practică salarială majorează cu circa 3 puncte procentuale probabilitatea ca o firmă să limiteze recrutările viitoare.

Factori demografici

Dincolo de aspectele calitative ale ofertei de forță de muncă, gradul de necorelare cu cererea este accentuat de factorii cantitativi, care decurg din modificările demografice (migrația, îmbătrânirea populației). Astfel, România s-a confruntat în ultimii ani cu o deteriorare continuă a ponderii persoanelor cu vârsta sub 40 de ani în totalul populației (de la mai mult de jumătate înainte de anul 2008 la circa 45 la sută în anul 2014), concomitent cu o scădere a natalității.

2. Prețurile de import și prețurile de producție

În prima parte a anului 2015, evoluția prețurilor de import și de producție a fost marcată de declinul consemnat pe piețele internaționale de cotațiile principalelor materii prime (produse energetice, metale, produse agricole), în contextul unui nivel adecvat al stocurilor, al trenării cererii, dar și al întăririi semnificative a dolarului SUA⁹. La nivelul inflației importate, în sens contrar a acționat deprecierea leului față de dolarul SUA, în timp ce la nivelul prețurilor interne ale producției industriale nu poate fi ignorată acumularea de presiuni din partea costurilor salariale.

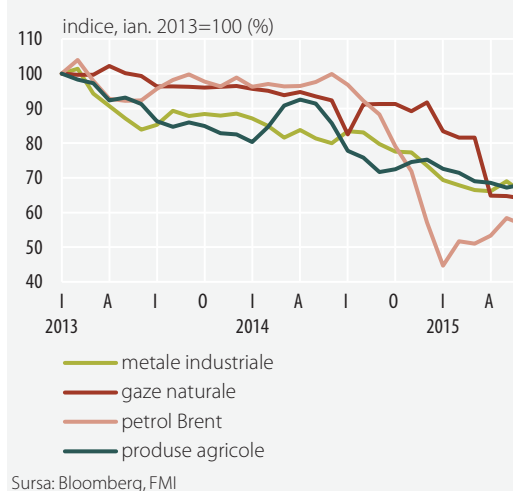
2.1. Prețuri de import

În trimestrul I 2015, indicele anual al valorii unitare a importurilor (exprimat în euro) a rămas subunitar, în ușoară atenuare totuși comparativ cu media trimestrului anterior (97,1 la sută față de 96,2 la sută), în condițiile în care aprecierea notabilă a dolarului SUA față de euro a anulat efectul scăderii în continuare a prețurilor materiilor prime. Dincolo de evoluția prețurilor externe, la nivelul redus al inflației importate din prima parte a anului 2015 a contribuit aprecierea moderată a monedei naționale în raport cu euro (în medie cu 1,1 la sută față de primele trei luni ale anului 2014).

⁹ Majoritatea materiilor prime sunt cotate la nivel internațional în dolari SUA, astfel încât atunci când dolarul se apreciază, cumpărătorii percep o scumpire a acestor produse în moneda lor națională, fapt care conduce la o scădere a cererii și, în continuare, a prețului.

Cotațiile produselor energetice au consemnat cea mai amplă scădere, pe seama evoluției țițeiului, însă reduceri de preț au avut loc și în cazul gazelor naturale și al cărbunilor (Grafic 2.9). Prețul țițeiului Brent a atins la jumătatea lunii ianuarie minimul ultimilor 5 ani, acesta plasându-se ulterior pe o traiectorie ușor ascendentă, imprimată mai degrabă de mișcări speculative (creșterea pozițiilor *long* pe piețele financiare) decât de factori fundamentali (stocurile s-au menținut la un nivel ridicat, iar activitatea economică la nivel mondial nu a câștigat în dinamism).

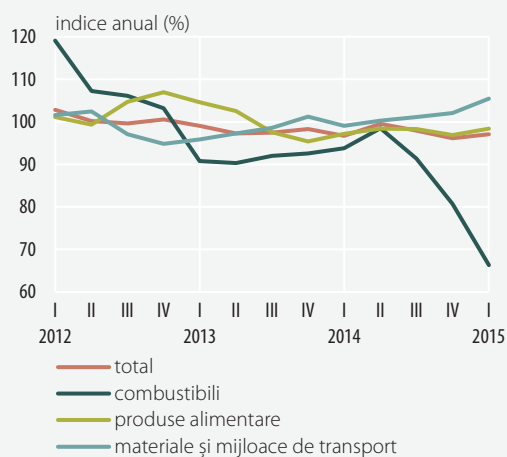
Grafic 2.9. Evoluția cotațiilor principalelor materii prime



În cazul metalelor, recenta tendință descrescătoare a prețurilor a fost corelată cu restrângerea cererii din partea Chinei (care asigură jumătate din consumul global), al cărei model de creștere economică se deplasează treptat dinspre

investiții spre consum. Cea mai importantă scădere a fost consemnată în primele luni ale anului 2015 de prețul minereului de fier, un rol în acest sens revenind și intensificării concurenței din partea produselor ieftine din Australia și Brazilia. Evoluția a antrenat o reducere a prețului oțelului, presiuni în același sens fiind exercitate și de expansiunea din ultimii ani a producției de tip *minimill* în SUA, care presupune costuri mai scăzute cu materia primă și forța de muncă și care a determinat restrângeri ale activităților celor mai mari producători industriali (U.S. Steel, ArcelorMittal, Evraz).

Grafic 2.10. Indicele valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

În ceea ce privește materiile prime agricole, prețurile au rămas reduse pentru majoritatea acestora, perspectivele la nivel global fiind favorabile și pentru recolta din acest an.

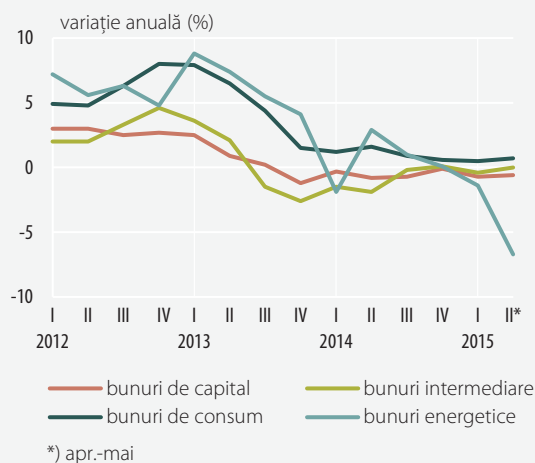
Aceste tendințe au fost preluate de indicii valorii unitare a importurilor de bunuri cu pondere ridicată în coșul de consum, cu precădere în cazul produselor minerale, al căror IVU și-a accentuat scăderea de la 79,9 la sută în trimestrul IV 2014 la 66,9 la sută la debutul anului 2015 (Grafic 2.10). Pe segmentul alimentar, cele mai multe produse au continuat să înregistreze variații anuale negative ale prețurilor de import; atenuări ale scăderilor sau chiar creșteri în termeni anuali au avut totuși loc în cazul mărfurilor decontate în dolari SUA.

2.2. Prețuri de producție

Pe fondul scăderii cotațiilor materiilor prime, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale interne a coborât la valori negative în prima parte a anului 2015 (-0,5 la sută, comparativ cu 0,2 la sută la finele anului 2014). Acest efect maschează însă formarea de presiuni inflaționiste la nivelul costurilor salariale, în contextul creșterii accelerate a salariului minim pe parcursul ultimilor doi ani și al deficitului de ofertă calificată pe piața muncii (influențe parțial compensate de reducerea contribuțiilor sociale la angajator la finele anului 2014), probabilitatea transmiterii acestora în prețuri crescând odată cu îmbunătățirea poziției ciclice a economiei.

Cea mai amplă reducere în termeni anuali a fost vizibilă la nivelul prețurilor de producție ale bunurilor energetice (-1,4 la sută) (Grafic 2.11), impactul declinului accentuat de pe segmentul prelucrării hidrocarburilor (-30 la sută față de trimestrul I 2014), corelat cu traiectoria cotației petrolului Brent, fiind parțial atenuat de accelerarea ritmului de creștere a prețurilor producției și furnizării de energie electrică și termică (pe seama dublării contribuției pentru cogenerare începând cu 1 ianuarie 2015).

Grafic 2.11. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS

Rate anuale de creștere negative s-au înregistrat și în cazul prețurilor bunurilor intermediare (-0,4 la sută), determinantă fiind evoluția din industria chimică,

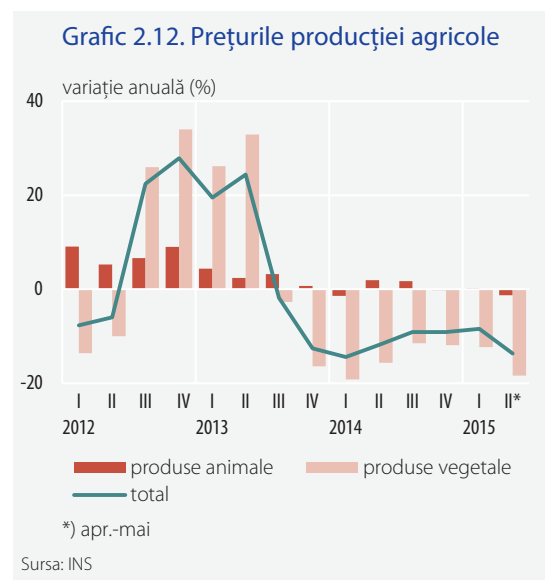
care a beneficiat de reducerea cotațiilor produselor petroliere și ale gazelor naturale utilizate ca materie primă. În schimb, în industria metalurgică, variația anuală a prețurilor a devenit ușor pozitivă în trimestrul I 2015 (+0,7 puncte procentuale, până la 0,1 la sută), în bună măsură ca urmare a strategiei unuia dintre principalii producători de a se orienta spre produse cu valoare adăugată mai mare. De asemenea, apariția în primele luni ale anului a unor semnale de revenire a lucrărilor de construcții a contribuit la atenuarea ritmului anual de scădere a prețurilor produselor din minerale nemetalice.

Pe segmentul bunurilor de capital, adâncirea dinamicii anuale negative a prețurilor de producție (până la -0,7 la sută) s-a datorat, de asemenea, costurilor mai scăzute cu materia primă, atât prețul aluminiului, cât mai ales cel al oțelului înregistrând reduceri semnificative pe piețele externe. Aceste evoluții s-au reflectat cu precădere în decelerarea importantă de ritm din industria mijloacelor de transport și în accentuarea variației negative a prețurilor construcțiilor metalice. O tendință de sens contrar au manifestat prețurile produselor IT și electronice, reintrarea ritmurilor anuale corespunzătoare acestei grupe în teritoriu pozitiv fiind determinată de scumpirea importurilor de componente pe fondul deprecierei leului față de dolarul SUA.

Singura variație anuală pozitivă observată în trimestrul I 2015 la nivelul prețurilor de producție a fost cea a grupeii „bunuri de consum” (0,5 la sută); și în acest caz a avut totuși loc o ușoară decelerare comparativ cu trimestrul IV 2014, inclusiv ca efect al transmisiei în prețurile de producție a scăderii costului cu transportul. În structură, evoluțiile au fost mixte: (i) decelerări de ritm anual s-au remarcat în industria băuturilor, posibil ca urmare a scăderii costurilor cu salariile, flexibilitatea acestui sector decurgând din acoperirea redusă cu contracte colective de muncă (circa 7 la sută, comparativ cu o medie de 60 la sută pe ansamblul economiei); (ii) accelerare a ritmului anual de creștere a prețurilor de producție în industria farmaceutică, producătorii de profil orientându-se către produse mai scumpe, atât pentru acoperirea costurilor ridicate cu taxa *clawback*, cât și în perspectiva ajustării obligatorii

a prețurilor la un nivel cel mult egal cu cel mai mic preț al aceluiși medicament în 12 state membre ale UE (începând cu 1 iulie 2015), măsură de natură a afecta cu precădere medicamentele ieftine; (iii) menținerea variației anuale negative în industria alimentară, costurile cu materiile prime agricole rămânând scăzute.

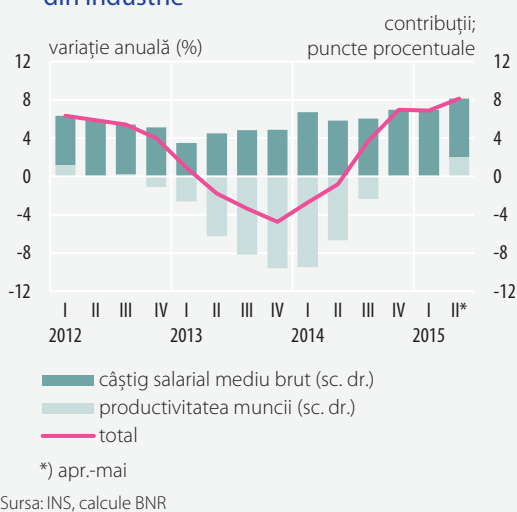
Variația anuală a prețurilor producției agricole s-a menținut pronunțat negativă în trimestrul I 2015 (-8,4 la sută), exclusiv pe seama segmentului produselor vegetale (-12,3 la sută, rată anuală) (Grafic 2.12), traiectoria prețurilor interne urmând-o îndeaproape pe cea a cotațiilor externe. În cazul produselor animale, rata anuală a fost marginal pozitivă (0,2 la sută), un rol în acest sens revenind și creșterii prețului la carnea de bovine, dată fiind tendința fermierilor de a se orienta spre creșterea unor rase superioare, în contextul scăderii rentabilității afacerilor cu bovine pentru lapte.



Pentru trimestrul II 2015 sunt previzibile modificări în sens ascendent ale ritmurilor anuale de creștere a prețurilor de producție în cazul majorității grupelor industriale, un rol în acest sens revenind, cel mai probabil, acumulării de presiuni din partea costurilor cu salariile, al doilea cel mai important factor în decizia companiilor de a crește prețurile. O excepție o constituie grupa bunurilor energetice, variația anuală negativă accentuându-se în intervalul aprilie-mai (până la -6,7 la sută), ca urmare a reducerii tarifelor

medii de distribuție a gazelor naturale începând cu 1 aprilie. Din perspectivă externă, prognozele disponibile sugerează menținerea prețului petrolului în intervalul actual de variație până la sfârșitul anului¹⁰, scăderea în continuare a prețurilor metalelor și menținerea prețurilor bunurilor agricole la niveluri coborâte. Influența benignă a prețurilor externe asupra inflației importate ar putea fi însă anulată de deprecierea monedei naționale față de euro și, mai ales, față de dolarul SUA.

Grafic 2.13. Costurile salariale unitare din industrie



Costurile salariale unitare

Costurile salariale unitare din industrie au continuat să crească în ritm alert în trimestrul I 2015 (6,9 la sută, similar intervalului precedent), presiunea unei dinamici în creștere a salariilor suprapunându-se tendinței de erodare a productivității muncii (Grafic 2.13). Datele pentru lunile aprilie-mai indică o evoluție și mai puțin favorabilă a ULC (+8,1 la sută în termeni anuali), efectul pozitiv al atenuării ritmului de creștere a salariilor fiind contracarat de scăderea productivității muncii.

În structură, deteriorarea ULC din intervalul aprilie-mai a fost vizibilă atât în industria prelucrătoare, cât și în cea extractivă, industria energetică fiind singura în care productivitatea muncii a avansat mai rapid decât câștigul salarial, pe fondul dublării producției exportate de energie electrică. Presiuni din partea costurilor salariale s-au acumulat în cele mai multe ramuri prelucrătoare, plusuri suficiente de productivitate a muncii, cu efect compensator, obținând doar industria metalurgică, cea a produselor din minerale nemetalice și fabricarea produselor din tutun.

¹⁰ Evoluția prețului petrolului continuă să fie caracterizată de un grad ridicat de incertitudine, determinat, printre altele, de situația din zona euro, de deciziile de politică monetară ale Fed, de evoluția negocierilor privind acordul nuclear cu Iranul și de conflictele geopolitice din Orientul Mijlociu (Yemen, Irak).

3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

BNR a redus rata dobânzii de politică monetară cu încă 0,25 puncte procentuale în cea de-a doua lună a trimestrului II 2015 și a continuat să îngusteze coridorul simetric format în jurul ei de ratele dobânzilor la facilitățile permanente, pentru ca în iulie să mențină rata dobânzii-cheie la nivelul minim istoric de 1,75 la sută. În luna mai, banca centrală a diminuat și rata RMO aplicată pasivelor în lei ale instituțiilor de credit – de la 10 la 8 la sută –, iar pe parcursul întregului trimestru a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și nivelul în vigoare al ratei RMO aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit. Prin aceste decizii s-a urmărit asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, în condițiile ameliorării transmisiei monetare și într-o manieră care să sprijine creșterea economică.

Decizia de prelungire a ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară adoptată în luna mai de Consiliul de administrație al BNR a fost motivată de menținerea ratei anuale a inflației în primele luni ale anului 2015¹ mult sub limita de jos a intervalului țintei staționare și de plasarea valorilor prognozate ale acesteia pe o traiectorie sensibil inferioară celor previzionate anterior, pe întregul orizont al noii proiecții trimestriale, dar mai cu seamă pe primul segment al acesteia. Ampla modificare a perspectivei pe termen scurt a inflației decurgea în principal din preconizata extindere, începând cu 1 iunie 2015, a aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de

alimentație publică², sub al cărei impact rata anuală prognozată a inflației intra la finalul trimestrului II și rămânea timp de aproape 12 luni în teritoriul negativ. În schimb, traiectoria relativ mai joasă pe care această rată se menținea ulterior epuizării efectelor directe al reducerii cotei TVA – ea reintrând durabil în jumătatea inferioară a intervalului țintei staționare doar în trimestrul IV 2016, pentru a atinge în decembrie nivelul de 1,9 la sută^{3,4} – se datora în mare măsură temperării evoluției anticipate a inflației CORE2 ajustat, sub influența poziționării la valori mai coborâte a așteptărilor inflaționiste și a scăderii dinamicii previzionate a prețurilor de import⁵; acestea împiedicau evidențierea impactului de sens opus exercitat asupra inflației de bază de accelerarea restrângerii și închiderea spre finele anului 2016 a deficitului prognozată de cerere agregată, având ca ipoteze menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, asociată cu o relativă ameliorare a mecanismului transmisiei monetare, creșterea venitului disponibil real al populației, inclusiv ca efect al reducerii cotei TVA pentru alimente, revenirea la o atitudine ușor contraciclică a politicii fiscale, precum și consolidarea redresării economice în zona euro/UE.

Datele statistice apărute ulterior au relevat menținerea ratei anuale a inflației în primele două luni ale trimestrului II 2015 sub limita de jos a intervalului țintei staționare de inflație, dar și

¹ În februarie 2015 fiind atins un nou minim istoric al perioadei post-1990, de 0,4 la sută.

² Prin implementarea acestei măsuri – adoptată în data de 7 aprilie –, cota TVA se reducea de la 24 la sută la 9 la sută pentru produse și servicii ale căror prețuri reprezintă circa 81 la sută din prețurile categoriei „produse alimentare, băuturi nealcoolice și servicii de alimentație publică” cuprinse în coșul de consum.

³ Conform scenariului de bază al precedentei prognoze pe termen mediu (februarie 2015), rata anuală a inflației era așteptată să se plaseze la finele anilor 2015, respectiv 2016, la 2,1, respectiv 2,4 la sută.

⁴ Corespunzător acestor evoluții, rata medie anuală a inflației previzionată pentru anii 2015 și 2016 se reducea la 0 la sută și respectiv 0,8 la sută (de la 0,8 la sută și respectiv 2,3 la sută în proiecția anterioară).

⁵ Decurgând din continuarea revizuirii descrescătoare a previziunilor privind inflația în zona euro/UE, coroborată cu evoluția așteptată a cursului de schimb al leului.

creșterea acesteia în luna mai la un nivel superior așteptărilor⁶, datorită comportamentului prețurilor volatile. Concomitent, creșterea economică s-a intensificat în trimestrul I 2015, în condițiile dinamizării consumului final și a investițiilor, iar costurile unitare cu forța de muncă s-au majorat. Totodată, cele mai recente evaluări au reconfirmat perspectiva intrării în luna iunie și a menținerii pe termen scurt a ratei anuale a inflației în teritoriul negativ, sub impactul extinderii, începând din 1 iunie 2015, a aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică. S-a evidențiat însă și o foarte probabilă accelerare în continuare a ritmului anual al creșterii economice – susținută de evoluția din primele luni ale trimestrului II 2015 a indicatorilor relevanți ai cererii de consum și de investiții, incluzând tendința de consolidare a valorilor înalte ale dinamicilor anuale ale lichidității din economie (în special ale agregatului M1, a cărei evoluție se corelează cu dinamica PIB) și ale creditelor noi acordate sectorului privat – implicând o restrângere mai alertă a *gap*-ului negativ al PIB. O asemenea perspectivă a inflației, conjugată cu riscurile la adresa ei induse, inclusiv prin intermediul comportamentului cursului de schimb, de situația din Grecia, de incertitudinile privind acordurile României cu UE și FMI, precum și de accentuarea în perspectivă a divergenței dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii, a reclamat o reconsiderare prudentă a ciclului politicii monetare, Consiliul de administrație al BNR hotărând, în cadrul ședinței din 1 iulie 2015, să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul minim istoric de 1,75 la sută, după cele șapte tăieri consecutive de câte 0,25 puncte procentuale operate asupra acesteia în perioada august 2014 – mai 2015⁷.

Sub impactul acestor reduceri, al scăderii graduale a ratei RMO la pasivele în lei ale instituțiilor de credit, și al prezervării gestionării adecvate de către BNR a lichidității din sistemul bancar, creditele

noi în monedă națională acordate populației și companiilor nefinanciare și-au intensificat creșterea⁸; volumul acestora a urcat în lunile aprilie-mai 2015 la valori superioare/apropiate vârfurilor din perioada precruză, conducând la consolidarea tendinței ascendente a dinamicii anuale a soldului creditului în lei acordat sectorului privat⁹ (7,7 la sută în primele două luni ale trimestrului II, față de 6,5 la sută în perioada ianuarie-martie 2015). Creditele în valută și-au amplificat însă contracția (-11,0 la sută¹⁰, față de -9,6 la sută în trimestrul I), astfel încât variația anuală a creditului total acordat sectorului privat⁹ a rămas negativă, reducându-se însă în raport cu primele luni ale anului (-3,7 la sută, față de -4,2 la sută). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat în bună măsură cu rezultatele ediției din luna mai 2015 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, care a relevat noi așteptări de creștere a cererii de credite în trimestrul II 2015, acompaniate de o prefigurată prelungire a relaxării standardelor de creditare aplicate societăților nefinanciare (în cazul populației se anticipa menținerea neschimbată a acestor standarde). Astfel, dinamica anuală a creditelor acordate populației a redevenit pozitivă în perioada aprilie-mai 2015 (0,5 la sută, față de -1,0 la sută în trimestrul I 2015), după 11 trimestre de valori negative, la aceasta contribuind cu precădere evoluția ascendentă a creditelor noi în lei (regăsită la nivelul tuturor categoriilor majore de împrumuturi), dar și achizițiile de credite pe care le-au efectuat în acest interval unele instituții de credit. La rândul ei, variația anuală a creditelor totale acordate societăților nefinanciare și-a atenuat scăderea (-7,4 la sută, față de -7,6 la sută în precedentele trei luni), impactul majorării ratei de creștere a împrumuturilor în lei (+0,9 puncte procentuale) – localizată la nivelul componentei pe termen mediu – devansând influența accentuării declinului componentei în valută, asociată preponderent operațiunilor de externalizare a împrumuturilor neperformante.

⁶ Rata anuală a inflației a crescut în mai la 1,16 la sută, după ce în aprilie scăzuse la 0,65 la sută, de la 0,79 la sută în luna martie.

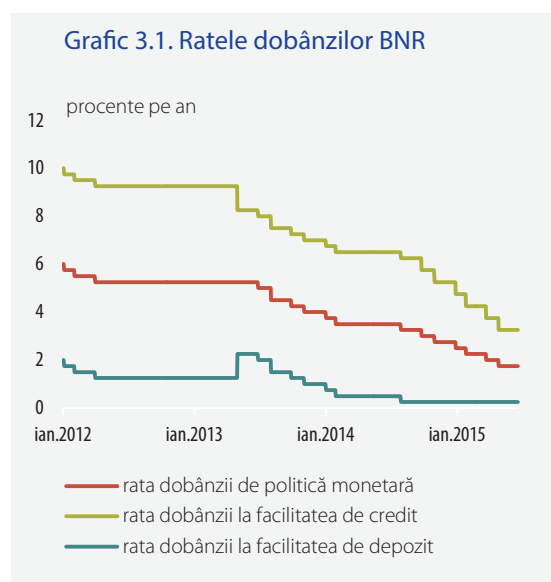
⁷ Seria reducerilor recente face parte din ciclul inițiat în luna februarie 2009, prin care nivelul ratei dobânzii de politică monetară a fost coborât de la 10,25 la 1,75 la sută.

⁸ Într-o măsură mai redusă, creșterea fluxului creditelor în lei a reflectat impactul conversiei unor credite acordate anterior în franci elvețieni.

⁹ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

¹⁰ Pe baza soldurilor exprimate în euro.

În ceea ce privește majorarea ratei de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1) din perioada aprilie-mai (17,9 la sută, față de 17,3 la sută în trimestrul I 2015), aceasta a fost rezultanta evoluției numerarului în circulație și a depozitelor ON ale populației și s-a corelat cu dinamica veniturilor nete de natură salarială, precum și cu cea a cifrei de afaceri din comerțul cu bunuri și servicii; influența acestora a devansat-o pe cea exercitată asupra M1 de relativa amplificare a plăților efectuate de companii către bugetul consolidat. Similar intervalului precedent, agregatul M1 a fost singura componentă a masei monetare în sens larg care a acționat în sensul dinamizării acesteia; influența M1 a fost însă devansată de această dată de accentuarea declinului depozitelor la termen de până la doi ani (-2,3 la sută, de la -0,6 la sută în perioada ianuarie-martie), indusă cu precădere de segmentul companiilor (cel mai probabil ca urmare a realocării unor plasamente ale acestora către alte instrumente financiare¹¹), astfel încât rata de creștere a M3 a scăzut ușor în raport cu prima parte a anului curent (de la 6,4 la 6,0 la sută).



Complementar scăderii ratei dobânzii de politică monetară efectuate în luna mai, BNR a continuat să îngusteze coridorul simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară (de la $\pm 1,75$

la $\pm 1,5$ puncte procentuale), măsura vizând reducerea volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și consolidarea transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară; astfel, rata dobânzii la facilitatea de creditare a fost redusă de la 3,75 la 3,25 la sută, iar rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost menținută la nivelul de 0,25 la sută (Grafic 3.1). Totodată, în luna mai, banca centrală a coborât cu încă 2 puncte procentuale rata RMO aferentă pasivelor în lei ale instituțiilor de credit¹², urmărind astfel susținerea revigorării sustenabile a procesului de creditare, precum și continuarea armonizării mecanismului RMO cu standardele și practicile în materie ale BCE. Pe parcursul trimestrului II, BNR a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, acțiunile băncii centrale fiind adaptate particularităților situației lichidității, dar și condițiilor concrete de funcționare a pieței monetare interbancare. Astfel, în contextul diminuării sensibile a valorii pozitive a poziției nete a lichidității băncilor în prima parte a trimestrului II și al formării unor deficite temporare de rezerve, BNR a furnizat lichiditate instituțiilor de credit, prin intermediul unor operațiuni *repo* 1W, derulate prin licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală¹³; condițiile lichidității s-au relaxat ulterior, mai întâi ca urmare a reluării injecțiilor de rezerve ale Trezoreriei, și apoi sub influența intrării în vigoare a măsurii de reducere a ratei RMO pentru pasivele în lei ale băncilor, astfel încât instituțiile de credit au reînceput să apeleze tot mai mult la facilitatea de depozit oferită de banca centrală. În ultima zi a perioadei analizate, ca reacție la apariția, în contextul crizei Greciei, a unor disfuncționalități în redistribuirea lichidității pe piața monetară interbancară, cu posibile implicații adverse asupra evoluției ratelor dobânzilor de pe acest segment, BNR a efectuat o nouă licitație *repo* 1W, cu caracteristici similare celor din prima parte a trimestrului.

¹² Măsura a intrat în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2015.

¹³ În lunile aprilie și mai BNR a efectuat patru operațiuni *repo*, prin intermediul cărora au fost injectate sume variind între 0,2 și 4,5 miliarde lei.

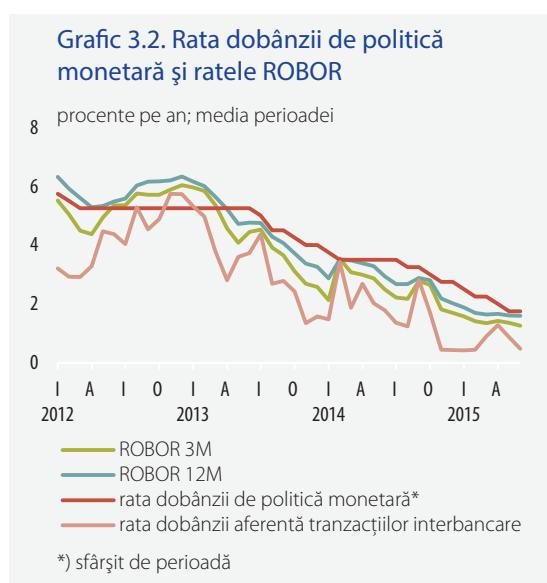
¹¹ Inclusiv obligațiuni emise de Primăria Municipiului București.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară s-a majorat ușor în trimestrul II 2015, iar cursul de schimb leu/euro s-a înscris în a doua parte a acestuia pe un trend ascendent, pe fondul relativei deteriorări a sentimentului piețelor internaționale. Variația anuală negativă a creditului acordat sectorului privat s-a atenuat în intervalul martie – mai 2015, dinamica anuală a masei monetare în sens larg consemnând însă în acest interval o relativă scădere.

2.1. Ratele dobânzilor

Rata medie zilnică a dobânzii pieței monetare interbancare s-a reaproiat temporar în aprilie de rata dobânzii de politică monetară, dar a revenit ulterior în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de depozit a BNR, atingând în iunie un nivel mediu de 0,47 la sută (Grafic 3.2). Pe ansamblul perioadei de referință, media randamentelor pieței monetare interbancare s-a majorat ușor (cu 0,28 puncte procentuale), atingând un nivel de 0,97 la sută, în timp ce volatilitatea trimestrială a ratelor dobânzilor ON a continuat să scadă.



Randamentele pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare au evoluat la niveluri relativ mai înalte în prima parte a trimestrului II,

apropiindu-se temporar de rata dobânzii de politică monetară, în condițiile în care influența contracționistă a factorilor autonomi – determinată în principal de creșterea, inclusiv cu caracter sezonier, a numerarului în circulație și de absorbțiile asociate operațiunilor în contul în lei al Trezoreriei¹⁴ – a condus la o diminuare sensibilă a excedentului de lichiditate, implicat la formarea cu caracter episodic a unor deficite de rezerve; în acest context, BNR a efectuat mai multe operațiuni *repo* 1W¹⁵ derulate prin licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală. Valoarea pozitivă a poziției nete a lichidității s-a reamplificat însă semnificativ în iunie, sub influența reluării injectiilor de rezerve ale Trezoreriei, precum și ca urmare a intrării în vigoare a măsurii de reducere a ratei RMO pentru pasivele în lei ale băncilor, astfel încât randamentele ON au coborât spre limita inferioară a coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente ale băncii centrale.

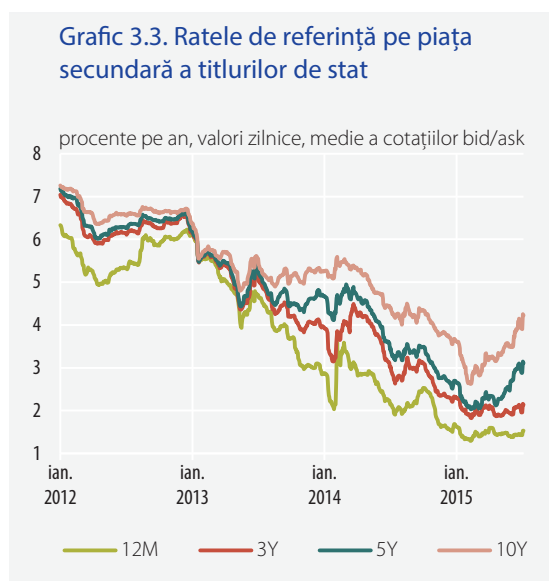
Cotațiile medii pe termen mai lung ROBOR 3M-12M au consemnat la rândul lor o creștere în aprilie – de mai mică amplitudine însă, în condițiile în care instituțiile de credit au atribuit un caracter tranzitoriu relativei înăspriri a condițiilor lichidității –, pentru ca ulterior ședinței de politică monetară a BNR din luna mai, să reînceapă să scadă; tendința s-a întrerupt însă spre finele trimestrului, pe fondul foarte probabilei revizuirii a anticipațiilor băncilor privind nivelul ratei dobânzii de politică monetară și/sau evoluția pe termen scurt a condițiilor lichidității. Pe ansamblul lunii iunie, valorile medii atinse de cotațiile pe scadențe mai lungi au reprezentat noi minime istorice¹⁶, ele fiind inferioare, în cazul ROBOR 3M (1,26 la sută), cu 0,09 puncte procentuale celor din martie; în cazul termenelor de 6 și 12 luni, ajustarea descendentă consemnată față de ultima lună a trimestrului I 2015 a fost de circa 0,05 puncte procentuale, acestea coborând la 1,53 la sută, respectiv la 1,59 la sută.

¹⁴ Execuția bugetară a lunii iunie 2015 a generat un deficit de 2,1 miliarde lei, după ce pe ansamblul primelor cinci luni ale anului soldul bugetului consolidat acumulase un surplus de 6,3 miliarde lei (0,9 la sută din PIB).

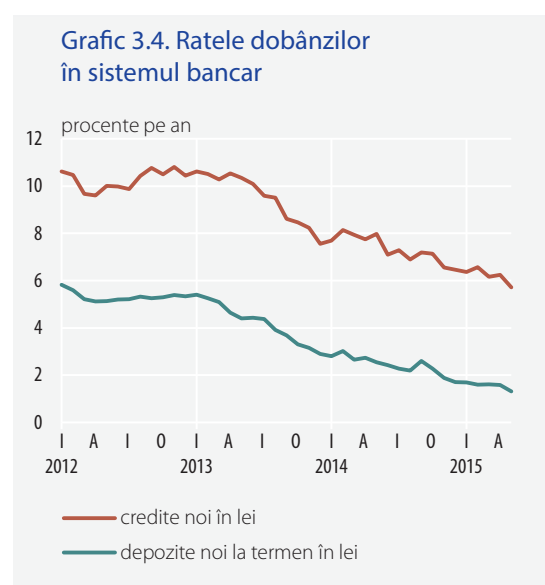
¹⁵ BNR a efectuat patru operațiuni *repo* 1W în aprilie și mai, sumele oferite variind între 0,2 și 4,5 miliarde lei; în data de 30 iunie, banca centrală a derulat încă o operațiune *repo* 1W, în cadrul căreia a injectat 1,3 miliarde lei (a se vedea secțiunea 1. Politica monetară).

¹⁶ Serie de date disponibilă din august 1995.

Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat în principal influențele exercitate de: (i) creșterea volatilității de pe piețele internaționale de obligațiuni începând cu ultima parte a lunii aprilie, context care a determinat ajustări substanțiale ale portofoliilor de titluri ale investitorilor pe piețele financiare, inclusiv pe cea regională și de (ii) fluctuațiile condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară. Pe acest fond, interesul investitorilor pentru titlurile de stat a fost ridicat în aprilie, dar s-a redus ulterior; în acest context, MFP a respins parțial/integral ofertele prezentate în cadrul a două licitații desfășurate în acest trimestru, astfel încât valoarea totală a înscrisurilor puse în circulație a reprezentat doar 90 la sută din volumul anunțat. Randamentele maxime acceptate în cadrul licitațiilor de titluri de stat au consemnat evoluții mixte, ajustări ascendente mai însemnate având loc în luna mai, pe segmentul obligațiunilor cu scadență reziduală de 5 ani (+0,40 puncte procentuale); în ultima lună a trimestrului II, ratele dobânzilor maxime acceptate se situau la 1,24 și 1,47 la sută pentru certificatele de trezorerie emise pe 3 luni și un an (+0,02 puncte procentuale și -0,22 puncte procentuale față de martie) și la 2,12, la 2,79 și respectiv la 3,05 la sută pentru obligațiunile cu maturitate reziduală de aproximativ 3, 4 și 5 ani (+0,03 puncte procentuale, +0,41 puncte procentuale și +0,46 puncte procentuale față de martie).



Pe piața secundară a titlurilor de stat, cotațiile de referință¹⁷ au avut o evoluție divergentă în funcție de maturități (Grafic 3.3). Astfel, randamentele titlurilor pe termen lung (5 și 10 ani) au crescut pe tot parcursul trimestrului, dar mai ales în iunie (fînd superioare cu 0,78, respectiv 1,01 puncte procentuale lunii martie), în timp ce cotațiile aferente termenelor mai scurte au urmat o traiectorie predominant descrescătoare, plasându-se la finele perioadei sub nivelul de la sfârșitul lunii martie (-0,09 puncte procentuale pentru titlurile pe 6 luni și -0,06 puncte procentuale pentru cele pe un an). În consecință, panta curbei randamentelor s-a accentuat comparativ cu trimestrul anterior.



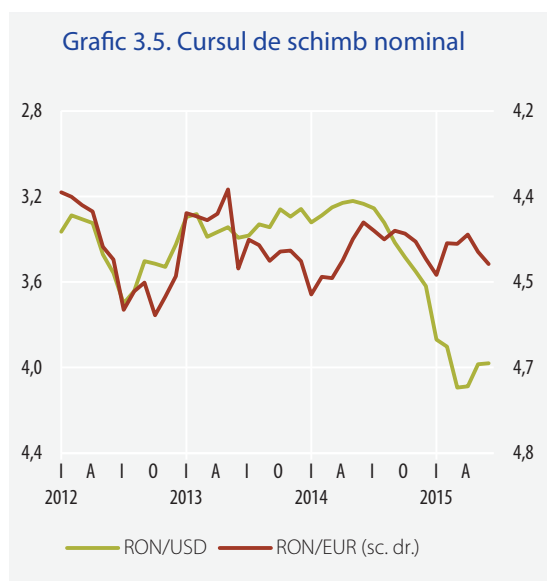
Ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi au scăzut pe ansamblul perioadei martie – mai 2015 (-0,28 puncte procentuale, până la 1,32 la sută, respectiv -0,86 puncte procentuale, până la 5,71 la sută în mai), valorile consemnate la finele intervalului analizat la nivelul principalelor categorii de clienți reprezentând noi minime post-1990 (Grafic 3.4). Pe segmentul societăților nefinanciare, randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,12 puncte procentuale (până la 0,91 la sută), în timp ce costul mediu cu dobânda al creditelor noi s-a diminuat cu 0,55 puncte procentuale (până la 4,64 la sută în mai) – datorită ajustării descendente a ratelor de

¹⁷ Exprimat ca medie a cotațiilor bid și ask.

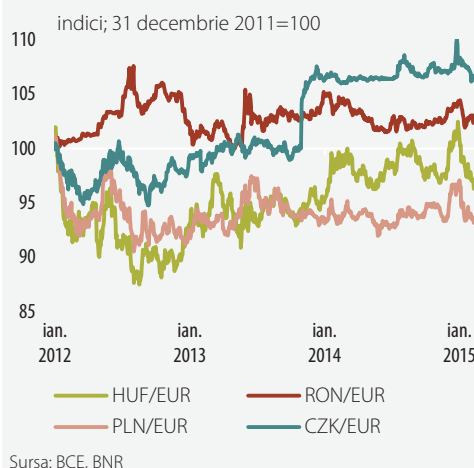
dobândă aferente principalelor categorii, dar și ca efect al creșterii sensibile, în luna mai, a volumului împrumuturilor de valoare mare (purtaoare ale unor rate de dobândă inferioare mediei). Pe segmentul populației scăderile au fost relativ mai ample, rata medie a dobânzii aferente depozitelor noi la termen ale populației coborând cu 0,39 puncte procentuale (până la 2,01 la sută), iar cea practică pentru noile împrumuturi reducându-se cu 1,26 puncte procentuale (până la 6,84 la sută în mai); evoluția celei din urmă a reflectat scăderea sensibilă a ratei medii a dobânzii la creditele noi pentru consum (decurgând cel mai probabil din tranzacțiile asociate conversiei în lei a unor credite acordate anterior în CHF), dar și influența ajustărilor similare operate asupra ratelor dobânzilor aferente celorlalte categorii de împrumuturi (locuințe, dezvoltarea afacerilor și alte scopuri).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe parcursul trimestrului II 2015, rata de schimb leu/euro s-a re poziționat pe un trend ascendent care s-a accelerat spre finele perioadei (Grafic 3.5). Evoluția – relativ similară celei consemnate de cursurile de schimb ale altor monede din regiune (Grafic 3.6) – a reflectat cu precădere influențele mediului extern, caracterizat în acest interval prin sporirea volatilității pe piețele financiare și prin amplificarea sensibilă a aversiunii globale față de risc ca urmare a deteriorării situației Greciei.



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



Tendința de scădere ușoară manifestată spre finele trimestrului I de cursul de schimb leu/euro a continuat în luna aprilie, pe fondul: (i) prevalenței sentimentului favorabil al pieței financiare internaționale, în condițiile consolidării așteptărilor privind menținerea în parametrii anunțați inițial a programului BCE de achiziții de active financiare, precum și amânarea începerii normalizării politicii monetare a Fed, și al (ii) prelungirii, în primele luni ale anului^{18,19}, a trendului pozitiv al fundamentelor economiei naționale (Tabel 3.1), de natură să susțină percepția favorabilă a investitorilor asupra riscului asociat economiei românești, respectiv să amelioreze suplimentar evoluțiile de pe piața valutară interbancară.

Traectoria ratei de schimb leu/euro s-a inversat însă în luna mai, iar trendul său ascendent s-a prelungit și chiar s-a accentuat spre finele lunii iunie, pe fondul creșterii volatilității de pe piețele financiare externe. Resorturile inițiale ale acestuia le-au constituit reconsiderarea de către

¹⁸ Relevată de datele statistice publicate în acest interval (producția industrială și soldul contului curent al balanței de plăți din februarie, respectiv rezultatul execuției bugetare din trimestrul I), a căror evoluție a fost mai bună decât cea anticipată de analiști. În plus, în aprilie Standard&Poors's a confirmat *rating*-ul României cu perspectivă stabilă, iar agenția JCRA a îmbunătățit la pozitiv perspectiva *rating*-ului suveran al României.

¹⁹ Conform datelor BOP, împrumuturile financiare în devalute ale sectorului nebancaar au consemnat în aprilie cea mai mare valoare din acest an, modificarea fiind atribuită atât fluxurilor pe termen scurt, cât, mai ales, celor pe termen lung.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar (metodologie BPM6)

milioane euro						
	5 Iunie 2014			5 Iunie 2015		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	204	-2 369	2 573	-2 759	-5 179	2 420
Investiții directe	125	1 171	-1 043	38	1 270	-1 232
Investiții de portofoliu	6	1 105	-1 100	-184	-1 704	1 519
Derivate financiare	-179	-186	6	-405	0	-405
Alte investiții	2 203	-4 458	6 661	527	-4 745	5 273
- numerar și depozite	1 838	-1 667	3 504	213	-1 513	1 726
- împrumuturi	256	-2 588	2 845	182	-3 199	3 380
- altele	109	-203	312	132	-33	167
Active de rezervă ale BNR (net)	-1 952	0	-1 952	-2 736	0	-2 736

*) „+” creștere/„-” scădere

unii investitori a perspectivei inflației în zona euro²⁰ – de natură să pună sub semnul întrebării sustenabilitatea valorilor foarte scăzute atinse de randamentele titlurilor pe termen lung, dar și, posibil, de rata EUR/USD²¹ –, precum și sporirea incertitudinilor privind momentul începerii normalizării politicii monetare a Fed. Acest context a generat ample ajustări ale deținerilor de obligațiuni pe termen lung denominate în euro (implicit creșteri substanțiale ale randamentelor acestor instrumente), cel mai probabil în favoarea unor active financiare cu risc mai ridicat, comportamentul de tip *sell-off* extinzându-se și la nivelul piețelor financiare din regiune, inclusiv al pieței locale²². Spre finele perioadei, sursa majoră de volatilitate a constituit-o trenarea soluționării situației din Grecia și acutizarea temerilor privind

²⁰ Inflația din zona euro a depășit așteptările pieței financiare, iar dinamica exporturilor și cea a producției industriale din luna aprilie din Germania au fost mult peste estimări.

²¹ În urma declinului aproape continuu consemnat de aceasta începând din mai 2014.

²² Cel mai probabil, deținerile nerezidenților de titluri de stat denominate în lei și-au accelerat scăderea în mai.

un posibil eșec al negocierilor acestui stat cu creditorii internaționali²³, având drept consecință amplificarea aversiunii globale față de risc și re poziționarea investitorilor în favoarea activelor financiare *safe-haven*²⁴.

La nivelul pieței valutare interbancare aceste modificări de comportament au antrenat o majorare a volumului tranzacțiilor, precum și o reamplificare, în a doua parte a trimestrului, a cererii nete de devize a nerezidenților, implicând o adâncire a deficitului pieței.

Pe ansamblul perioadei analizate, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,8 la sută în termeni nominali²⁵ și cu 3,2 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, leul s-a apreciat însă cu 2,5 la sută în termeni nominali și cu 0,4 la sută în termeni reali, în condițiile în care pe ansamblul trimestrului valoarea acestuia s-a diminuat semnificativ față de euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb, leul a consemnat în acest interval prima depreciere nominală din ultimele patru trimestre față de euro și cea mai amplă depreciere din ultimele trei trimestre față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul martie-mai 2015, dinamica²⁶ masei monetare (M3) s-a redus (5,9 la sută, față de 7,0 la sută în perioada decembrie 2014 – februarie 2015), pe fondul relativei amplificări a plăților efectuate de agenții economici către bugetul consolidat și al diminuării sumelor alocate din fondurile structurale europene, dar și ca efect al creșterii portofoliului de instrumente financiare alternative al deținătorilor de monedă (obligațiuni

²³ În data de 29 iunie guvernul elen a anunțat că va organiza un referendum pe tema măsurilor propuse în cadrul acordului de finanțare externă și a deciziei închiderea temporară a băncilor și introducerea unor restricții de capital; în plus, Grecia nu a reușit să achite ratele scadente din împrumutul acordat de FMI.

²⁴ Începând din data de 18 iunie dolarul SUA s-a re poziționat pe un trend de întărire față de euro.

²⁵ O evoluție similară a avut în acest interval zlotul, care s-a depreciat cu 0,8 la sută față de euro, în timp ce forintul s-a depreciat cu 2,7 la sută comparativ cu moneda unică europeană.

²⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada de referință.

municipale²⁷, titluri de stat, depozite în lei cu scadența peste doi ani) și, posibil, al majorării rambursărilor efectuate de sectorul nebanca în contul datoriei externe²⁸ (Tabel 3.2).

Din perspectiva principalelor componente ale M3 (Grafic 3.7), scăderea dinamicii acesteia s-a datorat în totalitate accentuării contracției variației anuale a depozitelor la termen sub doi ani ale companiilor; în schimb, rata de creștere anuală a plasamentelor din această categorie ale populației s-a majorat ușor, redevenind marginal pozitivă. Viteza de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1) s-a menținut constantă – la cel mai înalt nivel al ultimilor șase ani –, în condițiile relativei stabilizări a dinamicii ambelor sale componente; în cazul depozitelor ON, evoluția a fost rezultanta mișcărilor de sens opus consemnate pe cele două segmente – prelungire a creșterii dinamicii anuale a depozitelor populației, respectiv încetinire a avansului anual al plasamentelor companiilor. Analiza structurii M3 pe sectoare instituționale relevă la rândul ei evoluții eterogene la nivelul principalelor componente, variația depozitelor populației mărindu-se, în timp ce dinamica aferentă plasamentelor companiilor a înregistrat o contracție. Evoluția celor dintâi s-a corelat cu creșterea veniturilor de natură salarială²⁹ (susținută inclusiv de majorarea veniturilor personalului din domeniul învățământului³⁰ și de plata drepturilor de natură salarială stabilite în urma hotărârilor judecătorești în unele sectoare ale administrației publice³¹). În ceea ce privește depozitele din M3 ale companiilor, reducerea dinamicii acestora s-a datorat în principal creșterii plăților efectuate de aceste entități către bugetul consolidat, relativului declin al sumelor primite din fondurile structurale, realocării unor dețineri de monedă înspre alte categorii de instrumente financiare (obligațiuni municipale) și

²⁷ În luna mai 2015 Primăria Municipiului București a emis obligațiuni în valoare de 2,2 miliarde lei pe piața locală de capital, care au fost achiziționate inclusiv de clienții nebanca.

²⁸ Conform datelor provizorii din bilanța de plăți, în intervalul martie-mai 2015, volumul rambursărilor de împrumuturi ale sectorului nebanca a fost superior celui din perioada decembrie 2014 – februarie 2015.

²⁹ Ritmul mediu de creștere anuală în termeni reali a câștigurilor salariale nete pe total economie a atins un nou vârf al ultimilor șase ani.

³⁰ Majorarea cu 5 la sută, începând cu luna martie, a salariilor, sporurilor, indemnizațiilor și a altor elemente ale sistemului de salarizare a cadrelor didactice și a personalului didactic auxiliar din învățământ (OUG nr. 83/2014).

³¹ Plata titlurilor executorii stabilite prin hotărâri judecătorești care au ca obiect acordarea unor drepturi salariale ale angajaților din educație, cultură, sistemul justiției și alte sectoare ale administrației publice centrale (HG nr. 182, HG nr. 183, HG nr. 195, HG nr. 240, HG nr. 235, HG nr. 249, HG nr. 271, HG nr. 268, HG nr. 310).

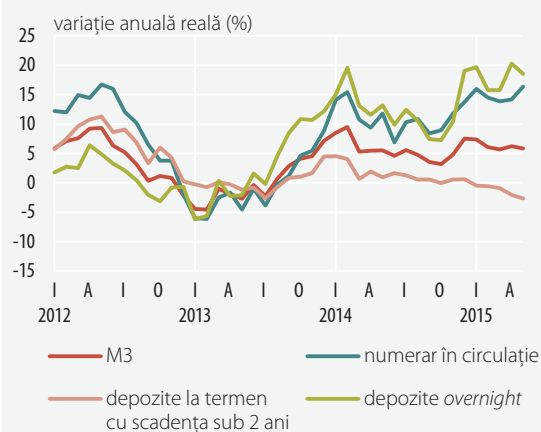
probabilei amplificări a rambursărilor de împrumuturi externe; în sens opus, dar cu o intensitate mai redusă, a acționat efectuarea unor plăți de la buget destinate unor producători agricoli³², precum și pentru unele proiecte de interes public³³.

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2014			2015		
	II	III	IV	I	apr.	mai
M3	5,2	4,6	5,2	6,4	6,2	5,8
M1	10,7	10,0	12,0	16,3	18,1	17,7
Numerar în circulație	9,3	9,9	11,5	14,8	14,2	16,4
Depozite <i>overnight</i>	11,5	10,2	12,3	17,1	20,3	18,5
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	1,5	0,8	0,4	-0,6	-2,1	-2,6

Sursa: INS, BNR

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, scăderea dinamicii acesteia a fost consecința declinului variației activelor externe nete ale

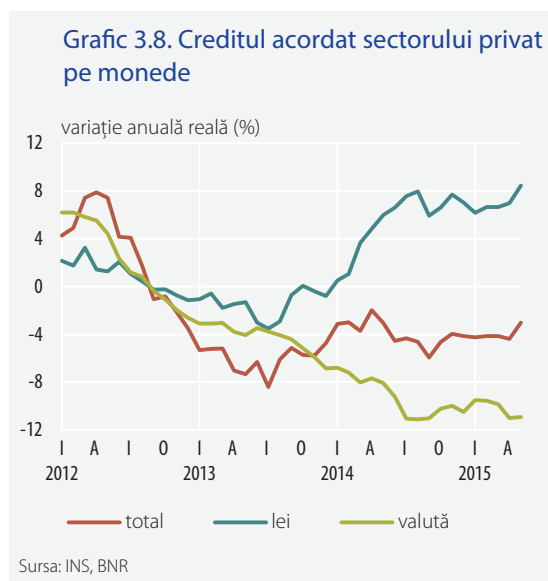
³² Conform comunicatelor de presă ale APIA și ale Guvernului, în această perioadă s-au alocat ajutoare naționale tranzitorii în sectoarele ovine, caprine, bovine și vegetal și s-au acordat ajutoare de stat pentru motorină, agricultură ecologică, precum și pentru compensarea efectelor adverse ale condițiilor meteorologice din anul 2014.

³³ Conform comunicatelor de presă ale Guvernului, în această perioadă s-au alocat sume pentru susținerea unor proiecte derulate de MDRAP, ANCP, precum și pentru infrastructura din educație.

sistemului bancar și a majorării vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung³⁴; efectul acestora l-a surclasat pe cel exercitat de accelerarea dinamicii creditului net acordat sectorului public.

Creditul acordat sectorului privat

În perioada martie-mai 2015, variația³⁵ negativă a creditului acordat sectorului privat a continuat să se atenueze (-3,9 la sută, față de -4,2 la sută în perioada decembrie 2014 – februarie 2015), în condițiile reaccentuării divergenței dintre mișcarea ascendentă a dinamicii componentei în lei și contracția în termeni anuali a componentei în valută (exprimată în euro) (Grafic 3.8). În acest context, ponderea medie a împrumuturilor în devalută în totalul creditului acordat sectorului privat și-a prelungit declinul (54,4 la sută, minimul înregistrat din trimestrul IV 2007 până în prezent).

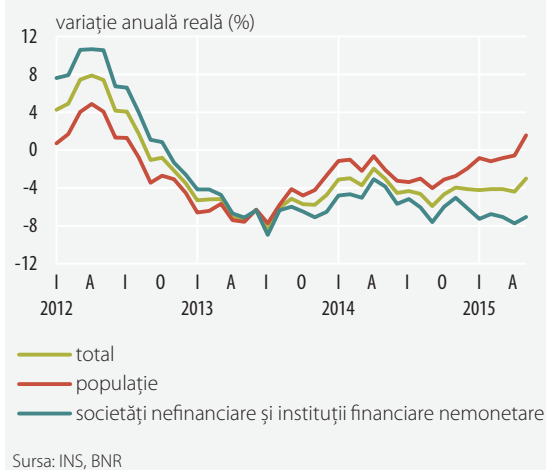


Pe lângă relativa intensificare a activității de creditare în monedă națională, dinamica și structura din acest interval ale creditului acordat sectorului privat au reflectat influențele mixte exercitate de scoaterea împrumuturilor neperformante din bilanțurile băncilor, de achiziționarea în acest interval a unor credite externalizate anterior de unele bănci, dar și de conversia în lei a unor credite denominate în franci elvețieni.

³⁴ Inclusiv conturile de capital.

³⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada analizată.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Tendențele manifestate la nivelul sectoarelor instituționale au fost și de această dată opuse ca sens (Grafic 3.9), în condițiile în care rata de creștere a creditului acordat populației s-a majorat – reintrând în teritoriul pozitiv, pentru prima dată în ultimii doi ani și jumătate –, sub influența prelungirii trendului descendent al ratelor dobânzilor și a derulării programelor guvernamentale „Prima casă”³⁶ și „Prima mașină”³⁷, precum și a lansării unor oferte promoționale de către anumite bănci; pe acest fond, variația negativă a creditelor pentru consum și alte scopuri³⁸ s-a redus, iar dinamica anuală a creditelor pentru locuințe a continuat să sporească. Dinamica împrumuturilor societăților nefinanciare și-a amplificat însă ușor valoarea negativă, evoluția ascendentă a fluxului de credite acordate acestui segment – alimentată, similar populației, prioritar de componenta în lei și localizată în special la nivelul împrumuturilor pe termen mediu de valoare mare – fiind contrabalansată de majorarea volumului operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante.

³⁶ Conform informațiilor de pe *website*-ul FNGCIMM, operațiunile de alocare a garanțiilor de stat către băncile participante la programul „Prima casă” s-au încheiat la finele lunii februarie 2015.

³⁷ Prin HG nr. 81/10.02.2015 pentru completarea Normelor de aplicare a OUG nr. 66/2014 privind aprobarea Programului de stimulare a cumpărării de autoturisme noi termenul de înscriere a finanțatorilor a fost prelungit până în luna martie 2015.

³⁸ Creditele pentru consum, alte scopuri și dezvoltarea afacerilor au fost analizate sub forma unui indicator unic, în vederea eliminării efectului modificării metodologiei statistice introduse din luna ianuarie 2015.

4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Rata anuală a inflației IPC este proiectată la valorile de -0,3 la sută și de 0,7 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016, profilul acesteia fiind conturat în principal de rata anuală a inflației CORE2 ajustat. Ambii indicatori sunt prevăzuți a se situa la valori negative până în luna mai 2016 și sub limita inferioară a intervalului țintei staționare până la sfârșitul anului 2016, în contextul măsurilor succesive de reducere a cotei TVA anunțate în perioada recentă de către autoritățile române, cu impact inclusiv asupra anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici. Efectele de runda întâi și a doua asociate acestor măsuri fiscale vor fi parțial atenuate de diminuarea graduală a influenței dezinflaționiste a deficitului de cerere din prima parte a intervalului de prognoză și de apariția unor presiuni inflaționiste determinate de formarea unui exces de cerere în a doua parte a acestuia, pe fondul dinamizării previzionate a cererii interne. Ulterior epuizării, în luna ianuarie 2017, a impactului de runda întâi al reducerilor impozitelor indirecte, atât rata anuală a inflației IPC, cât și cea a inflației de bază sunt anticipate a reveni în interiorul intervalului țintei. Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente indică o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România) este consistent cu o redresare a cererii externe, dinamicele anuale ale indicatorului fiind marginal superioare celor anticipate în Raportul asupra inflației din luna mai 2015 în prima parte a intervalului de prognoză. Spre sfârșitul

intervalului, este preconizată o atenuare a creșterii economice a principalilor parteneri comerciali, pe fondul inversării parțiale a scăderii prețurilor produselor energetice (Tabel 4.1). În zona euro, redresarea activității economice beneficiază în continuare de măsurile de politică monetară adoptate de BCE (*Programul extins de achiziționare de active*), de natură a influența evoluția cursului de schimb al euro și nivelul ratelor dobânzilor, precum și de efectele pozitive asupra veniturilor disponibile provenind din partea prețurilor mai scăzute la produsele energetice. Față de precedentul raport asupra inflației, *gap*-ul PIB UE efectiv¹, în continuare negativ, a fost revizuit marginal în sens ascendent pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză. Astfel, acesta este de așteptat să exercite un impact mai puțin restrictiv la adresa activității economice interne.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2015	2016
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,66	1,96
Inflația anuală din zona euro (%)	0,27	1,30
Inflația anuală IPC SUA (%)	0,15	2,08
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,02	0,10
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,10	1,06
Prețul petrolului Brent (dolarii SUA/baril)	59,1	63,6

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

Rata anuală a inflației IAPC este previzionată a se menține sub nivelul reper de 2 la sută, însă la valori superioare celor prognozate în raportul precedent, sub influența disipării treptate a presiunilor de scădere a prețurilor produselor energetice, a creșterii anticipate a prețurilor materiilor prime alimentare și a diminuării relativ mai accentuate a

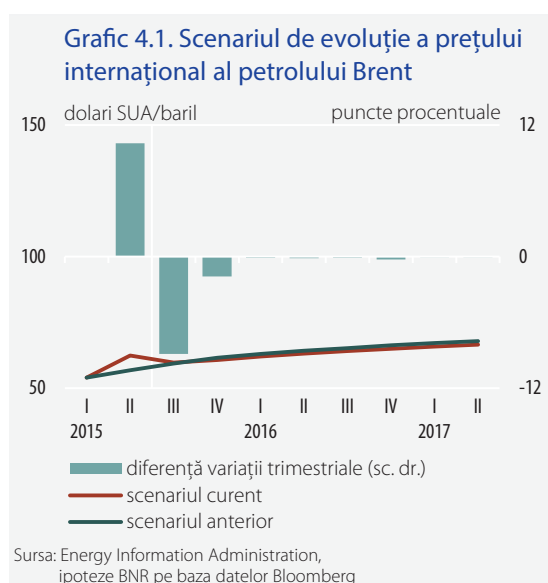
¹ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

deficitului de cerere agregată. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată la valori inferioare celor din zona euro pentru anul 2015, revenind ulterior la niveluri consistente cu obiectivele pe termen lung ale Fed.

Pe fondul persistenței politicii monetare expansioniste a BCE, rata dobânzii EURIBOR la 3 luni este prognozată a se menține în continuare la valori în vecinătatea lui zero pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză.

Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede continuarea tendinței de depreciere a monedei europene pe termen scurt (până în jurul cotației de 1,06 euro pentru un dolar SUA), urmată de o cvasistabilizare până la orizontul proiecției.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor de tip *futures* și prevede o scădere în trimestrul III 2015, reflectând parțial înglobarea în așteptările pieței a informațiilor referitoare la recentul acord de ridicare a sancțiunilor economice aplicate Iranului. Ulterior, anticiparea unei redresări a activității economice globale este însoțită de o dinamică trimestrială pozitivă a prețului petrolului, cotațiile acestuia fiind însă mai reduse decât cele din raportul precedent (Grafic 4.1).



1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC se va situa la nivelul de -0,3 la sută la finele anului 2015 și la 0,7 la sută la sfârșitul anului 2016, valori plasate semnificativ sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Tabel 4.2). Sub impactul măsurii de extindere a cotei reduse a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică introduse la 1 iunie 2015, precum și al prevederilor incluse în Codul fiscal², presupuse a fi aplicate de la 1 ianuarie 2016, cu privire la reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută și diminuarea nivelului accizelor la combustibili, prognoza actualizată prevede menținerea ratei anuale a inflației IPC în teritoriu negativ până în luna mai 2016. În trimestrul I 2016, când impactul măsurii cu privire la extinderea cotei reduse a TVA la alimente și cel al prevederilor incluse în noul Cod fiscal se vor suprapune, rata anuală a inflației IPC este anticipată a înregistra un nivel minim istoric de -2,8 la sută (sfârșit de perioadă).

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

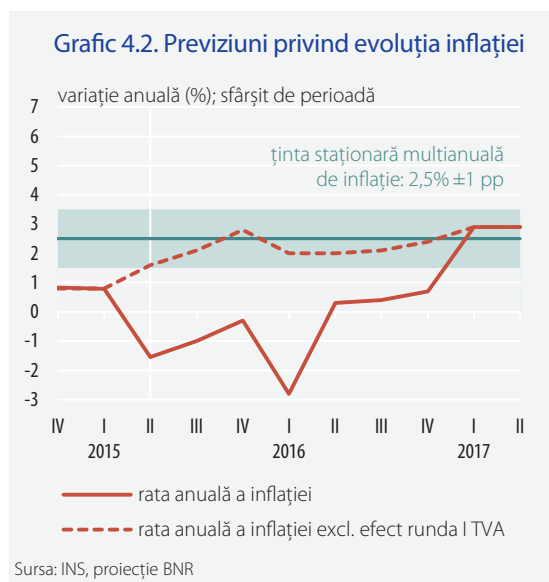
	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2015		2016				2017	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	-1,0	-0,3	-2,8	0,3	0,4	0,7	2,9	2,9
Proiecție IPC*	2,1	2,8	2,0	2,0	2,1	2,4	2,9	2,9

*) exclusiv efect runda I TVA

După epuizarea, în iunie 2016, a efectului de runda întâi al măsurii fiscale cu privire la extinderea cotei reduse a TVA la alimente, rata anuală a inflației va deveni pozitivă, revenind în interiorul intervalului țintei începând cu luna ianuarie 2017,

² Noul Cod fiscal a fost adoptat de Parlament pe 24 iunie 2015. Ulterior finalizării scenariului de bază al proiecției macroeconomice (15 iulie 2015), Președintele României nu a promulgat Codul fiscal, actul normativ fiind retrimis (în 17 iulie 2015) Parlamentului spre a fi reexaminat.

când impactul direct al prevederilor incluse în noul Cod fiscal se va fi epuizat (Grafic 4.2). În ceea ce privește rata medie anuală a inflației IPC, aceasta este prevăzută a reintra în jumătatea inferioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale la finele orizontului de prognoză.



Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai, valoarea anticipată a ratei anuale a inflației IPC este mai redusă cu 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului 2015 și cu 1,2 puncte procentuale la finele celui viitor. Pentru anul curent, această revizuire este rezultatul unui aport mai redus provenind din partea inflației CORE2 ajustat, în timp ce toate celelalte componente au contribuții similare sau mai ridicate. Pentru anul 2016, contribuțiile tuturor componentelor coșului IPC au fost revizuite în jos, cu excepția celei a indicelui CORE2 ajustat, care a fost reevaluată ușor mai sus, și celei a prețurilor LFO, care a rămas relativ nemodificată.

Măsura cu privire la reducerea cotei standard a TVA inclusă în Codul fiscal, presupusă a fi aplicată de la 1 ianuarie 2016, este anticipată a avea un impact semnificativ asupra prețurilor tuturor componentelor coșului bunurilor de consum, mai puțin asupra celor ale LFO, care au fost deja afectate de prevederea cu privire la extinderea cotei reduse a TVA la alimente introdusă la 1 iunie 2015. În mod consistent cu experiența modificărilor impozitelor indirecte

în România, impactul contabil³ de runda întâi al reducerii cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută este preconizat a se transmite în proporție de 83 la sută în prețurile finale de vânzare.

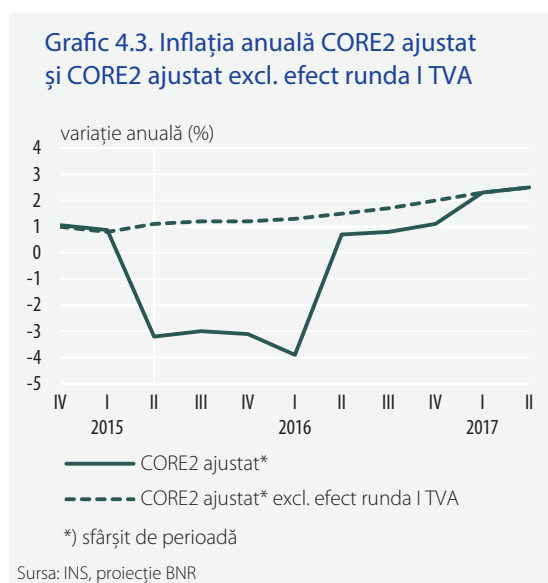
Rata anuală a inflației IPC, recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi ale reducerilor cotei TVA de la 1 iunie 2015 și 1 ianuarie 2016, este proiectată la valoarea de 2,8 la sută și de 2,4 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016. Efectele de runda întâi sunt permanente la nivelul prețurilor agregate, dar implică doar influențe tranzitorii la adresa ratei anuale a inflației, care vor fi eliminate automat din calculul acestora după câte un an de la intrarea în vigoare a fiecăreia dintre măsuri. În consecință, presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali prezente în economie vor deveni mai evidente la nivelul inflației anuale IPC după ce efectele de runda întâi ale măsurilor cu privire la reducerea succesivă a cotei TVA se vor fi epuizat începând cu luna ianuarie 2017.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată la valori negative până în luna mai 2016, sub impactul efectelor de runda întâi și runda a doua ale măsurilor fiscale succesive cu privire la reducerea cotei TVA⁴ (Grafic 4.3). Începând cu luna iunie 2016, odată cu epuizarea efectului de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA la alimente, rata anuală a inflației anuale CORE2 ajustat va redeveni pozitivă, urmând a înregistra un salt semnificativ în luna ianuarie 2017, când se va fi consumat în totalitate impactul direct al reducerii cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută. Efectele de runda întâi și a doua asociate acestor măsuri fiscale vor fi atenuate de diminuarea graduală a influenței dezinflaționiste a deficitului de cerere din prima parte a intervalului de prognoză și de apariția unor presiuni inflaționiste

³ Măsura cu privire la reducerea cotei standard a TVA presupusă a fi aplicată începând cu 1 ianuarie 2016 implică un efect contabil maximal asupra prețurilor bunurilor de consum de aproximativ -2 puncte procentuale.

⁴ Măsura cu privire la reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută, care va afecta subgrupele „mărfuri nealimentare” și „servicii” incluse în coșul indicelui CORE2 ajustat, se succed celei cu privire la extinderea cotei reduse a TVA (9 la sută) la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică implementate începând cu luna iunie 2015, care a avut impact în principal asupra componentei „alimente” din cadrul coșului inflației de bază.

determinate de formarea unui exces de cerere în a doua parte a acestuia, în contextul dinamizării previzionate a cererii interne. Anticipațiile inflaționiste, care reflectă, la rândul lor, efectele de runda întâi ale măsurilor fiscale menționate, sunt proiectate la valori situate sub limita inferioară a intervalului țintei până la finele anului viitor, urmând să reintre în interiorul acestuia după acest orizont. Dinamica anuală a prețurilor de import este proiectată a exercita presiuni inflaționiste în ușoară accentuare asupra ratei anuale a inflației CORE2 ajustat în prima parte a intervalului, îndeosebi pe fondul dinamizării preconizate a prețurilor externe, urmând ca în partea a doua a intervalului aceste presiuni să se reducă⁵.



Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai 2015, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 1,4 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și în sus cu 0,2 puncte procentuale la finele celui viitor. Pentru anul 2015, această reevaluare este în principal rezultatul unui impact de runda întâi mai semnificativ decât cel anticipat în runda precedentă al extinderii cotei reduse a TVA asupra componentei „alimente” din cadrul coșului inflației de bază. Pentru anul 2016, revizuirea în sus se datorează în principal unui exces

⁵ Îndeosebi pe fondul disipării treptate a șocului ocazionat de deprecierea recentă semnificativă a euro față de dolarul SUA, care a avut un impact nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra ratei anuale a inflației prețurilor de import.

de cerere preconizat a se forma mai rapid decât se aștepta în runda precedentă și unor presiuni inflaționiste din partea prețurilor de import relativ mai accentuate.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat, recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA, este proiectată la valoarea de 1,2 la sută și de 2 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016 (Tabel 4.3). Această măsură de inflație, care exclude influențele tranzitorii ale șocurilor de natura ofertei, ale măsurilor fiscale menționate, evidențiază presiuni inflaționiste anuale mai ample asupra inflației de bază comparativ cu cele proiectate în raportul din luna mai⁶, cu 0,5 puncte procentuale în 2015 și cu 1,1 puncte procentuale în 2016. Acestea se datorează cu precădere reconfigurării traiectoriei deviației PIB de la nivelul său potențial, afectată de impactul expansionist al măsurilor fiscale anunțate recent de autorități asupra cererii interne.

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

variație anuală (%); sfârșit de perioadă

	2015		2016				2017	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
CORE2 ajustat	-3,0	-3,1	-3,9	0,7	0,8	1,1	2,3	2,5
CORE2 ajustat*	1,2	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	2,3	2,5

*) exclusiv efect runda I TVA

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate în creștere pe parcursul intervalului de prognoză, atingând o dinamică de 7,4 la sută la finele anului 2015 și de 6,2 la sută la sfârșitul anului 2016 (Grafic 4.4). Traectoria acestora este marcată de efecte de bază nefavorabile în contextul

⁶ În cadrul raportului precedent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat diferea de cea recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA în intervalul iunie 2015 – mai 2016 ca urmare a includerii în proiecție a măsurii cu privire la extinderea cotei reduse a TVA care a afectat prețurile subgrupeii „alimente” din coșul inflației de bază. La momentul publicării Raportului asupra inflației din luna mai 2015, măsura cu privire la reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută nu era legiferată. Din acest motiv, în cadrul runde anterioare de prognoză, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și cea netă de impactul de runda întâi al reducerii cotei TVA erau identice începând cu luna iunie 2016 și până la orizontul prognozei.

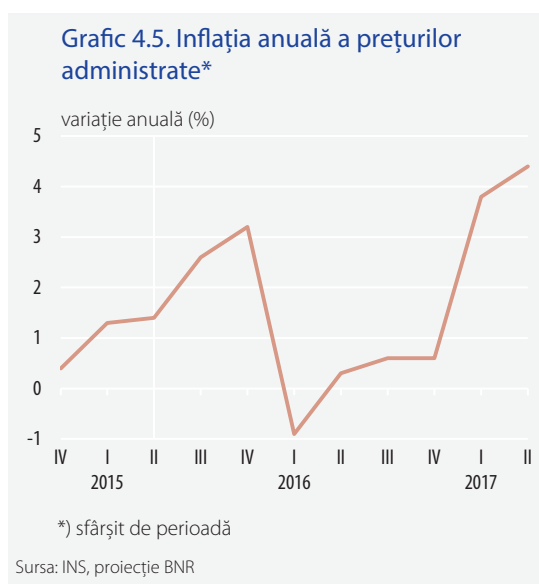
recoltei agricole abundente din vara anului 2014 și al adoptării ipotezei înregistrării unor ani agricoli normali în 2015 și 2016, de epuizarea în luna iunie 2016 a efectului de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA la alimente, precum și de efecte sezoniere specifice acestei grupe. Contribuția componentei la rata anuală a inflației IPC este de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului curent – mai ridicată cu 0,3 puncte procentuale decât cea proiectată în Raportul asupra inflației precedent – și de 0,4 puncte procentuale la finele celui viitor – valoare similară celei anticipate în raportul anterior.



Traectoria ratei anuale a inflației la produsele din tutun și băuturi alcoolice este marcată de reducerea cotei standard a TVA de la 1 ianuarie 2016 și este configurată în principal pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, modificat de măsurile noului Cod fiscal. Astfel, pe lângă reșezarea cuantumului accizelor pentru alcool și băuturi alcoolice – în principal în sensul reducerii acestora –, în anul 2016 este prevăzută și o creștere față de 2015 de 8,5 la sută a accizei totale la 1 000 de țigarete. Începând cu 2017, se menține procedura de indexare a accizelor aferente acestor categorii de produse cu inflația medie anuală din luna septembrie a anului anterior. Contribuția anticipată a dinamicii prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice la inflația anuală IPC este de 0,2 puncte procentuale la finele anului 2015, nivel similar celui din Raportul

asupra inflației din luna mai, și aproximativ nulă la sfârșitul anului 2016, sub nivelul corespunzător exercițiului anterior de prognoză.

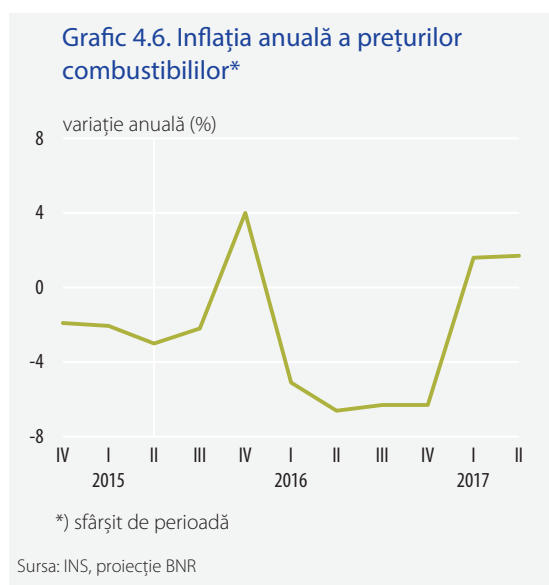
Scenariul privind evoluția prețurilor administrate încorporează informațiile provenite de la autoritățile de profil, adăugate celor mai recente evoluții ale diferitelor categorii de prețuri administrate. Dinamica anuală a grupei este prognozată la valoarea de 3,2 la sută la sfârșitul lui 2015 și de 0,6 la sută la finele anului viitor (Grafic 4.5). Proiecția a fost ajustată în sus cu 0,2 puncte procentuale pentru anul în curs, în principal pe fondul revizuirii dinamicii privind evoluția subgrupeii „gaze naturale” în luna iulie⁷. Pentru anul viitor, dinamica grupei a fost revizuită semnificativ în sens descendent cu 3,1 puncte procentuale sub impactul reducerii cotei standard a TVA la 1 ianuarie 2016.



Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată în ușoară creștere pe parcursul anului 2015, atingând 4 la sută la sfârșitul anului 2015, valoare revizuită marginal în sens ascendent cu 0,3 puncte procentuale comparativ cu proiecția precedentă. Începând cu luna ianuarie 2016,

⁷ Pentru luna iulie 2015 este estimată o creștere de circa 11 la sută a prețurilor pentru furnizarea reglementată a gazelor naturale la clienții casnici. Pentru detalii a se consulta Comunicatul ANRE din data de 1 iulie 2015 cu privire la prețurile pentru furnizarea reglementată a gazelor naturale la clienți, disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-01-07-2015-aprobare-preturi-furnizare-reglementata-gaze-naturale-clienti-casnici>.

dinamica grupei este proiectată la valori negative în principal pe fondul reducerii cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 sută și al diminuării nivelului accizelor aplicabile acestei categorii de produse. Influențe de sens invers provin din partea dinamicii pozitive a prețului petrolului, precum și a reînscriserii anticipațiilor privind inflația pe o traiectorie crescătoare. Rata anuală a inflației prețurilor combustibililor este preconizată a atinge -6,3 la sută la sfârșitul anului 2016, fiind revizuită în scădere cu 8,1 puncte procentuale comparativ cu proiecția anterioară (Grafic 4.6).



Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2015	2016
Prețuri administrate	0,6	0,1
Combustibili	0,3	-0,5
Prețuri LFO	0,5	0,4
CORE2 ajustat	-1,9	0,7
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,0

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

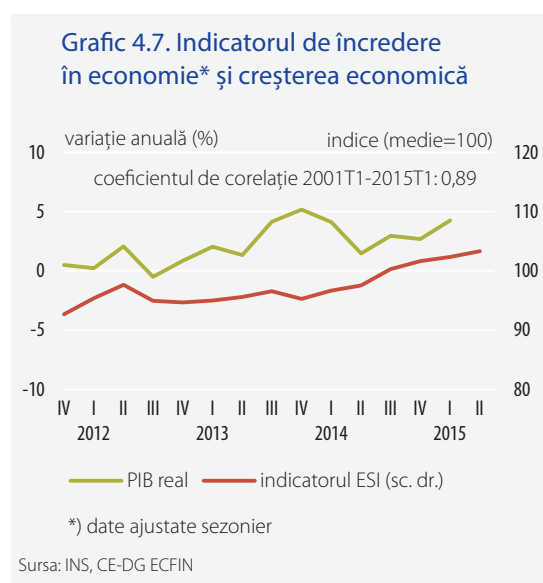
Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale unor alimente (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de

1,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2015 – cu 0,3 puncte procentuale mai ridicată comparativ cu raportul precedent – și nulă la finele celui viitor – cu 1,3 puncte procentuale mai redusă față de proiecția anterioară (Tabel 4.4).

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁸

Deviația PIB

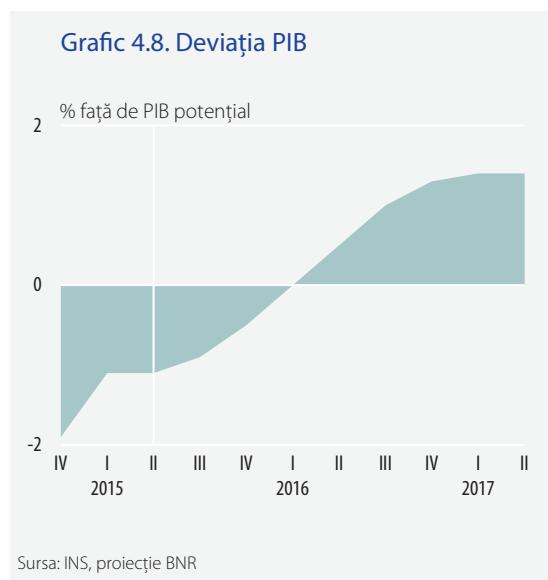
Conform INS⁹, în trimestrul I 2015 PIB real ajustat sezonier a crescut cu 1,5 la sută față de trimestrul anterior, variația corespunzătoare în termeni anuali fiind de 4,3 la sută. Evoluția unor indicatori macroeconomici reprezentativi sugerează menținerea dinamicii trimestriale a PIB real în teritoriu pozitiv și pe parcursul trimestrului II 2015, însă cu un ritm trimestrial în atenuare: comparativ cu trimestrul anterior, indicatorul de încredere în economie a crescut în trimestrul II 2015 cu 0,9 puncte (Grafic 4.7), iar comerțul cu amănuntul (cu excepția auto-moto) a înregistrat o creștere de 1,7 la sută în perioada aprilie-mai; pe de altă parte, indicele producției industriale s-a menținut în perioada aprilie-mai la un nivel similar mediei trimestrului I.



⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.

⁹ Comunicatul nr. 166 din 7 iulie 2015.

Dinamica stocului de capital și cea a forței de muncă sunt proiectate a îngloba pe parcursul anului curent și al celui următor creșterile recente și cele prognozate ale volumului de investiții, respectiv ale gradului de ocupare, cu efecte anticipat favorabile asupra evoluției PIB potențial. La rândul său, dinamica productivității totale a factorilor este proiectată a se menține pozitivă, susținută de programele de perfecționare profesională și de re tehnologizare a facilităților de producție, a căror finanțare va beneficia de evoluția anticipată favorabilă a ratelor reale ale dobânzilor și de eforturile de continuare a absorbției fondurilor structurale și de coeziune. În acest cadru rămân însă marcante incertitudinile asociate perspectivelor mediului extern și volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor emergente din regiune, cu potențial de a abate dinamica factorilor de producție de la evoluțiile menționate anterior.



Deviația negativă a PIB din trimestrul I 2015 este evaluată la o valoare semnificativ mai redusă față de cea din runda anterioară de proiecție, sub impactul cumulat al evoluției pozitive excepționale a PIB real în trimestrul I 2015 și al reevaluării determinanților deviației PIB. Seria istorică a PIB real ajustat sezonier publicată de INS a suferit revizurii moderate. Deficitul de cerere din trimestrul II 2015 este evaluat a avea o magnitudine similară celui din trimestrul I

(Grafic 4.8), în condițiile persistenței caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale în sens larg, a influenței restrictive a cererii externe și, respectiv, a contribuției aproximativ neutre a componentei discreționare a politicii fiscale (impulsul fiscal). Menținerea magnitudinii deficitului de cerere în trimestrul II 2015 este sugerată și de evoluția unor indicatori corelați cu poziția ciclică a economiei (producția industrială și rata șomajului BIM) situați, în perioada aprilie-mai, la valori apropiate mediilor aferente trimestrului I.

Pe parcursul intervalului de proiecție, valorile negative ale deviației PIB de la nivelul potențial sunt proiectate a cunoaște o atenuare treptată, sensul deviației inversându-se începând cu trimestrul II 2016. Această evoluție reflectă efectele stimulative anticipate din partea impulsului fiscal și a setului condițiilor monetare reale în sens larg, precum și redresarea graduală a cererii externe efective. În aceste condiții, *gap*-ul negativ al PIB va exercita presiuni dezinflaționiste în curs de atenuare pe parcursul anului curent. Cu începere din 2016, *gap*-ul PIB va avansa în teritoriu pozitiv, acționând, *ceteris paribus*, în sensul stimulării creșterii prețurilor bunurilor de consum. Comparativ cu Raportul asupra inflației precedent, revizuirea deviației PIB reflectă impactul substanțial mai stimulativ al componentei discreționare a politicii fiscale, influența mai stimulativă a condițiilor monetare reale pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție, precum și poziționarea ciclică mai favorabilă a cererii externe efective (susținută de conduita politicii monetare a BCE favorabilă impulsării economiei zonei euro).

Scenariul de bază prevede creșterea accelerată a PIB real pe parcursul intervalului de referință, dinamică determinată de evoluția anticipat pozitivă a cererii interne, ca urmare a consolidării tendințelor de creștere a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și a formării brute de capital fix. Dată fiind dinamica mai alertă a importurilor de bunuri și servicii, consistentă cu evoluția prognozată a cererii interne, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este de așteptat a fi negativă, însă marcată de o tendință de ușoară diminuare.

Componentele cererii agregate

Dinamica pozitivă a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este așteptată a se consolida pe parcursul trimestrului II 2015, în contextul reducerii cotei TVA la produsele alimentare, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, cu impact asupra venitului real disponibil al gospodăriilor populației. Această dinamică este coroborată și cu o serie de indicatori corelați cu frecvență înaltă: salariul net real și comerțul cu amănuntul exclusiv auto-moto, care au crescut cu 0,5 la sută și, respectiv, 1,7 la sută în perioada aprilie-mai 2015 față de media trimestrului anterior, iar indicatorul de încredere a consumatorilor, în pofida unei ușoare deteriorări pe parcursul trimestrului II (cu 0,8 puncte), reflectă în continuare o atitudine optimistă. În acest context, în trimestrul II 2015 deviația negativă a acestei componente de la tendința pe termen mediu este evaluată în diminuare față de trimestrul anterior.

Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este evaluat a se plasa în trimestrul II 2015 la un nivel mai ridicat decât cel din trimestrul anterior, însă dinamica acestuia rămâne consistentă cu menținerea deficitului bugetar în limita stabilită cu instituțiile financiare internaționale.

Pe parcursul intervalului de prognoză, consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a crește în ritmuri alerte, susținut de majorarea venitului disponibil real al gospodăriilor populației și de temperarea procesului de ajustare bilanțieră în sectorul privat, pe fondul relaxării condițiilor de creditare și al evoluției ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit, ca urmare a propagării graduale a impactului deciziilor recente de reducere a ratei dobânzii de politică monetară. Majorarea venitului disponibil real al gospodăriilor populației este preconizată pe seama măsurilor de relaxare fiscală implementate și anunțate (reducerea cotei generale a TVA, diminuarea accizelor la principalele produse energetice și reșezarea nivelului acestora pentru alcool și băuturile alcoolice) și a creșterii salariului minim. La acestea se adaugă avansul preconizat al productivității muncii (cu impact pozitiv inclusiv asupra nivelului de ocupare și ulterior a dinamicii

salariale din sectorul privat), sprijinită inclusiv de programele operaționale dedicate finanțate prin intermediul fondurilor europene.

Evoluția formării brute de capital fix în trimestrul II 2015 este așteptată a se menține pozitivă, cu un ritm trimestrial atenuat comparativ cu cel înregistrat în trimestrul I. Această evaluare este coroborată cu dinamica față de trimestrul anterior a unor indicatori precum volumul lucrărilor de reparații capitale (+24,2 la sută în perioada aprilie-mai) și stocul de credite acordate companiilor (+0,9 la sută în termeni reali în trimestrul II), în timp ce volumul lucrărilor de construcții a scăzut (-1,6 la sută în perioada aprilie-mai), iar indicatorii de încredere aferenți operatorilor din industrie, respectiv din construcții, au rămas în trimestrul II aproximativ constanți. Ca urmare, deviația formării brute de capital fix de la tendința pe termen mediu este evaluată a se menține în teritoriu negativ în trimestrul II 2015, însă de o magnitudine mai redusă față de cea din trimestrul anterior.

După dinamicile anuale negative din 2013 și 2014, formarea brută de capital fix este anticipată a înregistra ritmuri pozitive atât în 2015, cât și în 2016, în condițiile preconizării creșterii investițiilor în sectorul privat, în paralel cu anticiparea revenirii creditării și a activității economice în țările partenere externe ale României (susținută de politica monetară expansionistă a BCE) și, respectiv, al continuării eforturilor privind absorbția fondurilor europene destinate investițiilor. Suplimentar, creșterea formării brute de capital fix este așteptată a fi sprijinită de măsurile fiscale anunțate recent (în principal de eliminarea taxei pe construcțiile speciale pentru companii și de reducerea impozitului pe dividende). Caracterul persistent al factorilor cu influență negativă asupra dinamicii medii anuale a investițiilor din ultimii ani¹⁰ este însă indicativ pentru incertitudinea aferentă evoluției formării brute de capital fix pe parcursul intervalului de prognoză.

¹⁰ Între posibili factori cu influență negativă asupra dinamicii medii anuale a investițiilor în perioada 2013-2014 se numără infrastructura deficitară (a se vedea, de exemplu, aprecierile formulate de FMI în Raportul de țară nr. 15/80 – martie 2015) și incertitudinile privind unele evoluții externe, cu impact negativ asupra investițiilor străine directe.

Estimarea evoluției trimestriale a exporturilor de bunuri și servicii în trimestrul II 2015 sugerează o menținere a dinamicii pozitive a acestora. Această evaluare este susținută de anticiparea unei creșteri economice moderate, atât în zona euro, cât și în UE pe ansamblu, pe fondul conduitei acomodative a politicii monetare a BCE și al îmbunătățirii încrederii în economia zonei euro și cea a UE (creștere cu 1,1 puncte, respectiv 0,8 puncte a indicatorului de încredere în economie, comparativ cu trimestrul I 2015). La rândul lor, importurile de bunuri și servicii din trimestrul II 2015 sunt așteptate să înregistreze o dinamică pozitivă, pe fondul creșterii preconizate a cererii interne și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției anticipate a exporturilor. Totuși, evoluția importurilor de bunuri și servicii din acest trimestru va cunoaște o decelerare față de cea înregistrată în trimestrul precedent, evaluare consistentă cu cea a dinamicii celorlalte componente ale cererii agregate. În aceste condiții, deviația de la tendința pe termen mediu este evaluată a se menține în teritoriu pozitiv atât în cazul importurilor, cât și al exporturilor.

Dinamica anuală a exporturilor se va menține pozitivă pe parcursul intervalului de prognoză, sub ipoteza persistenței câștigurilor în plan structural înregistrate pe parcursul ultimilor ani¹¹. Prognoza privind evoluțiile anuale ale exporturilor reflectă redresarea graduală a cererii externe și, pe termen mediu, diminuarea exporturilor de produse agroalimentare, în contextul ipotezei înregistrării unor producții agricole situate la nivel normal. Date fiind evoluțiile la zi, la data elaborării raportului, apreciem că tensiunile geopolitice dintre Rusia și Ucraina nu sunt de natură a reprezenta un risc la adresa exporturilor românești, având în vedere expunerea directă redusă a României. Cu toate acestea, o escaladare a conflictului ar putea exercita efecte negative, mai ales pe canale indirecte, posibil a afecta cererea externă adresată produselor de export românești. Dinamica anuală a importurilor este proiectată a fi superioară celei a exporturilor

¹¹ Ponderea grupei „Mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport” în total exporturi FOB ale României s-a menținut la valori de cel puțin 40 la sută în perioada postcriză. Pe termen mediu, performanța acestui sector este condiționată de factori precum extinderea capacității productive, îmbunătățirea infrastructurii, evoluția cererii externe.

pe parcursul intervalului de prognoză, evoluție determinată de creșterea anticipată semnificativă a cererii interne.

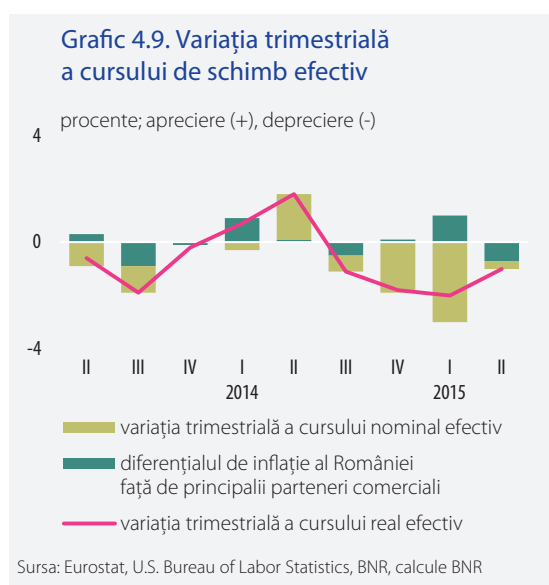
Deficitul contului curent al balanței de plăți s-a poziționat în anul 2014 la 0,4 la sută din PIB nominal (în diminuare față de anul precedent), pe fondul înregistrării unui excedent al balanței bunurilor și serviciilor, evoluție care a compensat adâncirea deficitului balanței veniturilor. Pe intervalul de proiecție, deficitul de cont curent va cunoaște o inversare a tendinței persistente de închidere înregistrată în perioada postcriză. Principalul factor determinant al deschiderii prognozate a deficitului de cont curent este dinamica accelerată a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, susținută de măsurile anticipate de relaxare fiscală. În aceste condiții, ponderea deficitului de cont curent în PIB este prognozată a se poziționa în jurul valorii de 2 la sută la finele anului viitor. Deși nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi, pe termen scurt, adecvate, redeschiderea acestuia pe seama deficitului bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse la adresa echilibrelor macroeconomice interne pe termen mediu.

Condițiile monetare în sens larg

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

Ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi ale clienților nebankari au continuat să scadă în termeni nominali și în trimestrul II 2015, inclusiv ca urmare a impulsului propagat în timp al reducerilor ratei dobânzii de politică monetară. Cumulat, impactul deviațiilor de la trenduri ale ratelor

reale ale dobânzilor asupra activității economice din trimestrul II 2015 este evaluat a-și accentua caracterul stimulativ.

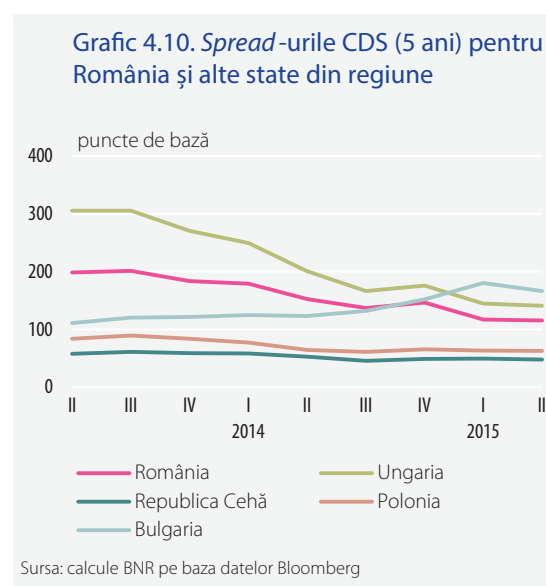


Pe parcursul trimestrului II 2015, comparativ cu trimestrul anterior, moneda națională s-a depreciat ușor în termeni nominali efectivi, ca urmare a evoluției față de dolarul SUA, depreciere atenuată parțial de aprecierea ușoară a leului în raport cu euro (Grafic 4.9). Având în vedere contribuția pozitivă a diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali, leul a înregistrat o depreciere și în termeni reali efectivi¹². În acest context, prin intermediul canalului exporturilor nete, impactul cursului de schimb real efectiv asupra cererii agregate din trimestrul III 2015 este evaluat a rămâne stimulativ.

În pofida manifestării cu intensitate sporită a tensiunilor cu privire la criza datoriei elene pe finalul lunii iunie, media cotațiilor *Credit Default Swap* (CDS) a stagnat în trimestrul II 2015, indicând un grad de risc asociat economiei naționale similar celui din trimestrul anterior (Grafic 4.10). Într-un context financiar global caracterizat de o aversiune la risc relativ similară cu cea aferentă trimestrului I

¹² Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza ratelor de schimb dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

2015¹³, măsurile de relaxare cantitativă adoptate de BCE ar putea avea ca efect menținerea și chiar îmbunătățirea în unele cazuri a percepției riscului suveran asociat statelor din regiune. În cazul României, prima de risc suveran este evaluată a se menține ușor sub tendința pe termen mediu, în paralel cu poziționarea sub nivelul de echilibru a ratei reale a dobânzii externe; cumulat, aceste evoluții exercită influențe stimulative asupra cererii agregate interne. În structura efectului de avuție și de bilanț, contribuțiile menționate sunt contrabalansate doar parțial de cea aferentă evoluției anticipate a cursului de schimb real efectiv. Prin urmare, efectul de avuție și de bilanț din trimestrul II 2015 este anticipat a exercita în continuare un impact stimulativ asupra activității economice din trimestrul următor.



Pe ansamblu, condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul II 2015 sunt evaluate a exercita o influență stimulativă asupra activității economice pe parcursul trimestrului următor, având ca efect, *ceteris paribus*, diminuarea presiunilor dezinflaționiste induse prin intermediul deficitului de cerere agregată. În structura acestora, impactul favorabil provine din partea tuturor subcomponentelor.

¹³ Aprecierea are la bază evoluția indicatorului de aversiune globală la risc calculat de BCE (cuantificat cu ajutorul analizei componentelor principale ce încorporează cinci indicatori de aversiune la risc – Commerzbank Global Risk Perception, UBS FX Risk Index, Westpac's Risk Appetite Index, BoA ML Risk Aversion Indicator și Credit Suisse Risk Appetite Index).

Condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a rămâne stimulative la adresa activității economice pe întregul interval de prognoză. Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, corespunzător țintei staționare de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, contribuind prin aceasta la crearea condițiilor necesare revigorării activității de creditare și creșterii economice sustenabile.

Consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, impactul cumulat al deviațiilor de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denumite în lei este preconizat a fi stimulativ la adresa cererii agregate. O influență în același sens, cu intensitate anticipată a se diminua pe parcursul intervalului de prognoză, va fi exercitată, prin canalul exporturilor nete, de evoluția cursului de schimb real efectiv. La evoluția condițiilor monetare reale în sens larg va contribui și efectul de avuție și de bilanț, pe seama poziționării la niveluri reduse a ratei dobânzii externe sub influența relaxării politicii monetare a BCE.

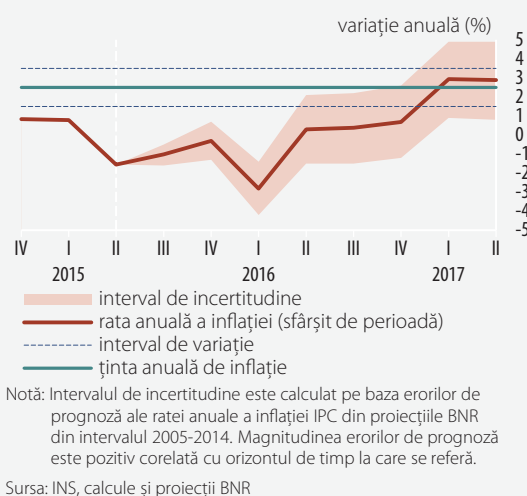
1.4. Riscuri asociate proiectiei

Balanța riscurilor la adresa proiectiei ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă de scenariul de bază (Grafic 4.11). Riscurile identificate sunt asociate atât evoluțiilor mediului extern, cât și unor factori interni.

Pe plan extern, continuă să prezinte relevanță modul de gestionare a crizei datoriei suverane a statului grec după acordul liderilor zonei euro privind negocierea unui al treilea program de asistență financiară, incertitudinile ridicate privind perspectivele de evoluție a economiilor zonei euro și a celor emergente majore – cu precădere China, pe fondul recentelor corecții de amploare ale cotațiilor bursiere –, persistența tensiunilor geopolitice generate de criza ucraineană, precum și probabilitatea sporită de manifestare a unor divergențe în conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii în cursul

următoarelor opt trimestre¹⁴. Sursele de risc enumerate nu sunt independente, manifestarea simultană a mai multora dintre acestea fiind susceptibilă de a conduce la abateri mai ample ale variabilelor macroeconomice de la traiectoriile acestora din scenariul de bază, efectele adverse fiind strict condiționate de reziliența economiei naționale la astfel de șocuri¹⁵.

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



În situația materializării unor riscuri generate de aceste surse, efectele asupra economiei interne ar urma să fie transmise atât prin intermediul canalului comercial (cererea pentru bunurile de export românești), cât și al celui care vizează apetitul la risc al investitorilor. O realocare a portofoliilor de investiții adresate piețelor financiare regionale și, implicit, o creștere a volatilității fluxurilor de capital adresate economiei românești ar avea drept consecință fluctuații neprevăzute ale cursului de schimb al leului. Dată fiind preferința investitorilor pentru economii emergente unde ajustarea principalelor dezechilibre macroeconomice s-a produs sau se află în derulare, precum și pentru țările cu programe de reforme structurale, progresele realizate de România în acest sens în ultimii ani sunt de natură a atenua efectele

¹⁴ Orientarea BCE către o politică monetară persistent acomodativă în contextul implementării programului extins de achiziționare de active și, respectiv, anticiparea posibilei renunțări la această conduită de către Fed.

¹⁵ Un indicator relevant pentru reziliența economiei românești la șocuri externe este gradul de consistență a politicilor economice interne (fiscal-bugetară, monetară, structurală).

nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale. Încrederea investitorilor este însă condiționată de menținerea consistenței politicilor economice adoptate.

Astfel, pe plan intern, prezintă în continuare relevanță incertitudinile privind implementarea consecventă a mixului adecvat de politici macroeconomice și accelerarea reformelor structurale în conformitate cu calendarul stabilit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială). Componenta mixului intern de politici macroeconomice, considerată a prezenta cea mai mare relevanță ca sursă de risc la adresa scenariului de bază, este conduita politicii fiscale, asigurarea pe termen mediu a sustenabilității finanțelor publice, în acord cu poziționarea economiei în cadrul ciclului de afaceri, fiind esențială pentru menținerea unui mediu macroeconomic stabil. Astfel, în contextul retrimiterii de către Președintele României pe 17 iulie 2015¹⁶ a proiectului de lege privind noul Cod fiscal spre reexaminare Parlamentului, se mențin incertitudinile referitoare la forma finală a setului măsurilor de relaxare fiscale care urmează a intra în vigoare, precum și la calendarul aplicării acestora și la impactul asupra variabilelor macroeconomice proiectate. Proiectul noii legi a salarizării pentru personalul plătit din fonduri publice constituie o altă sursă de risc la adresa coordonatelor proiecției curente, având în vedere amplitudinea majorărilor salariale preconizate. Implementarea prevederilor acestui proiect de lege, suprapusă celorlalte măsuri de relaxare fiscală programate, ar conduce la depășirea semnificativă a parametrilor fiscali asumați de România în cadrul tratatelor europene de guvernanță fiscală. Într-o asemenea situație, atât traiectoria ratei inflației, cât și cea a creșterii economice ar urma să devieze semnificativ de la cele din scenariul de bază, putând da naștere unor dezechilibre dificil de corectat ulterior.

În lipsa unor repere clare din partea autorităților referitoare la dimensiunea și ritmul ajustărilor aferente prețurilor gazelor naturale și energiei electrice pentru consumatorii finali, continuă să

persiste unele incertitudini inerente cu privire la dinamica întregii grupe a prețurilor administrate. Balanța riscurilor asociate este apreciată a fi relativ echilibrată pe intervalul proiecției, date fiind revizuirile operate recent asupra acestor categorii de prețuri.

Balanța riscurilor provenind din partea evoluției viitoare a prețurilor alimentare volatile este evaluată ca fiind înclinată în sus, date fiind condițiile agrometeorologice nefavorabile din acest an, cu impact negativ asupra prețurilor noii oferte de legume și fructe, în contextul în care scenariul de bază prevede ipoteza înregistrării unor ani agricoli normali în 2015 și 2016.

În ceea ce privește riscurile induse de traiectoria viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice la adresa perspectivelor privind inflația, balanța acestora este apreciată de asemenea a rămâne relativ echilibrată, în condițiile în care nu se anticipează producerea unor evenimente care să conducă la evoluții de amploare, diferite de cele avute în vedere în scenariul de bază, ale cererii, respectiv ofertei globale de asemenea bunuri.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor BNR, rata anuală a inflației s-a menținut în primele două luni ale trimestrului II 2015 sub limita de jos a intervalului țintei staționare, iar în iunie, ca urmare a extinderii aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică¹⁷, a intrat în teritoriul negativ, coborând la -1,55 la sută. Nivelul atins – nou minim istoric al perioadei post-1990 – a fost inferior celui prognozat, reflectând un grad relativ mai ridicat de transferare imediată a reducerii cotei TVA asupra indicelui prețurilor de consum, conjugat cu efectele generate de deficitul persistent de cerere agregată – aflat, însă, într-o restrângere progresivă –, de inflația joasă din zona euro/UE și de anticipațiile inflaționiste scăzute.

¹⁶ Ulterior finalizării, pe 15 iulie a.c., a scenariului de bază al proiecției macroeconomice.

¹⁷ Prin implementarea acestei măsuri, cota TVA s-a redus de la 24 la sută la 9 la sută pentru produse și servicii ale căror prețuri reprezintă circa 81 la sută din prețurile categoriei „produse alimentare, băuturi nealcoolice și servicii de alimentație publică” a coșului de consum.

Influența acestora a fost doar în mică măsură contrabalansată de impactul de sens opus exercitat de relativa accelerare pe parcursul trimestrului a dinamicii anuale a prețurilor volatile și a ritmului anual de creștere a prețurilor administrate.

Într-un asemenea context, actualizarea proiecției evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu pornind de la ipoteza implementării începând cu anul 2016 a principalelor măsuri de relaxare fiscală prevăzute de noul Cod fiscal¹⁸ are ca rezultat o modificare de proporții a *pattern*-ului și structurii inflației așteptate în raport cu precedentă prognoză trimestrială¹⁹. Astfel, în condițiile suprapunerii începând cu 1 ianuarie 2016 a anticipatului efect temporar exercitat de reducerea cotei standard a TVA peste cel deja manifest decurgând din scăderea cotei TVA pentru toate produsele alimentare, traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației coboară mult mai adânc în teritoriul negativ și își prelungește aici șederea până în trimestrul II 2016²⁰; totodată, în pofida corecției ascendente semnificativ mai ample pe care o consemnează odată cu epuizarea impactului tranzitoriu al primei reduceri a cotei TVA, ea rămâne până la finele anului 2016 mult sub limita de jos a intervalului țintei, atingând în decembrie nivelul de 0,7 la sută (1,9 la sută, în prognoza anterioară). Corespunzător acestor evoluții, rata medie anuală a inflației previzionată pentru anii 2015 și 2016 scade la -0,3 la sută și respectiv -0,8 la sută (de la 0 la sută și respectiv 0,8 la sută în proiecția anterioară). În schimb, disiparea la începutul anului 2017 a impactului *pass-through*-ului celei de-a doua reduceri a cotei TVA și al diminuării unor accize, coroborată cu revenirea simultană în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale previzionate a prețului combustibililor, propulsează rata anuală prognozată a inflației la valori semnificativ mai înalte – plasate în jumătatea superioară a intervalului de variație al țintei staționare (la 2,9 la sută).

¹⁸ Acestea includ: (i) reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută; (ii) scăderea nivelului accizelor aplicate principalelor produse energetice și reșezarea nivelului celor pentru alcool și băuturile alcoolice; (iii) reducerea impozitului pe dividende de la 16 la sută la 5 la sută; (iv) eliminarea impozitului pe clădirile speciale.

¹⁹ Raportul asupra inflației, mai 2015.

²⁰ La finalul trimestrului I 2016, aceasta este anticipată să atingă nivelul de -2,8 la sută – un nou minim istoric.

Remodelarea substanțială a *pattern*-ului prognozat al inflației totale are ca resort major relativa amplificare a inflexiunilor traiectoriei ratei anuale previzionate a inflației CORE2 ajustat, care, în prima parte a orizontului proiecției, coboară și se menține sub nivelul de -3 la sută, pentru ca spre finalul său (trimestrul II 2017) să crească la 2,5 la sută. Comportamentul așteptat al inflației de bază reflectă, pe de o parte, efectele dezinflaționiste mai mari anticipate a fi exercitate pe termen scurt de măsurile fiscale²¹ și, pe de altă parte, influențele de sens opus ce decurg din perspectiva inversării în devans – respectiv în primul trimestru al anului 2016 – a poziției ciclice a economiei, implicând reparația și creșterea graduală ulterioară a excedentului de cerere agregată și a presiunilor sale inflaționiste; evidențierea clară a acestora este însă împiedicată temporar de manifestarea efectelor directe ale măsurilor fiscale²². Perspectiva are ca premise și ipoteze majore: (i) recenta accelerare a creșterii economice, în principal pe seama consumului gospodăriilor populației; (ii) prelungirea dinamicii relativ ridicate a câștigurilor salariale, inclusiv pe fondul majorării etapizate a salariului minim brut pe economie, ce contribuie, alături de reducerile succesive ale cotei TVA, la continuarea creșterii venitului disponibil real al populației; (iii) imprimarea unei atitudini pronunțat prociclice politicii fiscale în 2016; (iv) prezervarea caracterului ușor stimulativ al condițiilor monetare reale și revigorarea activității de creditare, precum și (v) consolidarea redresării economice în zona euro/UE și pe plan global.

Caracteristicile noii prognoze a evoluțiilor macroeconomice, precum și cerința prezervării în contextul prefigurată a coerenței mixului de politici macroeconomice, dar și a gradului relativ ridicat de sincronizare cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune/zona euro, reclamă o adevărată prudență a conduitei politicii monetare a BNR în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie

²¹ În condițiile relativei creșteri a *pass-through*-ului imediat al extinderii aplicării cotei reduce de TVA și ale prefigurării reducerii cotei standard a TVA.

²² Prin excluderea efectelor directe previzionate ale acestor măsuri fiscale, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat crește în decembrie 2016 la 2 la sută (față de 1,1 la sută, actualul nivel proiectat), iar cea a inflației totale, la 2,4 la sută.

la realizarea unei creșteri economice sustenabile. O asemenea configurare a politicii monetare este cu atât mai justificată cu cât actuala modificare de proporții a perspectivei inflației se petrece într-o conjunctură internațională marcată de tensiuni și incertitudini semnificative – generate cu precădere de criza din Grecia –, iar natura resorturilor ei sporește incertitudinile privind acordurile României cu instituțiile internaționale, implicit riscurile de neîndeplinire a angajamentelor asumate în sfera consolidării fiscale, a reformelor structurale și a atragerii de fonduri europene.

Din această perspectivă, deosebit de preocupante pentru banca centrală sunt riscurile majore la adresa evoluției viitoare a inflației induse de potențiala creștere substanțială a salariilor din sectorul bugetar²³ – de natură să amplifice considerabil gradul de relaxare a politicii fiscale, dar și să exercite efecte de demonstrație asupra salariilor din sectorul privat²⁴ – conjugată cu posibila persistență a întârzierilor în realizarea investițiilor publice, a reformelor structurale și în atragerea de fonduri europene, ce ar afecta sever potențialul de creștere și competitivitatea economiei românești. Potențialul inflaționist al unui asemenea context ar decurge prioritar din relativa accentuare a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial, precum și a decalajului dintre dinamica câștigurilor salariale și cea a productivității muncii, implicând o accelerare a creșterii costurilor unitare cu forța de muncă ale companiilor; acestora li s-ar alătura o foarte probabilă adâncire mai consistentă a deficitului de cont curent, inclusiv în condițiile relativei dinamizării a importurilor de bunuri de consum, precum și o posibilă deteriorare a percepției investitorilor străini asupra economiei și pieței financiare românești, cu implicații nefavorabile asupra primei de risc suveran, a costurilor de finanțare externă și a comportamentului cursului de schimb al leului. Prin multitudinea și magnitudinea consecințelor adverse pe care le-ar avea eventuala lor materializare, aceste

riscuri sunt preocupante pentru banca centrală indiferent de proporția implementării măsurilor de relaxare fiscală prevăzute de noul Cod fiscal – caracterizată în prezent printr-un grad semnificativ de incertitudine.

În ceea ce privește incertitudinile și riscurile la adresa perspectivei inflației ce provin din mediul extern, cele mai relevante sunt generate de criza prelungită din Grecia și de divergența în creștere a conduitelor politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii, dar și de tensiunile geopolitice persistente și de situația economică a Chinei. Prin influențarea apetitului global pentru risc, a percepției investitorilor asupra economiei naționale, precum și a atractivității relative a plasamentelor pe diferite piețe financiare, evoluțiile din aceste sfere ar putea antrena variații ample ale fluxurilor de capital orientate spre economia românească, implicit fluctuații semnificative ale cursului de schimb RON/EUR și/sau RON/USD, mai cu seamă pe fondul unei eventuale deteriorări a fundamentelor interne. Simultan sau cu un anumit decalaj de timp, acestea ar putea exercita, însă, și efecte de sens opus asupra poziției ciclice a economiei interne²⁵, implicit asupra inflației, prin modificările pe care le-ar induce în dinamica activității economice, în caracterul condițiilor financiare și în comportamentul inflației din zona euro și din statele din regiune – implicit în evoluția exporturilor și prețurilor de import ale României.

O importantă sursă externă de incertitudini și riscuri la adresa perspectivei inflației rămâne în actualul context și evoluția viitoare a prețului internațional al petrolului, capabilă să exercite efecte divergente semnificative asupra economiei naționale și a inflației, cu precădere pe orizonturi diferite de timp. Astfel, o evoluție mai temperată a prețului petrolului în raport cu previziunile, coroborată cu o eventuală apreciere sub așteptări a dolarului SUA²⁶, ar fi de natură să amplifice pe termen scurt influența dezinflaționistă a prețului intern al combustibililor

²³ Conform programului de implementare a prevederilor noului proiect al Legii salarizării – publicat recent – salariile din sectorul public vor crește etapizat, în perioada 2015-2017, cu circa 70 la sută.

²⁴ Mai cu seamă în ipoteza unei tensionări viitoare a pieței muncii.

²⁵ Prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii, precum și al efectului de avuție și bilanț al ratei de schimb.

²⁶ În raport cu moneda europeană.

și a altor importuri, dar să și stimuleze, pe orizontul mai îndepărtat de timp, atât cererea internă²⁷, cât și cererea externă adresată economiei naționale. O creștere peste așteptări a componentei externe a cererii agregate ar putea decurge și dintr-o redresare mai viguroasă a economiilor statelor europene, pe fondul măsurilor de politică monetară implementate de BCE și al deprecierii acumulate de euro în raport cu dolarul SUA.

Având în vedere amplificarea pe termen scurt a impactului dezinflaționist tranzitoriu anticipat a fi exercitat de măsurile fiscale, dar și perspectiva acumulării pe termen mediu a unor presiuni

inflaționiste – în condițiile previzionării închiderii mai rapide a deficitului de cerere agregată, succedată de deschiderea și creșterea graduală a unui excedent de cerere agregată, precum și ale majorării costurilor unitare cu forța de muncă –, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 august 2015, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

²⁷ Prin scăderea costurilor de producție și sporirea venitului real disponibil al populației.

Abrevieri

ANCPI	Agenția Națională de Cadastru și Publicitate Imobiliară
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
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
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
EIA	Departamentul pentru energie al SUA
ESI	indicatorul de încredere în economie
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FMI	Fondul Monetar Internațional
FNGCIMM	Fondul Național de Garantare a Creditelor pentru Întreprinderi Mici și Mijlocii
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MDRAP	Ministerul Dezvoltării Regionale și Administrației Publice
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar (metodologie BPM6)	35
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	36
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	41
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	43

Lista graficelor din text

Grafic 1	Previziuni privind evoluția inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2	Contribuții la rata anuală a inflației	14
Grafic 1.3	Așteptările operatorilor economici privind inflația	14
Grafic 1.4	Rata medie anuală a IAPC	15
Grafic 2.1	Cererea	16
Grafic 2.2	Achiziții de mărfuri și servicii	16
Grafic 2.3	Investiții	17
Grafic 2.4	Oferta	18
Grafic 2.5	Contribuția productivității muncii la dinamica PIB real	19
Grafic 2.6	Indicele inovării	19
Grafic 2.7	Compoziția forței de muncă după nivelul de instruire	20
Grafic 2.8	Efectivul salariaților din economie	20
Grafic A	Rata șomajului	21
Grafic B	Curba Beveridge	22
Grafic C	Șomajul structural	22
Grafic D	Insuficient personal calificat	23
Grafic E	Absolvenți de studii superioare	24
Grafic 2.9	Evoluția cotațiilor principalelor materii prime	25
Grafic 2.10	Indicele valorii unitare a importurilor	26
Grafic 2.11	Prețurile producției industriale pentru piața internă	26
Grafic 2.12	Prețurile producției agricole	27
Grafic 2.13	Costurile salariale unitare din industrie	28

Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	31
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	32
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	33
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	33
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	34
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	34
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	36
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	37
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	37
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	39
Grafic 4.2	Previziuni privind evoluția inflației	40
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat excl. efect runda I TVA	41
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	42
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	42
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	43
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	43
Grafic 4.8	Deviația PIB	44
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	47
Grafic 4.10	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	47
Grafic 4.11	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	48

