



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

februarie 2016

Anul XII, nr. 43

Raport asupra inflației

Februarie 2016

NOTĂ

Unele dintre datele statistice au caracter provizoriu, urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.

Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a tabelelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 februarie 2016, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 1 februarie 2016.

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	12
<hr/>	
2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
<hr/>	
1. Cererea și oferta	15
1.1. Cererea	15
1.2. Oferta	17
2. Prețurile de import și prețurile de producție	24
2.1. Prețuri de import	24
2.2. Prețuri de producție	25
<hr/>	
3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	29
<hr/>	
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	31
2.1. Ratele dobânzilor	31
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	33
2.3. Moneda și creditul	35
<hr/>	
4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	37
<hr/>	
1. Scenariul de bază	37
1.1. Ipoteze externe	37
1.2. Perspectivele inflației	38
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	41
1.4. Riscuri asociate proiecției	46
2. Evaluarea de politică monetară	50
<hr/>	
Abrevieri	53
Lista tabelor din text	54
Lista graficelor din text	54

SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În trimestrul IV 2015, rata anuală a inflației IPC a rămas în teritoriu negativ. Date fiind însă ratele lunare pozitive de pe parcursul perioadei, nivelul atins în decembrie, de -0,9 la sută, s-a situat cu 0,8 puncte procentuale peste cel de la finele trimestrului anterior (-1,7 la sută). Rata anuală a inflației a înregistrat valori negative cu începere din luna iunie, sub impactul extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică. În absența acestei măsuri, rata anuală a inflației ar fi revenit în trimestrul IV în interiorul intervalului de variație al țintei de inflație (2,5 la sută \pm 1 punct procentual) și s-ar fi plasat aproape de 2 la sută la finele anului. Sub impactul aceleiași măsuri, rata medie anuală a inflației IAPC¹ a devenit negativă în octombrie 2015, coborând în luna decembrie la -0,4 la sută.

Toate componentele principale ale indicelui agregat au contribuit la atenuarea în trimestrul IV a valorii negative a ratei anuale a inflației IPC. Contribuția cea mai însemnată a avut-o un efect de bază în dinamica anuală a prețurilor combustibililor: declinul din trimestrul IV 2015 al cotațiilor țițeiului pe piețele internaționale a fost de mult mai mică amplitudine decât cel înregistrat în trimestrul corespunzător al anului anterior. Influențe semnificative au fost exercitate de accelerarea creșterii prețurilor la produsele din tutun și băuturi alcoolice și de dinamica negativă în decelerare a prețurilor incluse în indicele CORE2 ajustat². Contribuția de același sens a evoluției prețurilor administrate și a celor volatile ale alimentelor a fost marginală.

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.

Extinderea cotei reduse a TVA la mărfurile alimentare a determinat o reducere inițială mai amplă a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat comparativ cu cea a ratei inflației IPC³. La sfârșitul trimestrului IV, rata anuală a inflației de bază a urcat la -3,1 la sută, de la -3,4 la sută la finele trimestrului III, pe fondul tendinței de reducere a deficitului de cerere, al efectelor anului agricol nefavorabil și al deprecierei în termeni anuali a monedei naționale atât față de euro, cât și față de dolarul SUA. Anticipațiile privind inflația s-au menținut la valori scăzute care reflectă încorporarea informațiilor referitoare la efectele reducerii cotei TVA.

Rata anuală a inflației IPC înregistrate la sfârșitul trimestrului IV s-a situat cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie. Eroarea de prognoză este explicată în principal de scăderea peste așteptări a prețurilor volatile ale alimentelor.

După o temporară atenuare în trimestrul III 2015, dinamica anuală a costurilor salariale unitare în industrie a accelerat puternic în primele două luni ale trimestrului IV, când a avut loc o creștere mai rapidă decât în trimestrul anterior a salariilor în paralel cu reducerea, pe seama unor factori conjuncturali, a productivității muncii. În aceeași perioadă, s-a înregistrat o accelerare însemnată a creșterii salariilor brute și pe ansamblul economiei naționale. Avansul semnificativ mai rapid al câștigurilor salariale comparativ cu cel al productivității pe tot parcursul anului 2015 semnaleză acumularea unor presiuni inflaționiste latente din partea costurilor cu forța de muncă.

³ Ponderele mărfurilor alimentare afectate de măsura fiscală din iunie în coșul de consum este de aproximativ 42 la sută pentru inflația de bază și de aproximativ 31 la sută pentru indicele agregat IPC.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 5 noiembrie 2015, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. În analiza de fundamentare a deciziei au fost subliniate dificultățile suplimentare generate de un context general marcat de incertitudini majore. Actualizarea prognozei trimestriale reconfirma perspectiva menținerii ratei anuale a inflației în teritoriu negativ pe parcursul următoarelor trei trimestre, urmată de revenirea la valori pozitive, plasate sub limita de jos a intervalului țintei până la începutul anului 2017, iar ulterior în interiorul intervalului.

În același timp, au fost identificate riscuri semnificative asociate proiecției. Pe plan intern, procesul de numire a unui nou guvern accentua incertitudinile legate de mixul de politici macroeconomice, mai ales în condițiile în care bugetul pentru anul 2016 era încă neconfigurat. Mediul extern continua să fie marcat de incertitudinile asociate, cu precădere, evoluțiilor economice din China și din alte state emergente majore și posibilității manifestării unor conduite divergente ale politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii.

Ulterior deciziei de la începutul lunii noiembrie, datele statistice aferente sfârșitului lunii au relevat menținerea ratei anuale a inflației în teritoriu negativ, în linie cu prognoza. Reevaluările băncii centrale privind perspectiva pe termen scurt a ratei inflației indicau o traiectorie similară celei proiectate în noiembrie. În același timp, excluzând impactul agriculturii – sector puternic afectat de randamentele scăzute ale culturilor de toamnă – creșterea economică a înregistrat în trimestrul III 2015 cel mai alert ritm anual din perioada postcriză (peste 5 la sută), susținut de expansiunea consumului privat. Se remarcă de asemenea persistența riscurilor și incertitudinilor asociate atât mediului extern, cât și celui intern. În cazul celui din urmă apăreau drept preocupante perspectiva conduitei politicii fiscale și cea a reformelor structurale în contextul anului electoral.

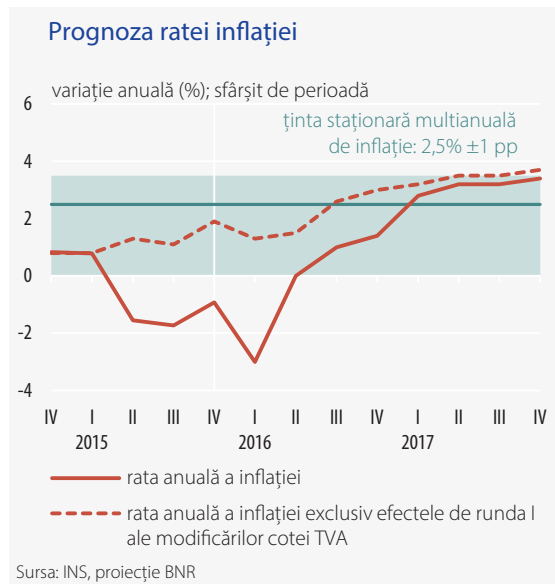
În aceste condiții, în ședința din 7 ianuarie 2016, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. Totodată, în condițiile temperaturii creditării în valută și pentru continuarea procesului de armonizare a mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale din statele membre ale Uniunii Europene, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută la nivelul de 12 la sută, de la 14 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 ianuarie – 23 februarie 2016.

Perspectivile inflației

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

În scenariul de bază curent, rata anuală a inflației IPC este anticipată a rămâne în teritoriu negativ până în luna mai 2016 și a se re poziționa în a doua jumătate a anului la valori pozitive plasate sub limita inferioară a intervalului țintei de inflație. Rata inflației va reveni în interiorul acestuia la începutul anului 2017, unde se va menține până la orizontul proiecției, când va atinge nivelul de 3,4 la sută. În același timp, o măsură alternativă a ratei anuale a inflației IPC, capabilă să evidențieze mai clar presiunile inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali, a fost calculată prin eliminarea efectelor tranzitorii de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA.

Valorile proiectate ale acestui indicator se situează în limitele intervalului asociat țintei pe cvasitotalitatea perioadei de referință, dar pe o traiectorie ascendentă, atingând limita superioară în 2017 și depășind-o marginal (nivel de 3,7 la sută) la finele anului.



Scenariul de bază prevede, după consolidarea creșterii economice în anul 2015, în pofida unei producții agricole sub media pe termen lung, un avans mai rapid în 2016 și 2017, ca rezultat al expansiunii cererii interne. La aceasta va contribui cu precădere creșterea alertă a consumului individual al gospodăriilor populației, susținută de majorarea venitului disponibil real pe seama măsurilor de relaxare fiscală, precum și a creșterilor salariale deja produse și a celor anticipate pentru intervalul de referință. Prognoza prevede o contribuție pozitivă la creșterea economică din partea formării brute de capital fix, în special ca urmare a consolidării creșterii investițiilor în sectorul privat. Se anticipează că aceasta va fi susținută inclusiv de dinamizarea treptată a activității economice în țările partenere externe ale României și de efectele stimulante ale unor măsuri cuprinse în noul Cod fiscal⁴. Proiecția dinamicii favorabile a investițiilor este condiționată însă de ipoteza unei finanțări adecvate, inclusiv prin absorbția fondurilor structurale și de coeziune. Atât consumul, cât și investițiile vor

⁴ De exemplu, reducerea impozitului pe dividende și eliminarea taxei pe construcții speciale.

beneficia de avansul anticipat al creditării interne pe fondul unui set al condițiilor monetare reale prognozate a avea un caracter stimulativ pe întregul interval de referință, dar cu tendință de atenuare în a doua jumătate a acestuia.

Contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este prevăzută a rămâne negativă pe intervalul de prognoză, creșterea importurilor de bunuri și servicii, susținută de expansiunea cererii interne, fiind anticipată a fi mai alertă decât cea a exporturilor. Ca urmare, ponderea deficitului de cont curent al balanței de plăți în PIB nominal este proiectată în creștere pe termen mediu, de la minimele istorice înregistrate recent către niveluri în apropierea valorii de 2 la sută. Pe termen scurt, nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi adecvate și favorabil distribuite din perspectiva distribuției acestora pe fluxuri generatoare versus non-generatoare de noi datorii. Totuși, redeschiderea acestuia pe seama majorării deficitului bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la creșteri ale volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse asupra echilibrelor macroeconomice interne.

Prognoza prevede tranziția, pe parcursul anului curent, a poziției ciclice a economiei de la deficit la exces de cerere, cel din urmă fiind anticipat a se înscrie pe o traiectorie ascendentă până la orizontul proiecției. Față de runda din noiembrie 2015, deviația PIB a fost revizuită la niveluri care implică presiuni inflaționiste mai accentuate în a doua jumătate a intervalului de prognoză. Revizuirea a avut în vedere, pe lângă actualizarea datelor istorice, un efect mai stimulativ al componentei discreționare a politicii fiscale și a celei a veniturilor, creșterea mai rapidă a cererii externe în a doua parte a intervalului de proiecție (susținută de conduita politiciei monetare a BCE) și influența ușor mai stimulativă a condițiilor monetare reale interne.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC se va situa la 1,4 la sută la sfârșitul anului 2016, cu 0,3 puncte procentuale peste valoarea proiectată

în Raportul asupra inflației precedent, și la 3,4 la sută la finele anului 2017. Traectoria prognozată se plasează până la mijlocul anului curent sub cea din runda precedentă și deasupra acesteia pe restul intervalului de referință. Diferențele sunt date de proiectarea în runda curentă a unei contribuții inflaționiste mai ridicate în principal din partea indicelui CORE2 ajustat pe întregul interval de referință, mai mult decât compensate în prima parte a acestuia de revizuirea în jos a contribuției cumulate a celorlalte componente ale IPC.

Sucesiunea rapidă a reducerilor cotelor TVA (la 1 iunie 2015, 1 ianuarie 2016 și 1 ianuarie 2017), cu efecte tranzitorii asupra ratei inflației, explică în mare măsură volatilitatea recentă și așteptată pentru intervalul de proiecție a acesteia, cu potențial de a influența nefavorabil acuratețea prognozelor. Atât la momentele producerii efectelor de runda întâi, cât și la cele ale eliminării acestora din calculul ratei anuale a inflației se produc mișcări bruște în traectoria acesteia. Astfel, rata inflației IPC este anticipată a atinge valori negative cu un minim de -3 la sută până în mai 2016, a crește cu circa 4 puncte procentuale în trimestrul III 2016 și cu încă 1 punct procentual în ianuarie 2017, după care va avansa gradual cu încă 1 punct procentual până la 3,4 la sută la finele anului 2017.

Similar, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a atinge valori negative cu un minim de -4 la sută până în mai 2016, a reveni la 1 la sută în iunie și a se înscrie ulterior pe o traectorie ascendentă, marcată de un salt de +1 punct procentual în ianuarie 2017. Pentru finele anilor 2016 și 2017 sunt proiectate valori de 1,9 la sută și, respectiv, 4,3 la sută. Rata inflației de bază calculată prin excluderea efectelor directe ale măsurilor de reducere a TVA se situează la finele anilor 2016 și 2017 la 2,8 la sută și, respectiv, 4,4 la sută. Tendința ascendentă manifestată pe parcursul intervalului de proiecție este rezultatul intensificării presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali: amplificarea anticipată a excedentului de cerere, ulterior inversării poziției ciclice a economiei, concomitent cu accelerarea dinamicii costurilor salariale unitare; configurația anticipațiilor inflaționiste, prin intermediul cărora se transmit

efectele de runda a doua ale reducerilor TVA; influența prețurilor de import, pe fondul evoluției preconizate a prețurilor externe.

Traectoria proiectată a ratei inflației CORE2 ajustat se plasează pe întregul interval de referință peste cea aferentă prognozei din noiembrie. Aceasta reflectă în principal anticiparea unor presiuni inflaționiste mai accentuate din partea cererii agregate, pe seama reevaluării decalajului dintre dinamica câștigurilor salariale și cea a productivității muncii, și a unei dinamici mai alerte a prețurilor de import.

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

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la traectoria descrisă de scenariul de bază. Riscurile specifice proiecției actuale sunt atribuite cu precădere mediului intern, în timp ce factorii externi își mențin relevanța subliniată în rundele anterioare de prognoză.

Pe plan intern, sunt relevante incertitudinile privind implementarea consecventă a unui mix adecvat de politici macroeconomice și a reformelor structurale deja întârziate, în condițiile în care în intervalul proiecției sunt programate evenimente electorale majore. Din perspectiva politicii fiscale, riscurile la adresa proiecției sunt asociate, pe de o parte, posibilității ca impactul setului de măsuri fiscale implementate și programate să difere de cel evaluat în cadrul scenariului de bază curent, dată fiind incertitudinea privind finanțarea adecvată a creșterii semnificative anticipate a deficitului bugetar în anul curent. Pe de altă parte, este preocupant riscul unor posibile creșteri viitoare ale salariilor în sectorul public care să amplifice gradul deja ridicat de relaxare fiscală într-o măsură incompatibilă cu respectarea parametrilor asumați de România în cadrul tratatelor europene de guvernanță fiscală. În plus, date fiind și potențialele efecte de demonstrație asupra dinamicii salariilor din sectorul

privat, apare riscul ca decalajul manifestat recent între creșterea salariilor pe ansamblul economiei și avansul productivității muncii să se adâncească și să exercite presiuni inflaționiste suplimentare. Relevanța acestor riscuri ar putea fi sporită în condițiile amânării realizării reformelor structurale și a derulării investițiilor publice, precum și în situația insuficienței valorificării a fondurilor europene, cu efecte nefavorabile asupra potențialului de creștere și competitivității economiei românești.

Pe plan extern, în pofida unei recente atenuări a tensiunilor la nivel global, continuă se fie relevante: incertitudinea asociată efectelor manifestării divergențelor dintre conduitele politicii monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii; perspectivele de evoluție a economiilor zonei euro și a celor emergente majore, cu precădere China, având în vedere încetinirea creșterii economice din această țară, cu potențial de accentuare în perioadele viitoare; modul de gestionare pe termen lung a datoriei suverane a Greciei. Materializarea riscurilor provenite din aceste surse ar putea genera efecte nefavorabile transmise preponderent prin canale indirecte asupra economiei românești, prin impactul asupra cererii externe din partea UE, principalul partener comercial al României. În plus, consecințele adverse asupra încrederii investitorilor ar putea determina realocări de portofolii pe plan regional și/sau global și, implicit, fluctuații semnificative ale cursului de schimb al leului, cu efect de reconfigurare a traiectoriei inflației față de cea din scenariul de bază. Din aceste motive, în contextul expirării acordurilor încheiate de România cu Comisia Europeană și FMI, sunt necesare menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor

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

Pentru componentele indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei, este semnificativ în runda actuală de prognoză riscul unor prețuri ale combustibililor mai scăzute decât cele proiectate, având în vedere tendințele recente influențate de creșterea semnificativă a producției și trenarea cererii globale. O sursă de risc cu caracter de noutate, care contribuie la înclinarea balanței riscurilor în sensul unor abateri în sus ale inflației de la scenariul de bază, este măsura⁵ aprobată de autorități cu privire la modalitatea de gestionare a ambalajelor și a deșeurilor rezultate din utilizarea acestora.

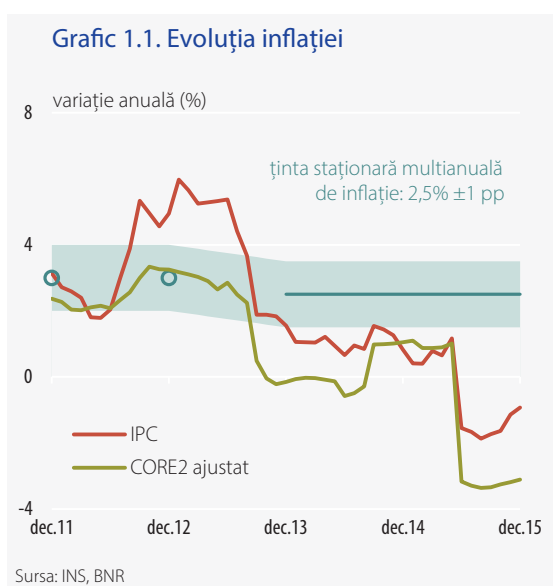
Decizia de politică monetară

Având în vedere divergența traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației și principalii săi determinanți, precum și riscurile la adresa ei induse de potențiala conduită a politicii fiscale și salariale în contextul anului electoral, dar și de incertitudinile privind creșterea economică globală și redresarea economiei zonei euro generate de evoluția economiei Chinei și a altor economii emergente majore, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 februarie 2016, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

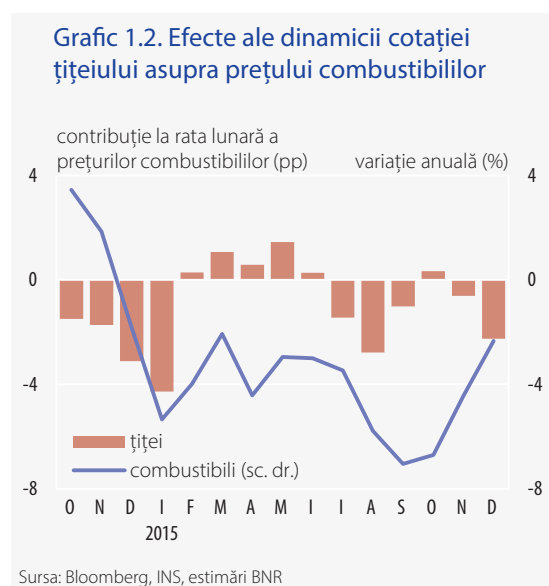
⁵ Legea nr. 249/2015 privind modalitatea de gestionare a ambalajelor și a deșeurilor de ambalaje.

1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

În ultima parte a anului 2015, variațiile lunare observate în nivelul agregat al prețurilor de consum au redevenit pozitive, rata anuală a inflației plasându-se în decembrie la -0,9 la sută, cu 0,8 puncte procentuale peste nivelul înregistrat la sfârșitul trimestrului III. Persistența dinamicii anuale negative este explicată în continuare de extinderea în luna iunie 2015 a sferei de aplicabilitate a cotei reduse de 9 la sută a TVA; în absența acestei măsuri fiscale, rata anuală a inflației ar fi revenit în interiorul intervalului asociat țintei, apropiindu-se de 2 la sută la finele anului. Dincolo de manifestarea unor efecte de bază la nivelul prețului combustibililor, temperarea scăderii prețurilor de consum s-a datorat majorării costurilor cu unele materii prime agricole, deprecierea monedei naționale față de euro, dar și restrângerii alerte a deficitului de cerere agregată în a doua jumătate a anului. Factorii menționați au imprimat, de altfel, și traiectoria inflației de bază CORE2 ajustat, a cărei rată anuală s-a majorat cu 0,2 puncte procentuale, până la -3,1 la sută (Grafic 1.1).

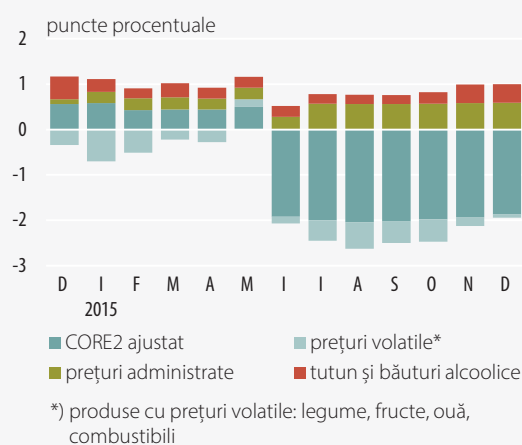


O sursă importantă de volatilitate a indicelui prețurilor de consum este reprezentată de evoluția cotației țițeiului pe piețele internaționale, reflectată rapid și puternic în prețurile combustibililor. Cu toate că prețul țițeiului a continuat să scadă pe parcursul trimestrului IV 2015, în special în luna decembrie, în urma deciziei OPEC de a renunța *de facto* la o țintă privind producția și a eliminării restricțiilor de export ale SUA, disiparea influenței contracțiilor puternice de la finele anului 2014 din cadrul ratei anuale a generat o temperare a dinamicii anuale negative a prețurilor combustibililor (+4,7 puncte procentuale, până la -2,3 la sută, Grafic 1.2), evoluție care explică în bună măsură variația ratei inflației (contribuție de +0,4 puncte procentuale). În ceea ce privește componenta alimentară a prețurilor volatile, rata anuală a crescut marginal (până la 1,7 la sută), pe fondul unor evoluții divergente ale prețurilor legumelor și fructelor – producția agricolă deficitară a antrenat majorări ale prețurilor legumelor pe parcursul trimestrului IV, în timp ce în cazul fructelor oferta autohtonă nu a generat presiuni, recolta fiind mai puțin afectată de condițiile meteo nefavorabile.



O contribuție semnificativă în sensul creșterii prețurilor în trimestrul IV 2015 a revenit segmentului tutun și băuturi alcoolice, rata anuală urcând cu 2,7 puncte procentuale, până la 5,2 la sută (Grafic 1.3). Determinant în acest sens a fost saltul neașteptat al prețurilor țigaretelor, posibil în contextul amânării ajustărilor de prețuri realizate, de regulă, de operatorii de profil în perioada iulie-septembrie și al modificărilor introduse la nivelul impozitelor indirecte începând cu 1 ianuarie 2016.

Grafic 1.3. Contribuții la rata anuală a inflației



Sursa: INS, calcule BNR

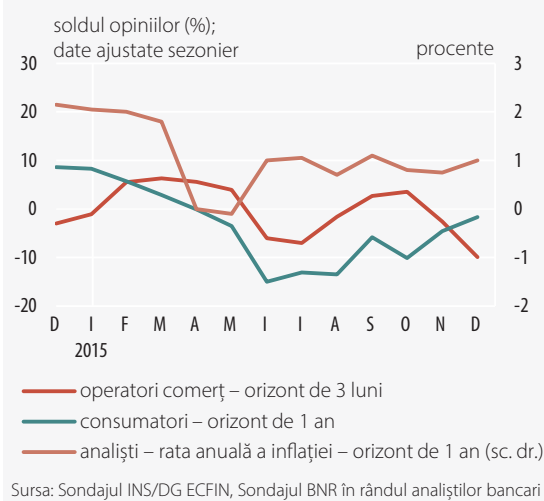
În ceea ce privește prețurile administrate, variația anuală a acestora s-a menținut relativ stabilă pe parcursul trimestrului IV, plasându-se la finele anului 2015 la 3,1 la sută.

Impactul extinderii în luna iunie 2015 a sferei de aplicabilitate a cotei reduce a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică s-a reflectat cu precădere la nivelul inflației de bază CORE2 ajustat (-3,1 la sută rata anuală la decembrie 2015), în condițiile în care măsura fiscală a vizat 42 la sută din coșul de produse aferent acestui indice. Evoluțiile curente relevă însă o tendință de accelerare a inflației de bază în trimestrul IV, ritmurile lunare (în jurul a 0,2 la sută) fiind superioare celor înregistrate în perioada similară a anului anterior (0,1 la sută), dar și celor consemnate în anul 2015 în lunile neafectate de măsuri fiscale (sub 0,1 la sută); factorii explicativi includ restrângerea alertă a deficitului de cerere agregată, pe fondul creșterii puterii de cumpărare a consumatorilor, dar și efectele anului agricol

nefavorabil și deprecierea monedei naționale față de euro. În sens contrar a acționat ajustarea temporar descendentă a anticipațiilor inflaționiste, pe fondul încorporării în așteptări a efectului direct al reducerii cotei standard a TVA în ianuarie 2016.

În structură, tarifele serviciilor de piață au consemnat cea mai amplă modificare, rata anuală majorându-se cu 0,5 puncte procentuale (până la 1,9 la sută), ca urmare a ajustării tarifelor polițelor RCA, în încercarea operatorilor de a recupera pierderile acumulate în ultimii ani. În același sens a acționat și deprecierea monedei naționale față de euro, dată fiind sensibilitatea ridicată a serviciilor de piață la cursul de schimb. Creșteri lunare s-au consemnat și în cazul prețurilor mărfurilor alimentare, în special al celor vizate de producția agricolă deficitară (ulei, zahăr). În schimb, pe segmentul mărfurilor nealimentare, variația anuală a prețurilor a rămas stabilă (+1,5 la sută), în condițiile în care acumularea de presiuni din partea dinamicii alerte a cheltuielilor salariale este în continuare compensată de costurile reduce cu materiile prime.

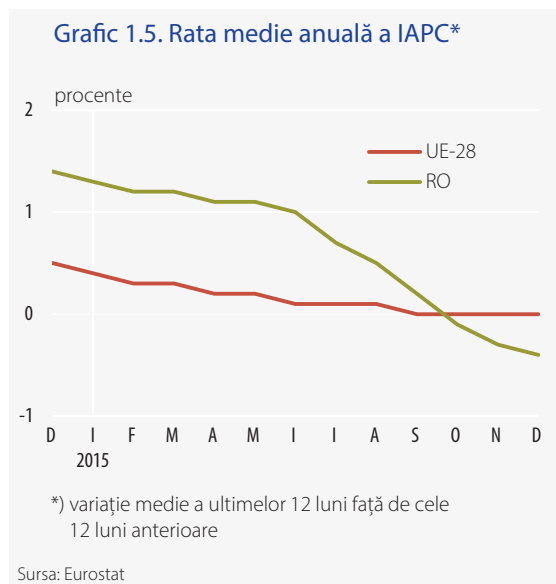
Grafic 1.4. Anticipații privind inflația



Sursa: Sondajul INS/DG ECFIN, Sondajul BNR în rândul analiștilor bancari

Traectoria așteptărilor privind inflația a fost marcată în ultima parte a anului 2015 de continuarea procesului de relaxare fiscală prin reducerea cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016, ajustări descendente fiind vizibile atât în cazul anticipațiilor analiștilor bancari pe orizontul de un an, cât și în cazul consumatorilor și al operatorilor din comerț (Grafic 1.4). În ceea ce privește ceilalți

agenți economici, sondajul INS/DG ECFIN indică o relativă stabilitate a prețurilor în industrie și servicii și o creștere ușoară în sectorul construcțiilor.



Rata medie anuală a IAPC a devenit negativă începând cu luna octombrie, coborând până la -0,4 la sută la finele anului 2015, ca urmare a creșterii graduale a importanței efectului statistic asociat extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduse de 9 la sută a TVA din luna iunie în calculul ratei medii. Prin urmare, ecartul față de media UE a devenit negativ, coborând în luna decembrie la -0,4 puncte procentuale (Grafic 1.5).

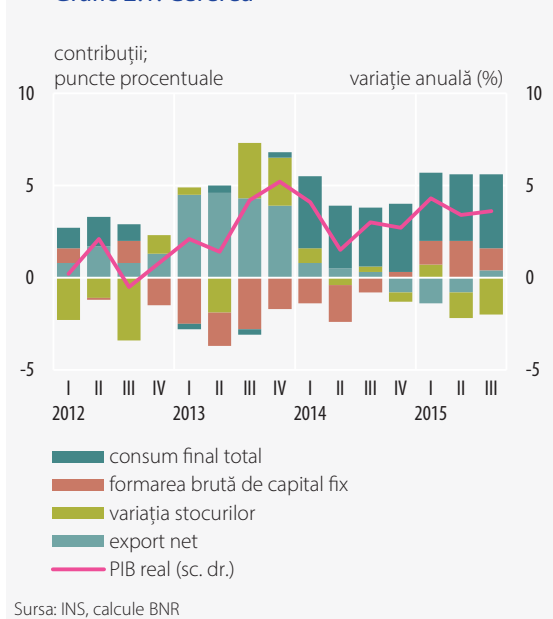
Comparativ cu proiecția publicată în ediția din luna noiembrie 2015 a Raportului asupra inflației, variația anuală a prețurilor de consum înregistrată la sfârșitul trimestrului IV s-a situat cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul prognozat, în principal ca urmare a scăderii mai ample a prețurilor citricelor, în pofida semnalelor privind restrângerea producției mondiale.

2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

Creșterea economică s-a menținut alertă și în perioada iulie-septembrie 2015, intensificarea ritmului trimestrial al PIB real (1,4 la sută, date ajustate sezonier) conducând la o accelerare a dinamicii anuale (cu 0,2 puncte procentuale, până la 3,6 la sută). Contribuția dominantă a revenit în continuare consumului final, însă remarcabilă este și redresarea sectorului extern; în schimb, investițiile și-au temperat viteza anuală de creștere comparativ cu trimestrul precedent (Grafic 2.1). În aceste condiții, exceptând agricultura (afectată de rezultatele modeste obținute în această toamnă pe segmentul vegetal), activitatea economică a consemnat cel mai înalt ritm anual de creștere din perioada postcriză (5,5 la sută).

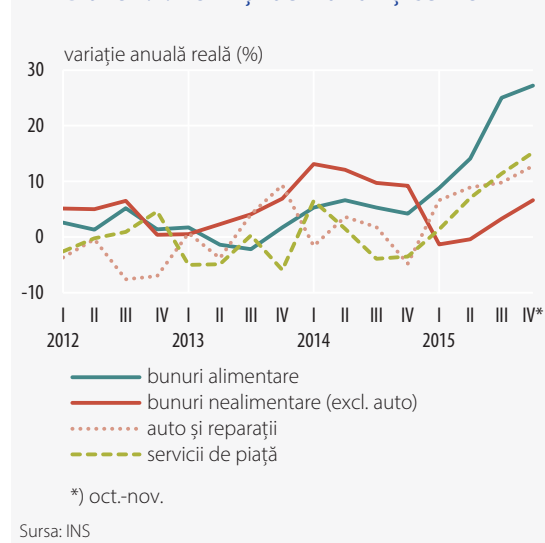
Grafic 2.1. Cererea



1.1. Cererea

Conform așteptărilor, consumul final privat și-a accentuat panta ascendentă (până la 6,1 la sută, variație anuală), evoluție antrenată de consolidarea puterii de cumpărare a populației, ca urmare a reducerii prețurilor de consum, dar și a creșterii venitului nominal – inclusiv ca rezultat al efectelor directe și indirecte ale ridicării pragului minim al salariului brut pe economie, precum și ale creșterii remunerării pentru anumite categorii de personal din sectorul bugetar – administrația publică și învățământ. Astfel, volumul achizițiilor de bunuri alimentare a fost superior cu 25 la sută nivelului din trimestrul III 2014 (evoluție cu impact favorabil și asupra industriei de profil), factorul determinant în acest caz fiind reprezentat de extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse de 9 la sută a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, începând cu 1 iunie 2015 (Grafic 2.2).

Grafic 2.2. Achiziții de mărfuri și servicii



Accelerări de ritm s-au înregistrat, de asemenea, pe segmentul nealimentar, cu susținere și din partea resurselor împrumutate. În acest sens, o contribuție importantă a revenit accesului mai rapid al populației la finanțare negarantată (sub forma creditului de consum, *overdraft*-ului și cardului de credit), ca urmare a unui protocol încheiat între Asociația Română a Băncilor și Agenția Națională de Administrare Fiscală, potrivit căruia verificarea veniturilor solicitantului de credit este realizată în timp real, pe baza unui acord semnat de client.

Cererea de consum va continua să se extindă și în următoarele luni, conjunctura favorabilă conturată la nivelul trimestrului III urmând a fi completată de influența a cel puțin doi factori: evenimentul *Black Friday* derulat în luna noiembrie, care s-a bucurat de rezultate superioare anului precedent, în special pe segmentul electro-IT și, respectiv, reducerea cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016.

Bugetul general consolidat a consemnat în trimestrul III 2015 un surplus de aproximativ 2 miliarde lei⁶ (0,3 la sută din PIB⁷), după ce pe parcursul precedentelor trei luni înregistrase un sold ușor negativ⁸. Excedentul a fost inferior celui din perioada similară a anului anterior⁹, cvasiexclusiv datorită accelerării creșterii cheltuielilor bugetare totale (12,5 la sută¹⁰, față de 4,0 la sută în trimestrul II), atât pe seama celor de natură curentă (mai ales a celor destinate bunurilor și serviciilor, proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile, personalului¹¹ și asistenței sociale¹²), cât și datorită

⁶ Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii septembrie 2015.

⁷ Corespunzător unui surplus primar de 0,6 la sută din PIB.

⁸ -0,7 miliarde lei (echivalent cu -0,1 la sută din PIB).

⁹ 3,9 miliarde lei, respectiv 0,6 la sută din PIB.

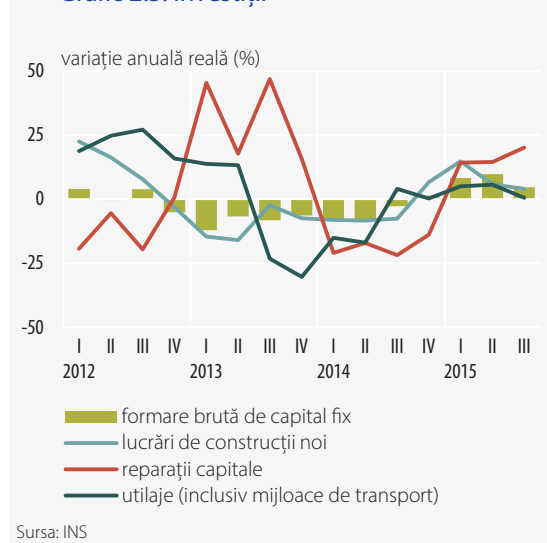
¹⁰ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

¹¹ Reflectând inclusiv impactul creșterii salariilor aprobate prin Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 27/2015 pentru completarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 83/2014 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice în anul 2015, precum și alte măsuri în domeniul cheltuielilor publice și pentru stabilirea unor măsuri bugetare.

¹² Dinamica a fost susținută și de majorarea alocațiilor de stat pentru copii începând cu luna iunie (Legea nr. 125/2015 privind aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 65/2014 pentru modificarea și completarea unor acte normative).

cheltuielilor de capital. Variația anuală a veniturilor bugetare totale a rămas aproape neschimbată (8,1 la sută, față de 7,8 la sută în trimestrul precedent), date fiind influențele exercitate, pe de o parte, de atenuarea ritmurilor de creștere a încasărilor din TVA¹³ și din impozitul pe profit și, pe de altă parte, de ameliorarea dinamicilor veniturilor nefiscale, din contribuții de asigurări, din accize și din taxa pe utilizarea bunurilor, autorizarea utilizării bunurilor sau pe desfășurarea de activități.

Grafic 2.3. Investiții



Comparativ cu perioada anterioară, dinamica anuală a formării brute de capital fix s-a redus la mai puțin de jumătate în trimestrul III 2015 (până la 4,6 la sută), în condițiile în care achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții publice) nu au mai oferit susținerea din prima parte a anului (creștere de numai 0,5 la sută față de o medie de circa 5 la sută în semestrul I, Grafic 2.3). Pentru următoarele luni, este previzibilă însă reluarea investițiilor în echipamente, traiectorie sugerată de majorarea stocului creditelor cu această destinație în ultimele 3 luni ale anului 2015. În plus, Sondajul BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației relevă menținerea pe trend ascendent a cererii de creditare pe acest segment de clientelă în trimestrul I 2016.

¹³ Inclusiv în condițiile extinderii aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică începând cu luna iunie (Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 6/2015 pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal).

O frânare de ritm, însă de amplitudine mult mai mică, au consemnat și investițiile în construcții. Astfel, volumul lucrărilor pentru obiective noi și reparații capitale s-a majorat cu 5,6 la sută, în principal datorită construcțiilor ingineresti, care s-au extins cu circa 22 la sută în termeni anuali. Acest rezultat încorporează un efect de bază, dar reflectă, de asemenea, accelerarea substanțială înregistrată de dinamica trimestrială în perioada analizată. Pentru ultimele luni ale anului 2015 sunt estimate noi acumulări de capital finanțate din surse publice (evoluție relevantă de altfel și de avansul cu 6,6 la sută al construcțiilor ingineresti în octombrie-noiembrie față de intervalul iulie-septembrie). Cu toate acestea, datele privind execuția bugetară la nivelul întregului an indică plasarea cheltuielilor de investiții sub nivelul planificat. În ceea ce privește construcțiile de clădiri derulate în trimestrul III, volumul lucrărilor s-a restrâns față de aceeași perioadă din anul precedent atât pe componenta rezidențială, cât și pe cea nerezidențială (cu 7,6 la sută și respectiv 4,9 la sută); în intervalul octombrie-noiembrie, construcțiile pentru clădiri au continuat să scadă față de trimestrul anterior, deși într-un ritm mai lent. Semnalele din piață privind perspectiva pentru anul 2016 indică însă o posibilă revigorare a segmentului nerezidențial, în topul preferințelor dezvoltatorilor imobiliari continuând să se situeze investițiile în clădiri de birouri.

Pentru prima oară în anul 2015, cererea externă netă a constituit un element de susținere a creșterii economice, contribuția sa ridicându-se la 0,4 puncte procentuale. La nivelul primelor trei trimestre ale anului 2015, poziția externă a României a rămas favorabilă (deficit de cont curent sub 1 la sută din PIB), în condițiile în care lărgirea deficitului comercial a fost în bună măsură contrabalansată de evoluția ascendentă a surplusului balanței serviciilor.

În ceea ce privește volumul schimburilor de bunuri, livrările externe s-au majorat cu 4,5 la sută în termeni anuali (ritm inferior celui consemnat în trimestrul II), extinderea în continuare a desfacerilor pe piața comunitară (în corelație cu menținerea economiei UE pe trend moderat-crescător) fiind estompată de reculul survenit pe relația extra-UE.

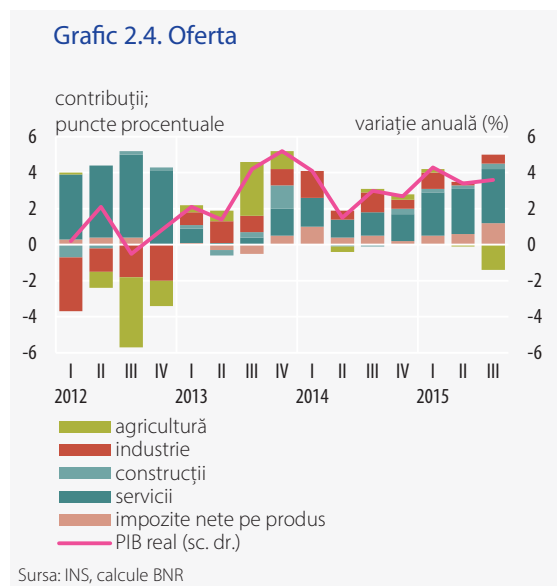
Pe acest din urmă segment, volumul exporturilor s-a redus cu circa 7 la sută (de la +4 la sută în trimestrul II), în principal pe seama inversării puternice a traiectoriei vânzărilor de cereale (în special grâu), pe fondul concurenței agresive din partea exportatorilor ruși. În plus, exporturile de minereuri metalifere și-au accelerat declinul îndeosebi pe relația Turcia, Bulgaria (în condițiile ajustării producției metalurgice, ca urmare a tendinței descendente a prețului metalelor pe piețele internaționale), precum și China, pe fondul încetirii activității economice. În ceea ce privește livrările către piețele UE, creșterea exporturilor a fost mai vizibilă în cazul bunurilor durabile și de capital (în special echipamente pentru transport și comunicații, produse electrocasnice, aparatură medicală, mobilă).

În ceea ce privește importurile de bunuri, datele de conturi naționale indică o decelerare considerabilă a ritmului anual de creștere (până la 5,4 la sută, nivel reprezentând doar jumătate din cel atins în trimestrul anterior), și în acest caz evoluția fiind generată de comerțul extracomunitar. Astfel, rate anuale inferioare trimestrului precedent au fost observate la nivelul importurilor extra-UE de bunuri energetice (îndeosebi produse petroliere, pe seama unui efect de bază – majorare semnificativă în trimestrul III 2014, posibil în corelație cu închiderea temporară a rafinării Petrotel, decizie care a determinat creșterea achizițiilor de carburanți pentru aprovizionarea rețelei de distribuție a companiei Lukoil). O atenuare de ritm au consemnat și importurile de materii prime (exclusiv cele energetice), în special de minereuri metalifere (pe seama restrângerii cererii de produse metalurgice la nivel internațional).

1.2. Oferta

Contribuția determinantă la creșterea economică din trimestrul III 2015 a revenit din nou sectorului terțiar, a cărui VAB a înregistrat cel mai alert ritm anual de creștere din ultimii trei ani (6,1 la sută). O dinamică superioară trimestrului II au consemnat și VAB din industrie și construcții (2,1 și respectiv 5,5 la sută). Performanța sectoarelor neagricole

a fost eclipsată însă de contracția severă a VAB din agricultură (cu aproape 15 la sută), generată de randamentele scăzute ale principalelor culturi recoltate toamna (Grafic 2.4).



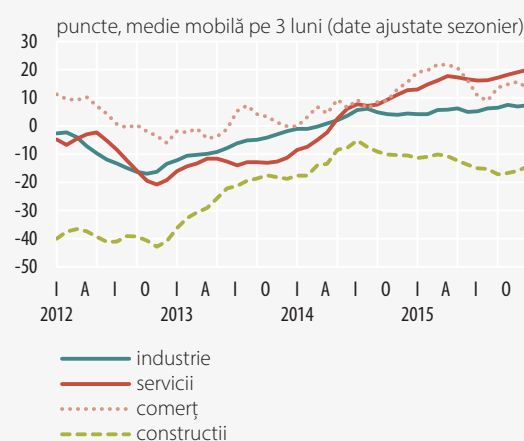
Similar intervalului anterior, traiectoria ascendentă a serviciilor a fost susținută mai ales de activitatea comercială și serviciile IT&C. În primul caz, VAB s-a majorat cu 8,2 la sută, intensificări ale ratei anuale de creștere înregistrându-se la nivelul tuturor componentelor principale (comerț cu amănuntul și cu ridicata, servicii HoReCa și de turism, servicii de transport și depozitare). Evoluția reflectă influența unui cumul de factori, manifestată pe parcursul întregului an – creșterea veniturilor populației, consolidarea rețelelor de distribuție și, în consecință, amplificarea activității promoționale, reducerea prețurilor carburanților, extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică. În ceea ce privește segmentul IT&C, a cărui VAB și-a menținut dinamica alertă (11,4 la sută), perspectivele rămân favorabile pe termen mediu potrivit estimărilor ANIS¹⁴, date fiind potențialul uman, proiectele demarate de partenerii externi, dar și gradul scăzut de digitalizare a pieței interne. Până în prezent, dezvoltarea alertă a segmentului IT&C a fost antrenată de cererea

¹⁴ Asociația patronală a industriei de software și servicii.

externă, contribuind astfel, prin surplusul creat la nivelul balanței serviciilor, la restrângerea deficitului de cont curent din ultimii ani (vezi Caseta 1. Factori structurali în ajustarea dezechilibrului extern).

Intensificarea de ritm a VAB în industrie în trimestrul III 2015 a fost în principal atribuită sectorului manufacturier, dar merită remarcată și creșterea producției de energie, pe fondul impulsului dat consumului intern de temperaturile peste medie din vara acestui an. Ramurile prelucrătoare cu contribuții consistente la dinamizarea activității industriale au fost industria alimentară (stimulată de expansiunea cererii de consum) și industria mijloacelor de transport rutier, în condițiile extinderii producției de componente, dar și pe seama efectului de bază asociat reducerii producției uzinei Ford în trimestrul III 2014. Rate înalte de creștere (de peste 12 la sută în termeni anuali) au consemnat și ramurile producătoare de bunuri utilizate în construcții (produse din minerale nemetale și construcții din metal), datorită extinderii lucrărilor de profil, dar și industria mobilei, ca urmare a amplificării cererii partenerilor externi din spațiul comunitar. Influența favorabilă a acestor ramuri industriale a fost estompată îndeosebi de întreruperea traiectoriei crescătoare a subsectorului metalurgic, în condițiile cererii modeste pe plan internațional pentru produsele din aluminiu, dar și pentru produsele utilizate în forajele petoliere, având în vedere declinul prețului țițeiului.

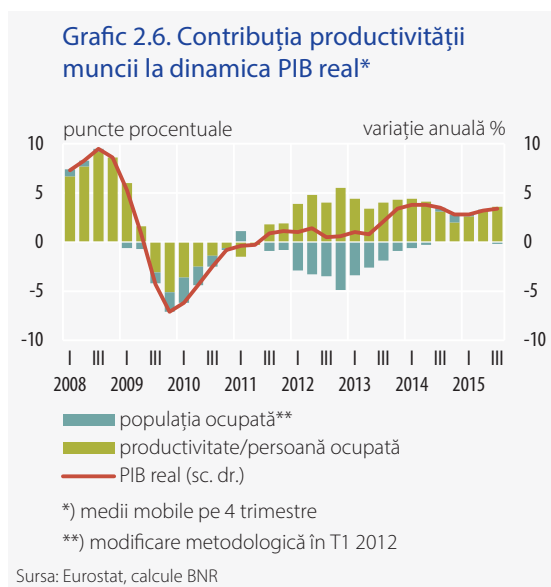
Grafic 2.5. Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



În ceea ce privește evoluția pentru următoarele luni, rezultatele sondajului INS/DG ECFIN conturează menținerea perspectivei optimiste la nivelul activității din servicii și construcții, dar o posibilă stagnare a activității industriale (Grafic 2.5). Sectorul agricol își va menține aportul negativ la dinamica PIB real, cele mai recente estimări privind producția vegetală a anului 2015 relevând contracții ample, de circa 30-40 la sută, la porumb, floarea-soarelui, cartofi.

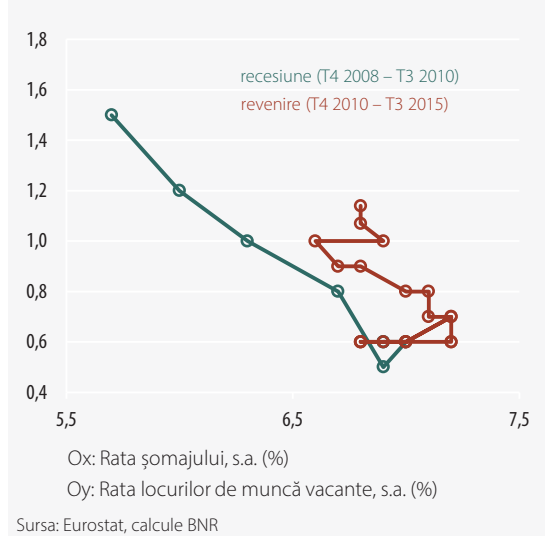
Productivitatea muncii

Productivitatea muncii a continuat să-și majoreze aportul la variația PIB real, creșterea medie din ultimele patru trimestre (T4 2014 – T3 2015) ajungând la 3,6 la sută. Câștiguri de productivitate s-au înregistrat în majoritatea sectoarelor neagricole, în special în construcții (Grafic 2.6).



Traectoria ascendentă a productivității a beneficiat însă de un suport mai slab din partea factorilor cu acțiune persistentă în trimestrul III 2015. Astfel, inversarea de ritm a formării brute de capital fix (după cinci trimestre de creșteri succesive) sugerează o întrerupere a acumularilor în privința înzestrării cu capital a muncii. De asemenea, nu s-au înregistrat progrese din perspectiva eficienței procesului de identificare a candidaților potriviți pentru locurile de muncă vacante create, curba Beveridge indicând o creștere a acestora din urmă, neînsoțită însă de o reducere mai accentuată a ratei șomajului (de altfel, rata șomajului BIM a stagnat în intervalul analizat) (Grafic 2.7).

Grafic 2.7. Curba Beveridge

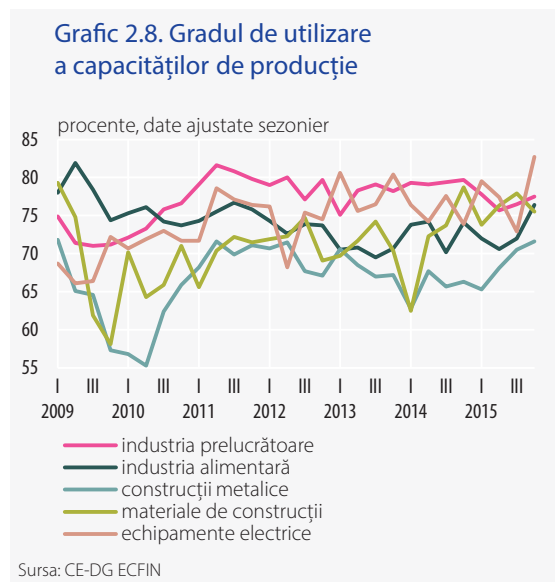


În ceea ce privește sectorul industrial, redresarea productivității muncii în trimestrul III s-a produs pe fondul creșterii gradului de utilizare a capacităților de producție, al cărui nivel s-a apropiat în ultima perioadă de media istorică. Cea mai remarcabilă evoluție a avut loc în industria bunurilor energetice, unde s-au înregistrat concomitent creșteri ale producției și reduceri de personal pe segmentul producerii și furnizării de energie electrică, dar și pe cel al prelucrării hidrocarburilor. Dacă în primul caz funcționarea la capacitate maximă a unor unități de producție s-a datorat unui factor conjunctural (temperaturile ridicate care au stimulat consumul), în cel de-al doilea, câștigurile de productivitate au fost susținute și de noi investiții. De asemenea, majoritatea industriilor importante au înregistrat câștiguri de productivitate, în condițiile în care volumul producției a crescut într-un ritm mai alert decât cel al angajărilor (industria alimentară, a cauciucului și maselor plastice, industria echipamentelor electrice, industria auto, fabricarea construcțiilor metalice), însoțite în unele cazuri (fabricarea materialelor de construcții) de creșterea substanțială a gradului de utilizare a capacităților de producție (Grafic 2.8).

O inversare de tendință a avut loc la nivelul lunilor octombrie și noiembrie, când ritmul anual al productivității a reintrat în teritoriu negativ. Evoluția a fost însă mai degrabă conjuncturală, cele mai ample inflexiuni intervenind în prelucrarea

hidrocarburilor (pe fondul demarării unor revizii tehnice ale rafinăriilor) și în industria chimică (unde realizarea unor importante investiții a presupus scoaterea temporară din uz a unor instalații de producție).

Grafic 2.8. Gradul de utilizare a capacităților de producție

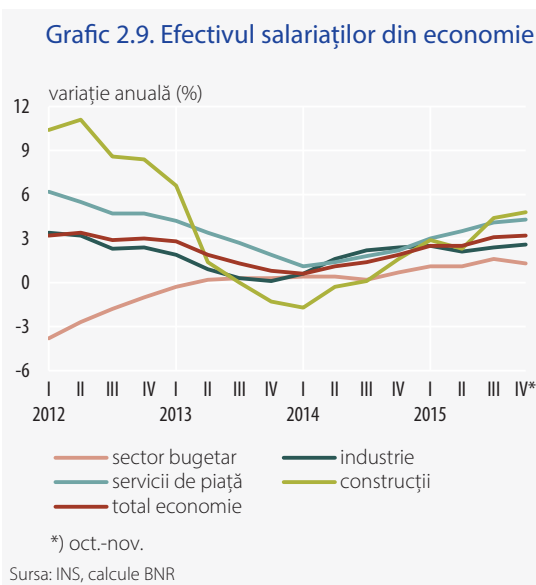


Evoluții pe piața muncii¹⁵

Pe ansamblul intervalului iulie-noiembrie 2015 capacitatea economiei de a absorbi forța de muncă excedentară s-a intensificat comparativ cu trimestrul II, companiile anticipând că vor continua să își extindă schemele de personal și la începutul anului 2016.

Perioada iulie-noiembrie a consemnat un nou avans al efectivului salariaților din economie, rata anuală depășind pragul de 3 la sută pentru prima dată în ultimii doi ani și jumătate (Grafic 2.9). Evoluția s-a datorat, în principal, reluării angajărilor în sectorul construcțiilor, în contextul consolidării tendinței de creștere a activității. În plus, ritmul intens al recrutărilor a continuat în serviciile de piață, cu precădere pe segmentul activităților de suport și al celor profesionale, precum și în unele ramuri industriale, respectiv în industria auto și în activitățile conexe – fabricarea echipamentelor electrice și a produselor din cauciuc.

Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie



Totodată, creșterea locurilor de muncă vacante în intervalul iulie-noiembrie cu 3 la sută față de trimestrul II s-a reflectat într-o restrângere a ofertei excedentare de forță de muncă, ilustrată însă doar la nivelul ratei șomajului înregistrat (-0,3 puncte procentuale, până la 5,0 la sută), în timp ce rata șomajului BIM a stagnat la 6,8 la sută. Prin urmare, evoluțiile favorabile pe piața muncii reflectă mai degrabă îmbunătățirea poziției ciclice a economiei și nu eficientizarea procesului de identificare a candidatului, respectiv a locului de muncă potrivit.

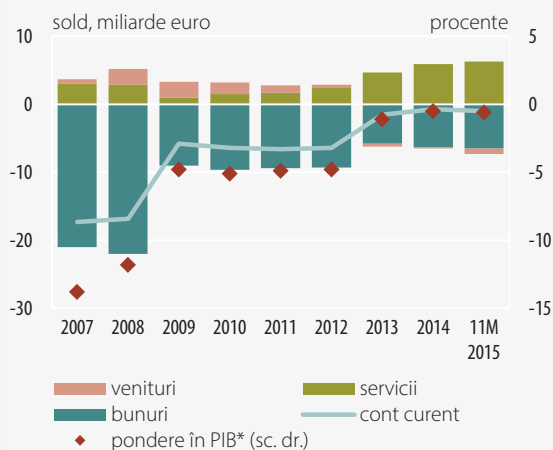
Pentru debutul anului 2016, sondajul INS/DG ECFIN sugerează menținerea tendinței favorabile a perspectivelor privind recrutările viitoare, în special în comerț, servicii și construcții. De asemenea, o creștere a încrederii angajatorilor privind un ritm susținut al angajărilor este indicată de rezultatele Studiului Manpower. La nivel regional, cei mai optimiști sunt angajatorii din macroregiunile Centru și Nord-Vest, în condițiile extinderii fabricilor de componente auto și ale investițiilor realizate în sfera serviciilor, în special IT, prognoze mai modeste de recrutare fiind anunțate de companiile din Nord-Est și Sud-Vest.

¹⁵ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

Caseta 1. Factori structurali în ajustarea dezechilibrului extern

Declanșarea crizei economice și financiare la nivel global în toamna anului 2008 a condus la o contracție semnificativă a economiei românești, declinul sever al cererii de importuri determinând corecția deficitului de cont curent (CC) de la un vârf de 13,8 la sută din PIB în 2007 la niveluri în jur de 5 la sută în intervalul 2009-2012. O ajustare suplimentară, la valori apropiate sau chiar sub 1 la sută (Grafic A), a avut loc începând

Grafic A. Soldul contului curent



*) ultima valoare: 9 luni 2015

Sursa: INS, BNR, calcule BNR

cu anul 2013, reșezarea pe noul palier fiind generată, de această dată, de factori structurali. Aceștia vizează diminuarea intensității energetice¹⁶ a industriei (indicator sintetic ce surprinde influențe multiple), diminuarea conținutului de importuri al exporturilor de bunuri și creșterea rapidă a exporturilor de servicii, în contextul intensificării investițiilor străine directe în anumite sectoare ale economiei.

Determinanții ajustării deficitului de cont curent având drept sursă sectorul industrial sunt asociați scăderii semnificative a consumului energetic și intensificării activității în ramuri industriale cu deschidere la export, pe fondul percepției favorabile a investitorilor străini cu privire la avantajele competitive ale pieței locale (în special din perspectiva forței de muncă ieftine). Astfel, ajustarea puternică din anul 2013 (cu circa 4 puncte

procentuale) reflectă, de fapt, reducerea intensității energetice a economiei, concluzie relevantă, de altfel, și de estimări econometrice, bazate pe un model care surprinde factorii de influență pe termen lung ai soldului contului curent (Grafic B).

Grafic B. Factorii de influență ai soldului contului curent

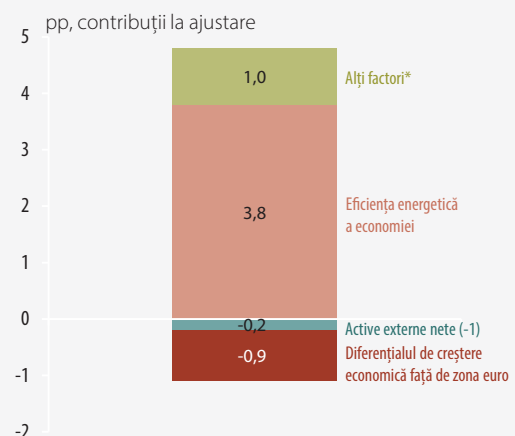
Variabila dependentă	Ecuția 1 – relația pe termen lung –	Ecuția 2 – modelul de corecție a erorilor –
	CC pondere în PIB _t	$\Delta(\text{pondere CC în PIB}_t)$
Eficiența energetică _t ^{a)}	0,15***	
Diferențialul de creștere economică față de zona euro _t	-0,45***	
REER (calculat pe bază de ULC) _t	-0,02***	
Active externe nete _{t-1}	0,04***	
Dummy criză	0,10***	
Δ Pondere ISD în PIB _t		-0,06**
Δ Eficiența energetică _t		0,05***
Δ Diferențial de creștere economică față de zona euro _{t-2}		-0,21**
Termenul de corecție a erorilor		-0,71***
Nr. trimestre necesar pentru a recupera jumătate din deviație		0,56
Numărul de observații	46	44
R ² – ajustat	0,8	0,7
Perioada estimării	T2 2004 – T3 2015	

a) Inversul intensității energetice, respectiv valoare adăugată produsă pe unitate de consum energetic.

*, ** și ***) coeficientul este semnificativ statistic pentru un nivel de încredere de 90%, 95%, 99%. Variabilele diferențialului de creștere economică față de zona euro și REER (calculat pe bază de ULC) sunt exprimate în logaritmi.

Sursa: estimări BNR

Ajustarea soldului CC în anul 2013



*) de exemplu, anul agricol de excepție

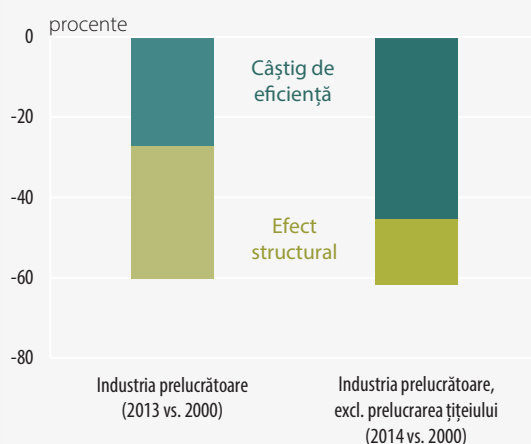
Notă: Estimări pe baza unui model de corecție a erorii (ECM) pornind de la abordarea intertemporală asupra factorilor de influență ai contului curent. Alegerea unui ECM a fost motivată de nestaționaritatea soldului contului curent (% în PIB, date trimestriale), în condițiile unei dimensiuni încă reduse a eșantionului.

Sursa: INS, BNR, Eurostat, CE, estimări BNR

¹⁶ Intensitatea energetică este definită drept consumul de energie necesar pentru producerea unei unități de valoare adăugată.

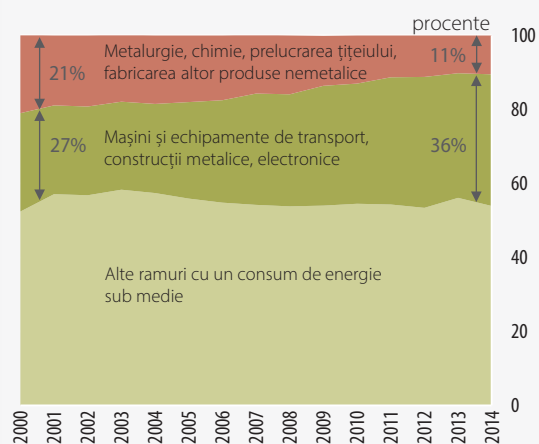
Cu toate că România continuă să se plaseze printre țările UE cu intensitate energetică sensibil superioară mediei, în intervalul 2002-2013 indicatorul a consemnat a treia cea mai mare scădere (-41 la sută, conform datelor Eurostat); traiectoria descendentă urmată de raportul dintre consumul energetic și valoarea adăugată brută din economie sugerează că tendința a continuat și în anii următori. Evoluția poate fi asociată, pe de o parte, câștigurilor de eficiență energetică, iar pe de altă parte, modificării structurii producției industriale în favoarea ramurilor cu consum mai redus de energie (Grafic C).

Grafic C. Variația intensității energetice în industria prelucrătoare



Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

Grafic D. VAB în industrie în funcție de intensitatea energetică a ramurilor



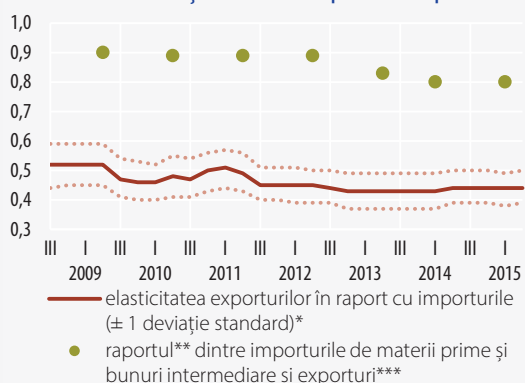
Sursa: Eurostat, calcule BNR

Dincolo de influența pozitivă a investițiilor destinate modernizării tehnologice, diminuarea intensității energetice surprinde și impactul închiderii sau restrângerii severe a activității unor operatori energofagi (din metalurgie și chimie), a căror capacitate redusă de a face față presiunilor concurențiale a devenit evidentă în contextul unei cereri fragile și al procesului de liberalizare a pieței interne de energie, inițiat în a doua jumătate a anului 2012. Fenomenul a contribuit, de altfel, și la modificarea structurii valorii adăugate brute în industrie, importanța relativă a ramurilor energofage diminuându-se substanțial. În același sens a acționat ritmul alert de dezvoltare a unor industrii cu consum energetic net inferior, cu precădere industria auto și ramurile conexe (Grafic D).

Principalul catalizator al acestei ultime tendințe a fost reprezentat de investițiile străine directe care au vizat domeniile respective (fluxuri nete de aproximativ 1,2 miliarde euro în intervalul 2012-2014 comparativ cu circa 0,4 miliarde euro în cei trei ani anteriori), atrase fiind nu doar de forța de muncă ieftină, ci și de oportunitatea de a dezvolta noi capacități de producție în proximitatea unor *hub*-uri regionale sau în zone în care impedimentul infrastructurii de transport insuficient dezvoltate este mai puțin relevant. Intensificarea activității investiționale a influențat favorabil avansul productivității la nivel agregat, o analiză micro- a determinanților productivității totale a factorilor de producție (TFP) a firmelor din România relevând faptul că operatorii cu capital majoritar străin, care fac parte dintr-o structură de tip mamă-fică, implicați în activități de import-export sunt în medie cu circa 30 la sută mai productivi¹⁷.

¹⁷ Alți factori corelați pozitiv cu TFP-ul firmelor autohtone sunt: dimensiunea, apartenența la sectorul privat, înzestrarea capitalului uman, nivelul investițiilor în cercetare-dezvoltare. Exercițiul empiric a constat în două etape: (i) determinarea TFP pe baza unui eșantion panel la nivel de firmă; (ii) estimarea relației dintre TFP și un vector de variabile explicative, a cărui configurare a avut la bază indicațiile literaturii de specialitate. Sursa datelor: Ministerul Finanțelor Publice și Sondajul BNR privind comportamentul firmelor pe piața muncii (2014).

Grafic E. Conținutul de import al exporturilor



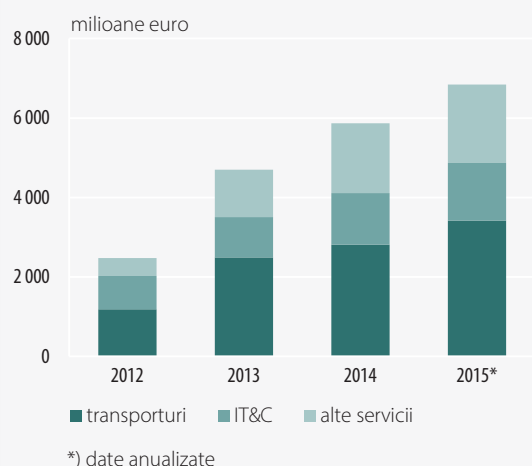
*) eșantion trimestrial – estimări de tip *ferastră mobilă* cu lungimea de 35 de observații, prima observație (a primei ferestre) este T2 2000, iar ultima observație (a ultimei ferestre) este T3 2015
 **) pentru 2015, valoarea raportului se referă la primele 10 luni
 ***) exporturi de bunuri intermediare, bunuri de capital și bunuri de consum

Sursa: ComExt, BRI, INS, estimări și calcule BNR

Investițiile amintite au condus de asemenea la o integrare sporită a economiei locale în cadrul rețelelor internaționale de producție, după cum indică avansul gradual al intensității comerțului intrasectorial¹⁸, indicator utilizat în literatura de specialitate ca *proxy* pentru gradul de integrare comercială. Evoluția nu a afectat însă procesul de ajustare a deficitului de cont curent, fiind dublată de o tendință de capturare a unei proporții mai însemnate din lanțul de valoare adăugată, în sensul că expansiunea exporturilor nu fost însoțită de o intensificare a dependenței acestora de importuri, după cum arată atât: (i) tendința de slăbire a elasticității exporturilor în raport cu importurile¹⁹, cât și (ii) scăderea raportului dintre suma importurilor de bunuri intermediare și materii prime și suma exporturilor de bunuri intermediare, de capital și de consum (Grafic E).

Menținerea la niveluri scăzute a deficitului de cont curent a fost susținută în ultimii ani și de surplusul consistent și în creștere înregistrat de balanța serviciilor, evoluție de asemenea asociată unor influențe structurale (Grafic F). Pe de o parte, fenomenul anterior menționat al expansiunii ramurilor industriale cu activitate orientată cu precădere spre piețele externe este cel mai probabil și factorul favorizant al creșterii semnificative a exportului de servicii de transport. Pe de altă parte, serviciile IT au devenit un element din ce în ce mai solid de susținere a surplusului balanței serviciilor (potrivit ANIS, două treimi din veniturile companiilor de profil provin în prezent din livrări externe).

Grafic F. Surplusul balanței serviciilor



*) date anualizate

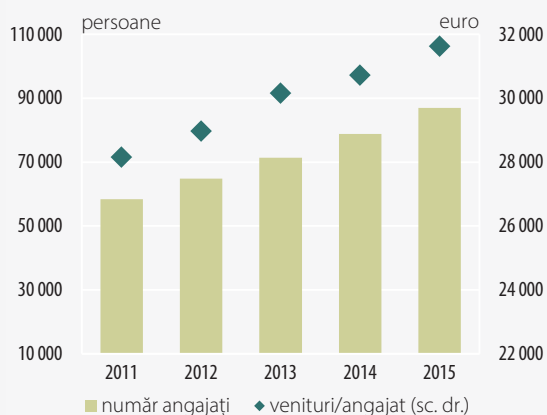
Sursa: BNR

Dezvoltarea alertă a sectorului poate fi corelată cu adoptarea de către Comisia Europeană, în anul 2010, a Agendei Digitale, care își propune stimularea dezvoltării sectorului IT&C la nivel european, pentru a fructifica potențialul acestuia de a genera creșteri ale TFP și, prin urmare, câștiguri de competitivitate. Contextul a favorizat extinderea unor companii multinaționale pe plan autohton, atrase de plusul de competitivitate oferit de acest segment al forței de muncă (abilitați complexe și grad ridicat de adaptabilitate la costuri comparativ reduse). Pe acest fond, ponderea sectorului IT&C în valoarea adăugată brută totală a urcat de la 4,2 la sută în 2011 la 6,7 la sută în 2015, apropiindu-se de cea a construcțiilor.

¹⁸ Măsurată cu ajutorul indicelui Grubel-Lloyd, care s-a majorat de la 0,198 în anul 2012 până la 0,222 în primele 8 luni ale anului 2015, calculul fiind realizat pe baza datelor ComExt la nivel maxim de dezagregare (standard HS, peste 7 000 de produse).

¹⁹ Estimările cu coeficienți variabili în timp, precum și estimările de tip *ferastră mobilă* ale unui model de corecție a erorilor sugerează tendința de scădere a coeficientului de elasticitate a exporturilor în raport cu importurile de la circa 0,6 în perioada precizată la aproximativ 0,4 începând cu anul 2013.

Grafic G. Evoluția numărului de angajați și a veniturilor în sectorul IT



Sursa: *Software & IT Services in Romania – Current Situation and Outlook in a Local and Global Environment*, 2015, publicat de ANIS România – www.anis.ro

În perioada 2011-2015, numărul angajaților a crescut în medie cu aproape 10 la sută pe an, fiind probabil ca dinamica efectivului persoanelor ocupate în acest sector să fi fost chiar mai alertă dacă luăm în considerare și numărul celor cu statut de liber-profesioniști. În același timp s-au consemnat constant câștiguri de productivitate inclusiv ca urmare a tendinței de reorientare a firmelor de la furnizarea unor servicii externalizate, auxiliare activității de bază, către înființarea unor centre de dezvoltare *software*, cu potențialul de a crea o valoare adăugată mai mare (Grafic G).

În perspectivă, se anticipează o continuare a tendinței de creștere a sectorului IT, ca urmare a menținerii cererii externe, fiind necesară o perioadă mai

îndelungată de timp pentru a atinge obiectivele stabilite în cadrul Agendei Digitale. Cu toate acestea, dezvoltarea ar putea fi inhibată de numărul limitat de viitori absolvenți în IT, în condițiile în care în prezent aproximativ 60 la sută din companiile de profil²⁰ reclamă dificultăți în a mai găsi personal calificat.

2. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul III 2015, prețurile bunurilor importate și cele ale producției industriale și-au accentuat scăderea în termeni anuali, pe fondul menținerii traiectoriei descendente a cotațiilor principalelor materii prime, în timp ce prețurile agricole au consemnat o temperare semnificativă a variației anuale negative, ca urmare a majorărilor de prețuri antrenate pe segmentul vegetal de recolta sub medie din acest an. Pentru perioada următoare, este de așteptat ca prețurile de import și de producție să înregistreze ritmuri anuale negative, în contextul reducerilor ample ale cotațiilor petrolului pe piețele internaționale, dar și ca urmare a temperării creșterii prețurilor pentru materiile prime vegetale, în contextul alinierii relativ rapide a acestora la tendințele externe, induse de producția agricolă favorabilă la nivel global.

2.1. Prețuri de import

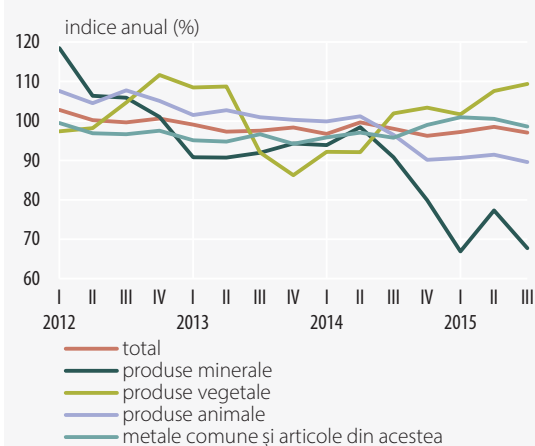
Sub acțiunea conjugată a ofertei ample și a unei cereri globale în continuare fragile, cotațiile produselor energetice și ale metalelor și-au accentuat declinul pe parcursul trimestrului III 2015. Astfel, indicele valorii unitare a importurilor a coborât la 97 la sută (-1,5 puncte procentuale față de media trimestrului anterior), transmisia acestei influențe asupra prețurilor interne fiind facilitată de evoluția relativ stabilă a leului în raport cu euro și de atenuarea deprecierii față de dolarul SUA (Grafic 2.10).

Cele mai ample scăderi s-au observat în cazul produselor minerale, IVU corespunzător acestei grupe coborând cu 9,6 puncte procentuale sub nivelul înregistrat în trimestrul II, până la 67,7 la sută. Traiectorii descendente au urmat, de asemenea, indicele asociat metalelor comune, care a devenit chiar subunitar (99,0 la sută), și cel aferent aparatelor și dispozitivelor. La nivelul segmentului alimentar, evoluțiile au fost divergente, indici ai valorii unitare a importurilor superiori intervalului anterior consemnând produsele vegetale și grăsimile, ca urmare a producției deficitare înregistrate

²⁰ Conform Sondajului BNR privind comportamentul companiilor pe piața muncii.

pentru anumite culturi la nivel european (cartofi, floarea-soarelui) sau la nivel global (citrice – condiții meteorologice nefavorabile în țări precum Turcia, Spania sau afectarea producției de către dăunători în SUA). În schimb, IVU asociat produselor animale și-a accentuat scăderea, în contextul în care restricțiile impuse de Rusia au continuat să genereze un surplus de ofertă la nivel european.

Grafic 2.10. Indicele valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

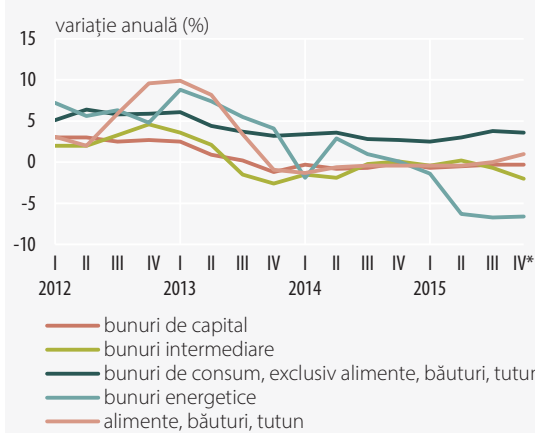
2.2. Prețuri de producție

Sub influența tendinței descendente a cotațiilor materiilor prime, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pe piața internă s-a menținut în teritoriu negativ și pe parcursul trimestrului III (-2,3 la sută comparativ cu -2,1 la sută în intervalul precedent). Din perspectiva grupelor industriale, scăderi ale ratelor anuale au fost înregistrate în industria energetică, cu 0,3 puncte procentuale până la -6,7 la sută, și în ramurile producătoare de bunuri intermediare, cu 0,9 puncte procentuale, până la -0,7 la sută (Grafic 2.11).

O contribuție importantă la variația anuală negativă a prețurilor bunurilor energetice a revenit segmentului prelucrării hidrocarburilor, prețurile de producție accentuându-și declinul (-9,8 puncte procentuale, până la -29,7 la sută), consecință directă a evoluției cotațiilor țițeiului – în luna august acestea au atins cel mai redus nivel din ultimii 6 ani și jumătate. În cazul bunurilor

intermediare, dinamica anuală a prețurilor a revenit în teritoriu negativ, traiectoria fiind imprimată de evoluțiile din metalurgie, chimie și sectorul materialelor de construcții, pe fondul declinului cotațiilor metalelor și ale produselor energetice. În cazul bunurilor de capital, prețurile au înregistrat o relativă stagnare, rezultat al unor evoluții mixte în structură – creșterile din industria mijloacelor de transport au fost anulate de scăderile din ramurile producătoare de construcții metalice și de mașini și echipamente.

Grafic 2.11. Prețurile producției industriale pentru piața internă

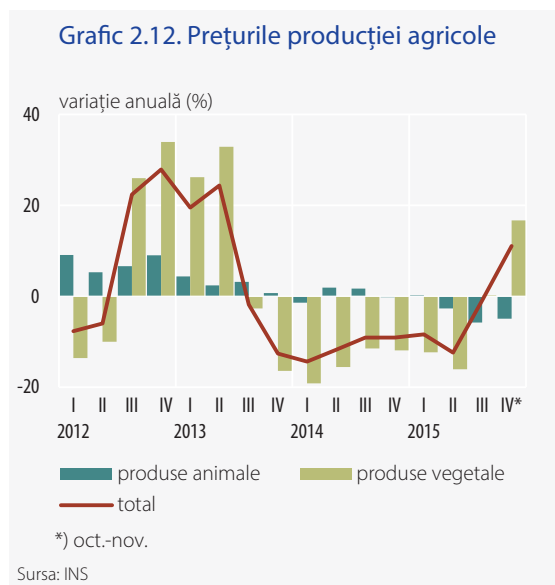


Sursa: INS

Prețurile de producție ale bunurilor de consum au urmat o traiectorie divergentă comparativ cu celelalte grupe industriale, ritmul anual de creștere urcând încă 0,4 puncte procentuale, până la 1,0 la sută; posibile explicații furnizează presiunile acumulate la nivelul costurilor salariale (industria alimentară, ușoară, a mobilei) și redresarea rapidă a cererii de consum, care permite o transmisie mai facilă în prețuri. De asemenea, au continuat să crească prețurile din industria farmaceutică, în condițiile accentuării tendinței de reorientare a producătorilor către produse mai scumpe, unele medicamente devenind nerentabile de la 1 iulie 2015, odată cu ajustarea obligatorie a prețurilor la un nivel cel mult egal cu cel mai mic preț al aceluiași medicament în 12 state membre ale UE.

Prețurile producției agricole și-au atenuat ritmul anual de scădere în trimestrul III 2015 (de la -12,4 la sută la -0,9 la sută), exclusiv pe seama segmentului

produselor vegetale (+16,3 puncte procentuale, până la 0,2 la sută), în contextul unei recolte sensibil inferioare celei din anul 2014. În cazul produselor animale, variația anuală și-a accentuat scăderea (-5,8 la sută), pe fondul intensificării presiunilor competiționale pe piața internă din partea importurilor ieftine din UE (Grafic 2.12).

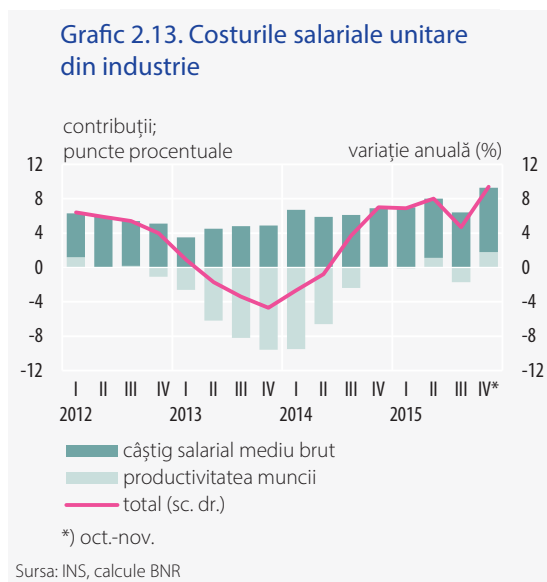


Datele disponibile pentru lunile octombrie-noiembrie indică menținerea în teritoriu negativ a dinamicii anuale a prețurilor de producție pentru piața internă și în trimestrul IV, în condițiile în care cotațiile principalelor materii prime rămân pe un trend descendent – prețul țițeiului a atins în ianuarie un nou minim istoric, în urma deciziei OPEC de a renunța la o țintă privind producția, dar și a unui dolar SUA mai puternic –, iar semnalele privind evoluția economiei chineze sugerează continuarea tendinței de încetinire. De asemenea, este probabil ca prețurile materiilor prime agricole să consemneze temperări ale ritmurilor de creștere sau chiar scăderi, producția la nivel global fiind una favorabilă, în pofida recoltei mai reduse pe plan european.

Costurile salariale unitare

În trimestrul III 2015, dinamica anuală a costurilor salariale unitare în industrie (+4,7 la sută) indică în continuare presiuni la nivelul costurilor cu forța de muncă, evoluția pozitivă a productivității muncii permițând însă atenuarea acestora comparativ cu prima jumătate a anului (Grafic 2.13). O deteriorare pronunțată a dinamicii costurilor salariale unitare

(ULC) s-a produs însă în primele două luni ale trimestrului IV, în condițiile în care ritmul de creștere a salariilor a accelerat, iar productivitatea muncii a fost afectată de acțiunea unor factori conjuncturali (revizia unei importante rafinării, reorganizarea unor combinate chimice). În cadrul sectorului manufacturier, dinamici ridicate ale ULC continuă să fie înregistrate în industria ușoară, prelucrarea lemnului, fabricarea de mașini și echipamente, precum și a calculatoarelor și produselor electronice; în plus, restrângerea temporară a producției unor rafinării și a unor combinate a condus la înrăutățirea costurilor salariale unitare în prelucrarea țițeiului și industria chimică.



Persistența unui decalaj semnificativ între ritmul de creștere a salariilor și cel al productivității muncii creează premise pentru formarea de presiuni inflaționiste, chiar dacă impactul asupra costurilor de producție este atenuat deocamdată de declinul prețurilor materiilor prime. Acest ultim factor nu poate însă contrabalansa efectul advers asupra competitivității externe, același șoc favorabil fiind resimțit și de competitori. Preocuparea este cu atât mai relevantă cu cât, pe termen mediu, sunt probabile ritmuri relativ înalte ale creșterilor salariale, inclusiv pe seama efectelor de demonstrație exercitate de deciziile privind salarizarea în sistemul bugetar asupra sectorului privat (pentru detalii vezi Caseta 2. Efectul de demonstrație – în ce măsură creșterile salariale din sectorul bugetar influențează dinamica salarială în industrie?).

Caseta 2. Efectul de demonstrație – în ce măsură creșterile salariale din sectorul bugetar influențează dinamica salarială în industrie?

În procesul de stabilire a salariilor poate apărea o interdependență între sectorul privat și cel public, în sensul că angajații (existenți sau potențiali) pot utiliza ca argument în negociere nivelul remunerării oferite în cadrul sectorului concurent, riscul pentru angajator fiind reprezentat de o posibilă migrare a personalului. Astfel, creșterea salariilor în serviciile publice poate exercita un efect de demonstrație în mediul privat, contribuind la slăbirea corelației dintre salarii și productivitatea muncii, ceea ce poate conduce la acumularea de presiuni inflaționiste. Evoluția este cu atât mai relevantă din perspectiva ramurilor *tradable*, întrucât le poate influența negativ competitivitatea externă. De altfel, acesta este și motivul pentru care, în literatura de specialitate, legătura este studiată în general din perspectiva industriei. În cazul României, importanța industriei este pusă în evidență atât de ponderea deținută în totalul valorii adăugate brute produse în economie (aproximativ 25 la sută), cât și de numărul de angajați (circa 30 la sută din total). Mai mult, redresarea economiei românești din perioada 2011-2014 a fost antrenată cu precădere de evoluția favorabilă a exporturilor de bunuri, aproximativ 40 la sută din cifra de afaceri a companiilor din industrie fiind realizate pe piața externă.

Pentru a testa această interdependență în România, a fost utilizată metodologia propusă de Comisia Europeană²¹, fiind urmărită relația dintre nivelul câștigului brut din industrie și cel din sectorul bugetar²².

Într-o primă etapă a fost testată existența unei relații pe termen lung între salariul mediu din industrie și cel din sectorul bugetar. Testele de cointegrare²³ au validat prezența unei relații de echilibru (pe termen lung) între nivelul remunerării din industrie și productivitatea muncii, indicele prețurilor de consum și nivelul salariilor acordate în sectorul bugetar. Ecuația pe termen scurt relevă și o influență contemporană, circa 8 la sută din modificarea câștigului brut din sectorul bugetar fiind preluată în mediul privat în primul trimestru. *Ceteris paribus*, o creștere cu 10 la sută a salariilor acordate în sectorul bugetar va adăuga circa 3,5 puncte procentuale la dinamica salariului mediu în industrie în decurs de un an.

Rezultatele obținute de Comisia Europeană în studiul amintit anterior (realizat la nivelul unui grup de state UE²⁴ pentru perioada 1980-2013) sugerează că ajustarea către relația de echilibru se realizează mai rapid în economia românească,

Tabel A. Coeficienții estimați ai modelului

Variabila dependentă	Ecuția 1 – relația pe termen lung –	Ecuția 2 – modelul de corecție a erorilor –
	Salariu industrie _t	ΔSalariu industrie _t
Salariu sector bugetar _t	0,35***	
Productivitatea muncii _t	0,49***	
IPC _t	0,75***	
ΔSalariu sector bugetar _t		0,08**
ΔSalariu sector bugetar _{t-2}		0,06**
ΔIPC _t		0,75***
ΔSalariu industrie _{t-1}		0,14*
ΔSalariu industrie _{t-2}		0,16*
ΔProductivitatea muncii _t		0,13**
Dummy T2 2008		0,04***
Termen de corecție a erorilor		-0,33***
Constantă	-0,78***	
Număr trimestre necesar pentru a recupera 1/2 din deviație		2,12
Număr observații	63	61
R ²		0,85

* ** și *** coeficientul este semnificativ statistic pentru un nivel de încredere de 90%, 95%, 99%. Toate variabilele sunt exprimate în logaritmi.

Notă: Estimarea a fost realizată pentru perioada 2000-2015 pe baza datelor cu frecvență trimestrială.

Sursa: estimări BNR

²¹ Comisia Europeană, *Government wages and labour market outcomes*, Occasional Papers No. 190, aprilie 2014.

²² Câștigul salarial în sectorul bugetar este aproximat agregând salariile din administrația publică și apărare, învățământ, sănătate și asistență socială, precum și activități de spectacole, culturale și recreative.

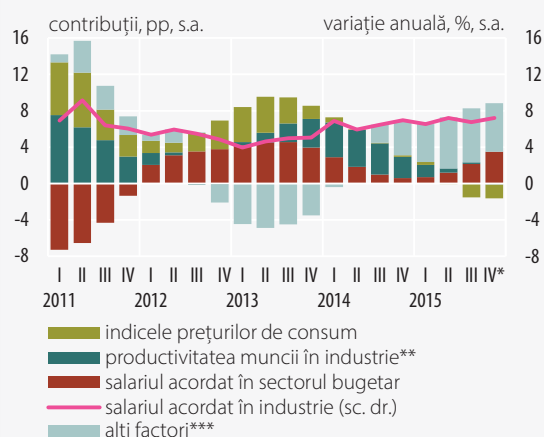
²³ În prealabil, testele de staționaritate au indicat faptul că variabilele sunt integrate de ordinul 1.

²⁴ Exclusiv Austria, Bulgaria, Cipru, Germania, Grecia, Croația, Lituania, Letonia, Malta, România, Slovenia.

În timp ce elasticitățile pe termen lung și pe termen scurt ale salariilor din industrie față de cele din serviciile publice sunt inferioare celor identificate la nivel european (0,43 și 0,25). Diferența de magnitudine a elasticităților ar putea fi explicată prin ponderea mai scăzută a sectorului bugetar în numărul total al salariaților în România comparativ cu media europeană. De altfel, chiar în studiul CE, elasticitatea pe termen lung este mai scăzută (0,2) în cazul țărilor cu o pondere sub medie a angajaților în sectorul public.

Creșterile salariale induse de modificările din sectorul bugetar au potențialul de a crea presiuni inflaționiste, în condițiile în care costurile cu forța de muncă reprezintă circa o treime din costurile totale ale companiilor din România și constituie al doilea cel mai important factor în decizia de creștere a prețurilor (după majorarea costurilor cu materiile prime)²⁵. Probabilitatea de apariție a presiunilor inflaționiste pe această filieră este, în mod firesc, mai accentuată în ramurile în care predomină factorul muncă, precum industria ușoară, unde – potrivit sondajului menționat – ordinea factorilor de influență se schimbă, ajustarea prețurilor depinzând în primul rând de evoluția costului aferent muncii.

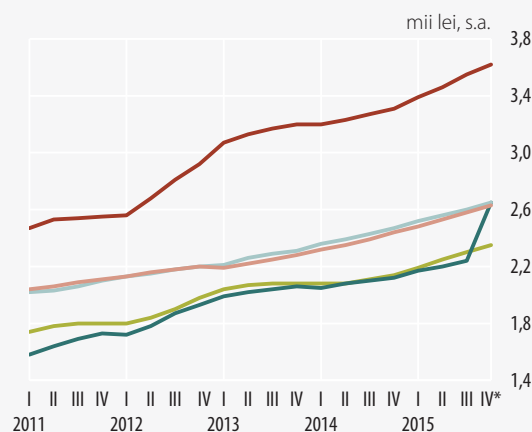
Grafic A. Contribuții la dinamica anuală a salariului brut din industrie



*) oct.-nov., cu excepția IPC
 **) contribuție calculată pe baza seriei INS publicate lunar
 ***) influențe asociate caracterului (restrictiv sau relaxat) al condițiilor pe piața muncii și fricțiunilor în procesul de stabilire a salariilor (rigiditatea la scădere, politica salariului minim, *skill mismatch*)

Sursa: INS, estimări BNR

Grafic B. Evoluția câștigurilor salariale brute



*) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

După cum se poate observa în Graficul A, dimensiunea identificată a efectului de demonstrație în industrie a crescut constant pe parcursul anului 2015, în contextul unei serii de majorări salariale ample acordate în sectorul bugetar. Fenomenul pare asociat, mai degrabă, evoluțiilor din administrația publică, în condițiile în care salariile din învățământ rămân sub valoarea din mediul privat, iar cele din sănătate au ajuns doar recent la nivelul mediu (Grafic B) – ultimele două sectoare sunt, de altfel, și mai puțin accesibile din perspectiva mobilității sectoriale, date fiind competențele specifice.

²⁵ Iordache, S., Pandioniu, L., „Sondajul privind mecanismul de formare și modificare a prețurilor în România”, Banca Națională a României, Caiete de studii nr. 36, noiembrie 2014.

3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul minim istoric de 1,75 la sută în ședințele Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din lunile noiembrie 2015 și ianuarie 2016; totodată, pe parcursul trimestrului IV 2015, au fost prezervate nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit²⁶, precum și gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. Măsurile au vizat asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Decizia privind menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din luna noiembrie 2015, a avut ca argument semnificativa divergență ce a continuat să caracterizeze traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației în contextul prognozei actualizate a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu²⁷, decurgând din natura măsurilor de relaxare fiscală prevăzute a fi implementate la începutul anului 2016, conform variantei revizuite a Codului fiscal²⁸. Astfel, suprapunerea amplelor efecte

dezinflaționiste tranzitorii anticipate a fi exercitate de noile scăderi de taxe și impozite indirecte (în special de reducerea TVA de la 24 la 20 la sută) peste cele deja manifeste generate de diminuarea cotei TVA pentru produsele alimentare și de noul declin al prețurilor combustibililor era de natură să readăncească și să mențină rata anuală prognozată a inflației în teritoriul negativ pe parcursul primelor cinci luni ale anului 2016²⁹. Aceasta se re poziționa însă la începutul anului 2017 în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare³⁰, în condițiile evidențierii, ulterior epuizării impactului *one-off* al măsurilor fiscale, a efectelor de sens opus anticipate a fi exercitate de cererea agregată³¹ – pe fondul relaxării politicii fiscale și a celei a veniturilor în 2016 –, dar și de dinamica înaltă a costurilor salariale unitare. Perspectiva inflației era grevată de incertitudini crescute, având ca surse contextul politic intern – mai ales în condițiile nefinalizării configurației bugetului public pentru anul 2016 –, precum și mediul extern.

Datele statistice apărute ulterior au confirmat previziunile privind reducerea graduală a valorii negative a ratei anuale a inflației în trimestrul IV 2015³², în principal ca urmare a creșterii dinamicii

²⁶ De 8, respectiv 14 la sută.

²⁷ Raportul asupra inflației din noiembrie 2015.

²⁸ Varianta revizuită a noului Cod fiscal, adoptată de Parlamentul României în data de 3 septembrie 2015, prevedea: (i) reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută, începând cu 1 ianuarie 2016, și la 19 la sută, începând cu 1 ianuarie 2017; (ii) eliminarea supraaccizei la carburanți, începând cu 1 ianuarie 2017; (iii) eliminarea taxei pe construcții speciale și reducerea impozitului pe dividende de la 16 la sută la 5 la sută, începând cu 1 ianuarie 2017; (iv) alte ajustări ale accizelor aplicabile produselor din tutun. Codul fiscal a fost însă modificat ulterior prin OUG nr. 50/2015, prin care s-a aprobat implementarea, începând cu 1 ianuarie 2016, a următoarelor măsuri: reducerea impozitului pe dividende, extinderea cotei reduse de TVA, de 9 la sută, la serviciile de alimentare cu apă a populației și reducerea impozitului pe venituri pentru microintreprinderile cu personal angajat.

²⁹ Rata anuală a inflației era anticipată să coboare la finele trimestrului I 2016 la -3,0 la sută (față de un nivel prognozată de -0,7 la sută în decembrie 2015).

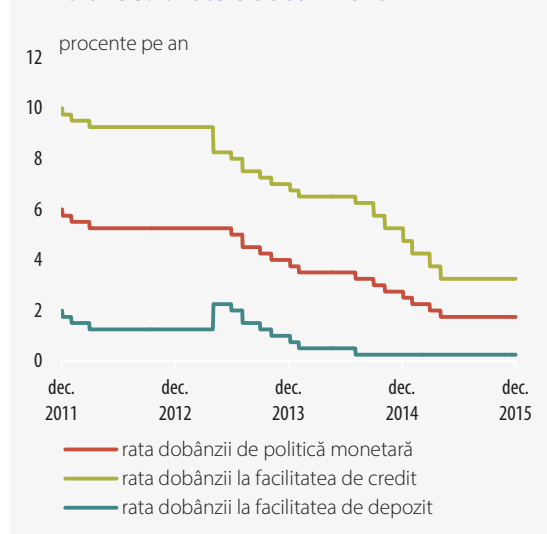
³⁰ Rata anuală a inflației era așteptată să atingă 2,8 la sută la finele orizontului proiecției (2,9 la sută în proiecția precedentă), de la 1,0 la sută în decembrie 2016 (0,7 la sută în proiecția anterioară).

³¹ În condițiile în care proiecția curentă releva perspectiva inversării poziției ciclice a economiei la jumătatea anului 2016 și a creșterii ulterioare a excedentului de cerere agregată.

³² Aceasta a atins în noiembrie nivelul de -1,14 la sută, față de -1,73 la sută în ultima lună a trimestrului III. În același timp, rata anuală a inflației recalculată prin eliminarea influenței reducerii cotei TVA la toate produsele alimentare a urcat în noiembrie 2015 la nivelul de 1,68 la sută (1,08 la sută în septembrie), reintrând astfel în intervalul de variație al țintei staționare de inflație.

anuale a prețurilor volatile, inclusiv datorită unor efecte de bază. Ele au relevat și o accelerare a creșterii economice în trimestrul III 2015 (3,6 la sută în termeni anuali, de la 3,4 la sută în trimestrul II) – în pofida relativei înrăutățiri a performanțelor sectorului agricol³³ –, având ca determinant expansiunea consumului privat, evoluție de natură să antreneze o restrângere mai alertă a *gap*-ului negativ al PIB. Totodată, noile evaluări au reconfirmat perspectiva readâncirii temporare în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației în primele luni ale anului 2016, sub impactul unei noi runde de reducere a impozitelor indirecte, dar și foarte probabila prelungire pe termen scurt a dinamicii înalte a consumului privat, implicit a creșterii economice, având ca premise: (i) sporirea veniturilor populației, coroborată cu scăderea impozitelor indirecte; (ii) majorarea deosebit de amplă a cheltuielilor bugetare la finele anului 2016; (iii) trendul de ameliorare a încrederii, precum și (iv) scăderea ratelor dobânzilor la valori minime istorice și revigorarea, inclusiv pe acest fond, a creditării în lei, implicând creșterea lichidității din economie. Evoluțiile erau compatibile cu coordonatele celei mai recente prognoze pe termen mediu a BNR, ce indicau revenirea ratei anuale a inflației în teritoriul pozitiv după epuizarea efectelor primei scăderi a cotei TVA³⁴, pe fondul manifestării efectelor relaxării conduitei politicii fiscale și ale majorării costurilor salariale unitare. În aceste condiții, în ședința din 7 ianuarie 2016 Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută (Grafic 3.1). Totodată, dată fiind temperarea durabilă a creditării în valută, Consiliul de administrație al BNR a decis să diminueze de la 14 la 12 la sută rata RMO aferentă pasivelor în valută ale instituțiilor de credit în scopul continuării armonizării mecanismului RMO cu standardele și practicile în materie ale BCE, măsura intrând în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 ianuarie – 23 februarie 2016.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Creșterea volumului creditelor noi în lei acordate sectorului privat s-a intensificat în primele două luni ale trimestrului IV 2015, stimulată de tendința descendentă a ratelor dobânzilor, precum și de așteptările oarecum ameliorate ale agenților economici privind perspectiva activității/a veniturilor³⁵; pe acest fond, rata anuală de creștere a soldului creditului în monedă națională acordat sectorului privat s-a amplificat^{36,37} (19,4 la sută, față de 17,1 la sută în trimestrul III). Similar precedentelor luni, evoluția a fost unicul resort al dinamizării creditului total acordat sectorului privat (2,7 la sută, față de 1,8 la sută în trimestrul III), variația anuală a creditului în valută înregistrând o nouă contracție (-11,9 la sută, de la -11,4 la sută în precedentele trei luni, pe baza valorilor exprimate în euro). Mișcările de la nivelul structurii pe categorii de clienți s-au corelat doar într-o anumită măsură cu rezultatele ediției din luna noiembrie 2015 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, care releva așteptări de creștere a cererii de împrumuturi pe segmentul companiilor în trimestrul IV 2015, dar și de stagnare/restrângere pe segmentele creditelor imobiliare,

³³ Excluzând impactul agriculturii, rata anuală de creștere a PIB a fost cea mai ridicată din perioada postcriză (peste 5 la sută).

³⁴ Extinderea aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică începând cu 1 iunie 2015.

³⁵ Evoluția a continuat să reflecte, într-o măsură relativ mai redusă însă, și operațiunile de conversie a unor credite acordate anterior în valută.

³⁶ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

³⁷ Concomitent, ponderea acestuia în total credit acordat sectorului privat – devenită majoritară în luna septembrie 2015, pentru prima dată în ultimii opt ani – a continuat să crească.

respectiv de consum. Aceștia li se asociază perspective mixte referitoare la standardele de creditare (relaxare, respectiv înăsprire în cazul creditelor imobiliare, respectiv de consum, și *statu-quo* în cazul creditelor acordate companiilor). Astfel, ritmul anual de creștere a creditelor acordate populației a continuat să se majoreze (6,3 la sută, față de 5,4 la sută în trimestrul III), pe seama creșterii mai rapide a creditelor în lei pentru consum și alte scopuri, suprapusă prelungirii dinamicii înalte a împrumuturilor pentru locuințe în lei (asociată inclusiv continuării programului „Prima Casă”). Concomitent, variația anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare și-a atenuat declinul (-1,1 la sută, față de -1,8 la sută), ca efect al revigorării creșterii împrumuturilor în lei pe termen scurt (cel mai probabil pe seama creditelor de tip *factoring*) și a celor pe termen lung.

La rândul lui, ritmul de creștere a masei monetare în sens restrâns s-a accelerat ușor în lunile octombrie-noiembrie 2015 (25,9 la sută, față de 25,6 la sută în trimestrul III), pe seama comportamentului numerarului în circulație, variația anuală a depozitelor ON rămânând constantă, la un nivel relativ ridicat (29,4 la sută). Evoluția s-a produs în contextul intensificării activității economice, dar și al posibilei accentuări a preferinței pentru lichiditate într-un mediu caracterizat de rate tot mai scăzute ale dobânzilor bancare, cea din urmă fiind de natură să afecteze, într-o anumită măsură, dinamica celeilalte componente majore a masei monetare în sens larg – depozitele la termen de până la doi ani; rata anuală de creștere a acestora a coborât de la -1,7 la sută în trimestrul III la -2,7 la sută în primele două luni ale trimestrului IV, ca urmare a restrângerii dinamicii anuale a plasamentelor populației, dar și a celei aferente plasamentelor companiilor. Pe acest fond, M3 și-a diminuat marginal rata de creștere anuală (9,8 la sută, față de 10,1 la sută în trimestrul III)³⁸.

Pe parcursul trimestrului IV 2015 BNR a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. În contextul menținerii în acest interval a semnului pozitiv al poziției nete a lichidității

sistemului bancar, aceasta a implicat drenarea lichidității excedentare prin intermediul facilității de depozit oferite de către banca centrală; volumul sumelor astfel plasate de instituțiile de credit s-a majorat sensibil spre finele anului, reflectând impactul majorării injecțiilor MFP în contextul accentuării asimetriei *pattern*-ului intraanual al execuției bugetare și a profilului scadențelor obligațiunilor *benchmark* denominate în lei.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară a coborât în trimestrul IV la minimul istoric, în timp ce cursul de schimb leu/euro s-a re poziționat pe un trend ușor ascendent, care s-a accentuat spre finele anului. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a consolidat în teritoriul pozitiv în intervalul septembrie-noiembrie 2015, iar variația anuală a masei monetare s-a menținut în apropierea valorilor ridicate atinse în precedente luni.

2.1. Ratele dobânzilor

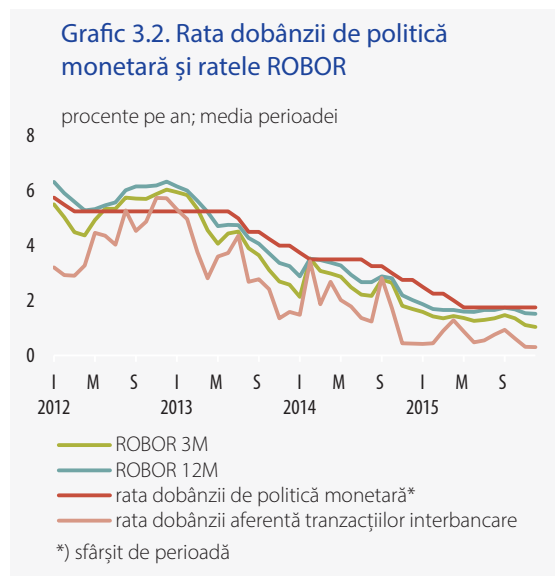
Condițiile lichidității s-au relaxat substanțial în trimestrul IV, astfel încât rata medie zilnică a dobânzii pieței monetare interbancare a revenit pe un trend descendent și a atins, în ultimele două luni ale anului 2015, valori situate în proximitatea randamentului la facilitatea de depozit, implicit noi minime istorice³⁹ (Grafic 3.2). Pe ansamblul intervalului octombrie-decembrie 2015, media randamentelor pieței monetare interbancare a coborât la nivelul de 0,44 la sută (-0,31 puncte procentuale față de trimestrul III).

În contextul reluării de către MFP a injecțiilor de rezerve în debutul trimestrului IV, randamentele pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare au tins să se diminueze gradual, apropiindu-se de limita inferioară a coridorului ratelor dobânzilor la

³⁸ Evoluția reflectă exclusiv influența statistică a reducerii ratei negative a inflației, variația nominală a M3 fiind aproape constantă.

³⁹ Seria de date începe din 1993.

facilitățile permanente ale BNR⁴⁰. Ele s-au menținut la valori foarte scăzute pe parcursul ultimelor două luni ale anului, în condițiile în care excedentul de lichiditate s-a majorat considerabil, sub impactul injecțiilor de lichiditate asociate operațiunilor în lei și în valută ale Trezoreriei, reflectând creșterea substanțială a cheltuielilor bugetare spre finele anului⁴¹.



Cotațiile ROBOR 3M-12M au receptat la rândul lor tot mai pregnant influența așteptărilor instituțiilor de credit privind accentuarea caracterului lax al condițiilor lichidității și s-au înscris pe un trend descendent, ușor mai pronunțat în cazul scadenței pe trei luni, care s-a prelungit până spre finele celei de-a doua decade din noiembrie; noi scăderi, mai puțin frecvente și de amplitudini relativ reduse, au fost consemnate în decembrie, context în care ratele ROBOR au atins minime istorice⁴². Ca urmare, media acestora a coborât pe segmentul de trei luni cu 0,44 puncte procentuale sub nivelul din septembrie 2015 (1,03 la sută), în timp ce valorile similare

⁴⁰ Totodată, creșterea randamentelor ON în primele zile ale perioadei de aplicare a RMO 24 octombrie – 23 noiembrie a fost mai puțin amplă în raport cu cea consemnată în lunile precedente, în condițiile în care rambursarea unui volum important de titluri de stat de către MFP a neutralizat influența contracționistă exercitată în mod tradițional de sporirea în această perioadă a plăților către buget.

⁴¹ Pe ansamblul lunilor noiembrie și decembrie 2015, execuția bugetară a generat un deficit de 19,4 miliarde lei (2,8 la sută din PIB), după ce în primele 10 luni ale anului se înregistrase un excedent de circa 9 miliarde lei (1,3 la sută din PIB).

⁴² Serie de date disponibilă din august 1995.

aferente termenelor de 6, respectiv 12 luni au scăzut cu 0,32, respectiv 0,22 puncte procentuale (situându-se în ultima lună a anului 2015 la 1,34, respectiv 1,52 la sută).

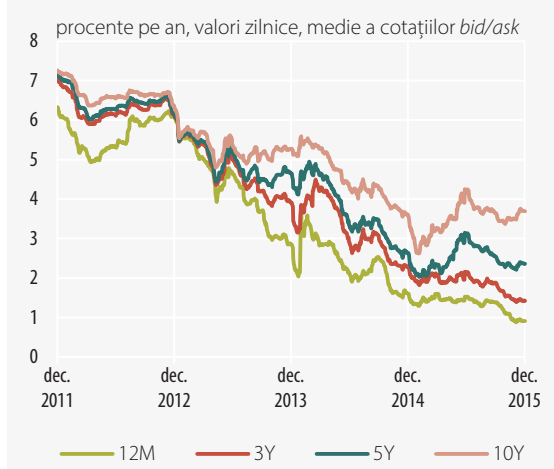
Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat cu precădere influențele exercitate de fluctuațiile așteptărilor investitorilor privind divergența conduitelor politicilor monetare ale BCE și Fed și de modificarea condițiilor lichidității pe piața monetară interbancară. În contextul dat, interesul investitorilor pentru titlurile guvernamentale (reflectat de evoluția raportului cerere/ofertă) s-a diminuat ușor, cu toate că, similar trimestrului precedent, valoarea înscrisurilor puse în circulație⁴³ a fost apropiată de volumul anunțat. Randamentele maxime acceptate în cadrul licitațiilor de titluri de stat au reînceput să scadă în octombrie, cele aferente obligațiunilor pe termen lung re poziționându-se însă apoi pe un trend ușor crescător; în cadrul ultimelor licitații desfășurate în decembrie, nivelurile acestora au atins 1,02 la sută în cazul certificatelor pe un an (-0,44 puncte procentuale față de luna septembrie) și 1,94, respectiv 3,73 la sută, în cazul titlurilor cu maturitate reziduală de aproximativ 3 și 9 ani (-0,31 puncte procentuale, respectiv -0,04 puncte procentuale față de finele trimestrului III).

Pe piața secundară, cotațiile de referință⁴⁴ ale titlurilor de stat au înregistrat o ajustare descendentă în primele două luni ale trimestrului (mai amplă în cazul titlurilor pe termen mai scurt), care a fost succedată însă, în decembrie, de o glisare în sens opus a cotațiilor de pe segmentul temporal mediu și lung al curbei randamentelor (Grafic 3.3). Cu toate acestea, în ultima lună a anului mediile lunare ale cotațiilor tuturor titlurilor s-au situat la valori inferioare cu 0,05 până la 0,5 puncte procentuale celor din septembrie; panta curbei randamentelor s-a accentuat însă ușor față de finele trimestrului III.

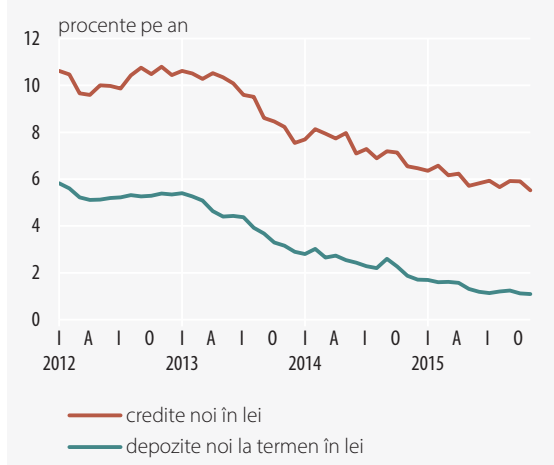
⁴³ În luna octombrie, MFP a efectuat și două emisiuni de obligațiuni pe piața externă, cu maturitatea de 10 și 20 de ani, având valoarea totală de 2 miliarde euro.

⁴⁴ Exprimare ca medie a cotațiilor *bid* și *ask*.

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



Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



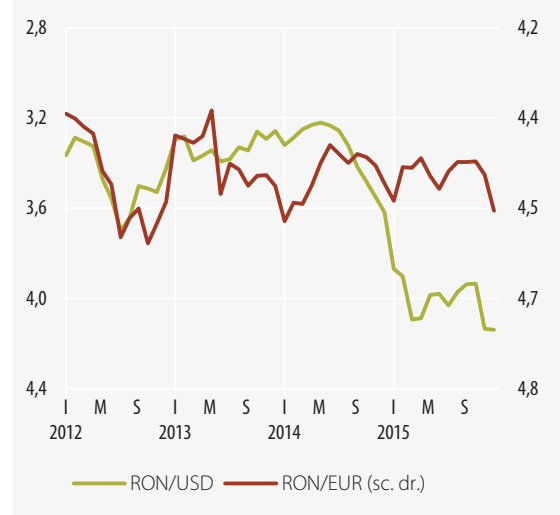
Pe ansamblul perioadei septembrie-noiembrie 2015, ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi au continuat să scadă (-0,11 puncte procentuale, până la 1,10 la sută, respectiv -0,13 puncte procentuale, până la 5,53 la sută în noiembrie), ajustările consemnate la nivelul fiecărei luni nefiind însă omogene (Grafic 3.4). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus atât în cazul societăților nefinanciare, cât și în cel al populației, înregistrând în luna noiembrie cele mai mici valori ale perioadei de după 1990 (-0,14 puncte procentuale, până la 0,77 la sută, respectiv -0,06 puncte procentuale, până la 1,58 la sută). În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a scăzut cu 0,09 puncte procentuale (până la 4,37 la sută în noiembrie – nivel

minim post-1990), cu precădere datorită evoluției de pe segmentul creditelor de valoare mare (peste 1 milion echivalent euro) – influențată inclusiv de derularea unui volum important de operațiuni de *factoring*. La rândul ei, rata medie a dobânzii aferente creditelor noi ale populației s-a redus cu 0,23 puncte procentuale (până la 6,62 la sută în noiembrie), în principal ca urmare a declinului înregistrat pe segmentul creditelor noi pentru locuințe și a sporirii ponderii deținute de acestea în volumul total al creditelor noi acordate persoanelor fizice.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a re poziționat pe un trend ușor ascendent în prima lună a trimestrului IV, pentru ca spre finalul acestuia să consemneze o creștere semnificativă (Grafic 3.5), în principal ca urmare a schimbării sentimentului investitorilor financiari față de piețele din regiune ulterior adoptării deciziilor de politică monetară ale BCE și în anticiparea deciziei Fed din luna decembrie.

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Raportul leu/euro și-a prelungit traiectoria cvasiliniară până la mijlocul lunii octombrie, în condițiile consolidării așteptărilor investitorilor privind amânarea pentru trimestrul IV sau chiar trimestrul I 2016 a momentului inițierii de către Fed a ciclului de creștere a ratei dobânzii⁴⁵, de natură să

⁴⁵ Date fiind evoluția sub așteptări a unor indicatori economici din SUA, precum și creșterea preocupării Fed pentru nivelul ridicat al ratei de schimb a dolarului, relevată în contextul publicării minutei ședinței din luna septembrie.

prezerve sentimentul favorabil al pieței financiare internaționale. Contextul a fost valorificat de MFP, care a atras de pe piața externă 2 miliarde euro prin intermediul a două emisiuni de euroobligațiuni (Tabel 3.1) cu scadența de 10, respectiv, 20 de ani, în cadrul cărora ordinele de subscriere au depășit 5 miliarde euro.

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

	milioane euro					
	11 luni 2014			11 luni 2015		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	953	-2 336	3 290	1 357	-1 799	3 156
Investiții directe	265	3 007	-2 742	602	3 273	-2 671
Investiții de portofoliu	69	2 961	-2 892	321	-232	553
Derivate financiare	-15	0	-15	-577	0	-577
Alte investiții	2 436	-8 305	10 741	1 991	-4 841	6 832
– numerar și depozite	1 842	-2 787	4 629	1 369	-1 532	2 900
– împrumuturi	387	-5 385	5 772	228	-3 464	3 692
– altele	207	-133	340	394	155	240
Active de rezervă ale BNR (net)	-1 802	0	-1 802	-980	0	-980

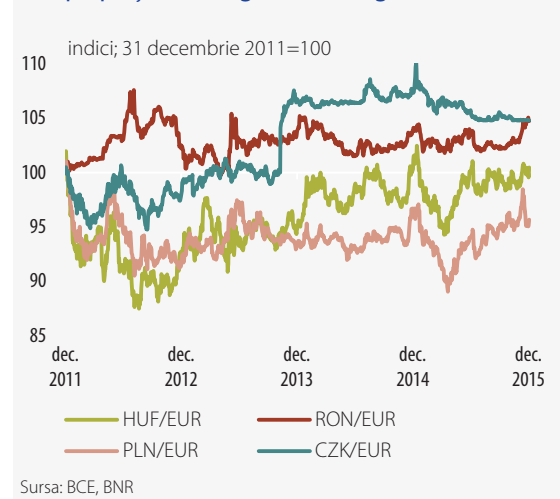
*) „+” creștere / „-” scădere

Pe fondul creșterii ulterioare a probabilității efectuării în decembrie 2015 a primei majorări a ratei dobânzii de politică monetară a Fed, monedele din regiune, implicit moneda națională, au început să manifeste o tendință de depreciere față de euro, semnificativ atenuată, însă, sau chiar stopată temporar la mijlocul lunii noiembrie, de semnalele date de BCE privind iminența sporirii gradului de acomodare a politicii monetare în zona euro; în raport cu dolarul SUA, deprecierea acumulată de leu a fost însă mai mare, dată fiind semnificativa scădere înregistrată de raportul EUR/USD în anticiparea accentuării relativ simetrice, în luna decembrie, a divergenței conduitei politicilor monetare ale celor două bănci centrale⁴⁶.

⁴⁶ Unii oficiali ai Fed s-au exprimat în acest interval în favoarea inițierii procesului de normalizare a politicii monetare a SUA până la finele anului 2015.

În contextul sporirii volatilității pe piețele financiare internaționale ulterior comunicării deciziilor adoptate de BCE în luna decembrie, care au infirmat așteptările investitorilor privind dimensiunea relaxării suplimentare a politicii monetare în zona euro, ratele de schimb ale monedelor din regiune, inclusiv cea a leului, au consemnat o creștere abruptă (Grafic 3.6). Spre deosebire, însă, de cursurile de schimb ale zlotului și forintului, care au suferit mai apoi o corecție descendentă, raportul leu/euro a continuat să crească până spre finele anului⁴⁷, probabil și ca urmare a relaxării ample a politicii fiscale în luna decembrie, de natură să potențeze creșterea cererii excedentare de pe piața valutară interbancară. Mișcarea ratei de schimb a leului a fost totuși încetinită de anunțul Fed privind caracterul gradual al ajustării viitoare a ratei dobânzii de politică monetară, ulterior majorării ei cu 0,25 puncte procentuale în ședința din decembrie, precum și de decizia Moody's privind îmbunătățirea perspectivei rating-ului suveran al României (de la „stabilă” la „pozitivă”).

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



Pe ansamblul trimestrului IV, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 1,8 la sută în termeni nominali și cu 1,1 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, leul s-a depreciat cu 4,9 la sută în termeni nominali și cu 4,2 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut semnificativ în raport cu euro⁴⁸. Din perspectiva variației

⁴⁷ Deprecierea consemnată de leu în raport cu euro în perioada octombrie-decembrie (1,8 la sută) a fost apropiată de cea a zlotului (1,7 la sută), dar mai ridicată decât cea înregistrată de forint (0,4 la sută).

⁴⁸ În luna noiembrie, raportul mediu EUR/USD (1,0736) a atins cea mai mică valoare din februarie 2003 (conform datelor BCE).

anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a majorat deprecierea nominală față de euro, dar și-a diminuat-o pe cea înregistrată în raport cu dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul septembrie-noiembrie 2015, dinamica masei monetare⁴⁹ (M3) s-a menținut la un nivel înalt din perspectiva ultimilor șase ani și jumătate, reducându-se însă marginal⁵⁰ (10,0 la sută, față de 10,2 la sută în perioada iunie-august 2015), după ce în precedenta perioadă consemnase o accelerare substanțială. Evoluția a reflectat în principal efectele de sens opus exercitate, pe de o parte, de relativa reducere a sumelor alocate beneficiarilor de fonduri structurale⁵¹ și de temperarea ritmului de creștere a unor categorii de cheltuieli bugetare⁵² și, pe de altă parte, de majorarea câștigurilor de natură salarială ale unor categorii de personal din sectorul bugetar⁵³.

Masa monetară în sens restrâns (M1) și-a prelungit însă panta ascendentă a dinamicii, pe seama evoluției numerarului în circulație și, îndeosebi, a celei aferente depozitelor ON aparținând populației și companiilor (Tabel 3.2; Grafic 3.7). În același timp, variația depozitelor la termen sub doi ani s-a readâncit în teritoriul negativ, ca urmare a restrângerii dinamicii plasamentelor ambelor categorii majore de clienți. În condițiile accentuării divergenței dintre traiectoriile ratelor de creștere ale principalelor componente ale M3, ponderea medie a M1 în masa monetară a redevenit predominantă (după șase ani și jumătate).

⁴⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2015.

⁵⁰ În termeni nominali, dinamica M3 s-a menținut constantă.

⁵¹ Conform calculului efectuate pe baza datelor disponibile pe *website*-ul MFE.

⁵² Conform datelor privind execuția bugetară și celor din comunicatele de presă ale ANAF, ritmul mediu de creștere anuală a cheltuielilor lunare cu bunurile și serviciile și cel al rambursărilor de TVA s-au încetinit.

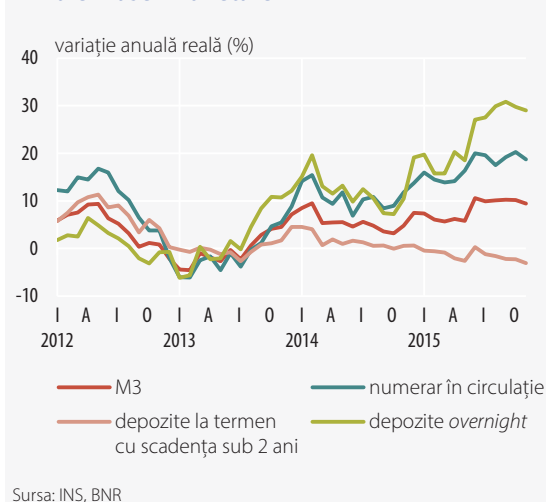
⁵³ Majorarea salariilor de bază, sporurilor, indemnizațiilor și a celorlalte elemente ale sistemului de salarizare care nu fac parte din salariul de bază al personalului nedidactic din învățământ (OUG nr. 27/2015), creșterea indemnizațiilor persoanelor care ocupă unele funcții de demnitate publică (Ordonanța Guvernului nr. 14/2015), acordarea celei de-a doua tranșe de majorare a salariilor de bază ale personalului didactic și didactic auxiliar din învățământ (OUG nr. 83/2014), creșterea salariului în sistemul sanitar (OUG nr. 35/2015) și plata drepturilor stabilite în urma hotărârilor judecătorești (Hotărârile Guvernului nr. 785, nr. 766 și nr. 803 din 2015).

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2014	2015				
	IV	I	II	III	oct.	nov.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	5,2	6,4	7,5	10,1	10,2	9,5
M1	12,0	16,3	20,1	25,6	26,4	25,4
Numerar în circulație	11,5	14,8	16,8	18,8	20,3	18,7
Depozite <i>overnight</i>	12,3	17,1	22,0	29,4	29,8	29,0
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	0,4	-0,6	-1,5	-1,7	-2,3	-3,1

Sursa: INS, BNR

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

La rândul ei, dinamica depozitelor totale din M3 s-a redus ușor (după ce în perioada anterioară ea consemnase un avans semnificativ), evoluția regăsindu-se atât la nivelul populației, cât și pe segmentul companiilor. În cazul celei dintâi, mișcarea a reflectat, cel mai probabil, încetinirea creșterii remiterilor din străinătate⁵⁴, doar parțial compensată de influența sporirii dinamicii câștigurilor salariale⁵⁵. În sectorul companiilor, influențele au provenit din diminuarea sumelor primite în contul fondurilor europene și de la bugetul de stat (cu precădere rambursări de TVA),

⁵⁴ Conform datelor din balanța de plăți, în intervalul septembrie-noiembrie 2015, variația volumului mediu lunar al transferurilor lucrătorilor din străinătate s-a redus.

⁵⁵ În intervalul septembrie-noiembrie 2015, ritmul mediu de creștere anuală reală a salariului net pe economie a fost cel mai mare din perioada postcriză.

precum și din efectuarea plății celei de-a doua tranșe a impozitului pe construcții.

Din perspectiva principalelor contrapartide, evoluția M3 a reflectat efectele de sens opus generate, pe de o parte, de scăderea variației creditului net acordat administrației publice centrale și de majorarea vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung⁵⁶ și, pe de altă parte, de sporirea ritmurilor de creștere a creditului acordat sectorului privat și a activelor externe nete ale sectorului bancar.

Creditul acordat sectorului privat

În perioada septembrie-noiembrie 2015, variația creditului acordat sectorului privat⁵⁷ a continuat să avanseze în teritoriul pozitiv (2,6 la sută – cea mai mare valoare din ultimii trei ani și jumătate –, față de 1,5 la sută în perioada iunie-august 2015), mișcarea datorându-se în totalitate creșterii dinamicii componentei în lei (Grafic 3.8). În acest context, ponderea medie a împrumuturilor în moneda națională în totalul creditului acordat sectorului privat a devenit majoritară (50,6 la sută), în premieră pentru ultimii opt ani. Evoluția creditului acordat sectorului privat a fost în principal rezultanta: (i) majorării volumului de credite noi în lei⁵⁸; (ii) încetinerii operațiunilor de scoatere a creditelor neperformante în monedă națională din bilanțul instituțiilor de credit și (iii) a amplificării achizițiilor de credite în valută efectuate de bănci; impactul acestora l-a surclasat pe cel decurgând din anularea unor împrumuturi în devalize.

Ambele sectoare instituționale majore au contribuit la majorarea dinamicii creditului acordat sectorului privat (Grafic 3.9). În cazul creditului acordat populației, plusul de ritm a provenit exclusiv din creșterea dinamicii componentei în lei; aceasta a atins vârful ultimilor șapte ani și jumătate, în condițiile sporirii variației creditelor pentru consum și alte scopuri⁵⁹ – în principal pe fondul continuării scăderii ratelor dobânzilor și, posibil, a utilizării

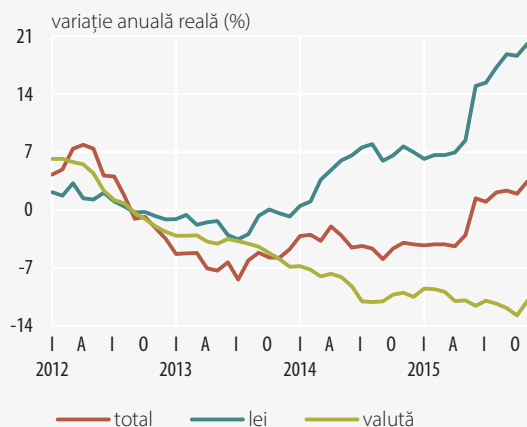
⁵⁶ Inclusiv conturile de capital.

⁵⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2015.

⁵⁸ Datele privind creditele noi au fost preluate din Raportarea privind ratele dobânzilor.

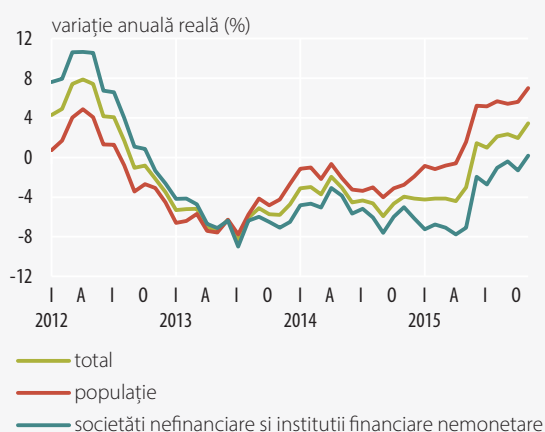
⁵⁹ Creditele pentru consum, alte scopuri și dezvoltarea afacerilor au fost analizate sub forma unui indicator unic în vederea eliminării efectului modificării metodologiei statistice introduse din luna ianuarie 2015.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

procedurii simplificate de verificare a veniturilor solicitanților de împrumuturi⁶⁰ –, căreia i s-a asociat prelungirea ritmului înalt de creștere a creditului pentru locuințe. Variația împrumuturilor în valută ale segmentului (exprimate în euro) a avansat însă în teritoriul negativ, în pofida derulării de către bănci a unor operațiuni de achiziții de credite în devalize. Pe segmentul societăților nefinanciare, creșterea dinamicii a continuat să fie determinată tot de componenta în lei (indiferent de scadență), variația împrumuturilor în valută (exprimate în euro) menținându-se relativ stabilă.

⁶⁰ Dată fiind încheierea unei convenții între ARB și ANAF în vederea verificării veniturilor solicitanților de credit, al cărei obiectiv îl constituie, conform comunicatului ARB, „eficientizarea activității de creditare și reducerea incidenței fraudelor bancare care au la bază documente falsificate”.

4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Rata anuală a inflației IPC este proiectată la valorile de 1,4 la sută și de 3,4 la sută la finele anilor 2016 și, respectiv, 2017, profilul acesteia fiind semnificativ marcat de măsurile de relaxare fiscală. În absența acestora, rata anuală a inflației ar reveni în interiorul intervalului asociat țintei (1,5-3,5 la sută) începând cu mijlocul anului curent și s-ar situa ușor peste limita superioară a acestuia la finele anului 2017. Poziționarea acestor indicatori în vecinătatea limitei superioare a intervalului țintei la orizontul prognozei este în principal rezultatul acumulării treptate a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali la nivelul indicelui CORE2 ajustat. La începutul anului 2017, odată cu epuizarea efectului de runda întâi al modificării cotei standard a TVA din ianuarie 2016 și în contextul acumulării treptate în economie a unui exces de cerere, începând chiar din trimestrul II al anului curent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va cunoaște un salt semnificativ. Reconfigurările recente, multiple și de magnitudine apreciabile, atât ale coordonatelor mediului economic intern, cât și ale celui extern, semnaleză o balanță a riscurilor la adresa inflației înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria acesteia din scenariul de bază.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a cererii externe, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România), prevede menținerea premiselor redresării acesteia. Având în vedere perspectivele mai puțin favorabile de evoluție a unor economii emergente, dinamica anuale au fost marginal revizuite în jos în prima parte a intervalului de prognoză comparativ cu Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2015 (Tabel 4.1). Creșterea

economică din zona euro va fi susținută de măsurile convenționale și neconvenționale de politică monetară implementate de BCE, de restrângerea factorilor inhibitori la adresa finanțării prin îndatorare a sectorului privat și de ușoara relaxare fiscală. De asemenea, cererea internă din aceste economii va fi stimulată de prețurile mai scăzute ale produselor energetice, de ameliorarea condițiilor de pe piața forței de muncă și de îmbunătățirea încrederii în economie. Față de raportul anterior, *gap*-ul PIB UE efectiv⁶¹ a fost de asemenea revizuit marginal în sens descendent în prima parte a intervalului, fiind, astfel, preconizat să exercite un impact ușor mai restrictiv la adresa activității economice din România la acest orizont. În a doua parte a intervalului analizat, însă, este de așteptat ca influența acestui factor să devină relativ mai favorabilă.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2016	2017
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,85	2,09
Inflația anuală din zona euro (%)	1,00	1,51
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,65	2,34
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,21	-0,12
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,07	1,08
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	37,4	44,4

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

Sub influența prețurilor mai reduse ale produselor energetice, rata anuală a inflației IAPC din zona euro a fost marginal revizuită în jos pe majoritatea intervalului proiecției, fiind previzionată a se înscrie pe o traiectorie ușor ascendentă, rămânând, însă, sub nivelul reper de 2 la sută vizat de definiția BCE a stabilității prețurilor. Rata anuală a inflației din SUA

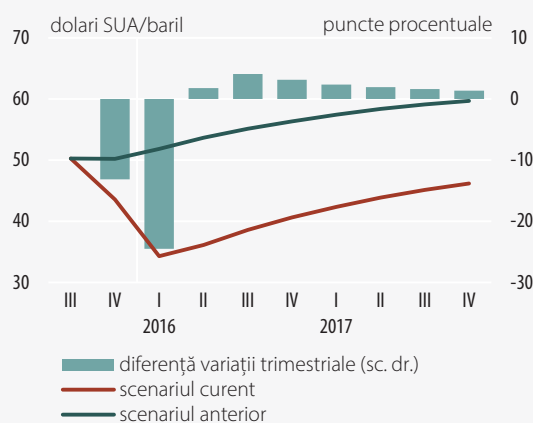
⁶¹ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

este prognozată la valori marginal mai reduse comparativ cu runda anterioară, însă mai ridicate față de cele anticipate pentru zona euro.

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este de așteptat să persiste la valori marginal negative, cu o ușoară tendință de a reveni la valori pozitive la orizontul proiecției. Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede continuarea deprecierei monedei europene până în jurul cotației de 1,06 dolari SUA pentru un euro, urmată de inversarea acestei tendințe în a doua parte a intervalului de prognoză.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor futures și prevede o traiectorie crescătoare începând cu trimestrul II 2016. Pe fondul unei cereri reduse, datorată în principal încetirii activității economice în China și unei oferte supraabundente (în special din Arabia Saudită și SUA), cotațiile au fost revizuite în jos față de cele utilizate în Raportul asupra inflației precedent, însă dinamica trimestrială a acestor prețuri prevede o creștere mai rapidă începând cu trimestrul II 2016 (Grafic 4.1). În condițiile multiplelor reconfigurări survenite în perioadele recente pe piața globală a petrolului, scenariul de evoluție a prețului acestuia pe parcursul următoarelor opt trimestre este marcat de o doză sporită de incertitudine.

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



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

1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macro-economice, rata anuală a inflației IPC se va situa la nivelul de 1,4 la sută la finele anului 2016 și la 3,4 la sută la sfârșitul anului 2017, valori plasate sub limita inferioară și, respectiv, în jumătatea superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Tabel 4.2).

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

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

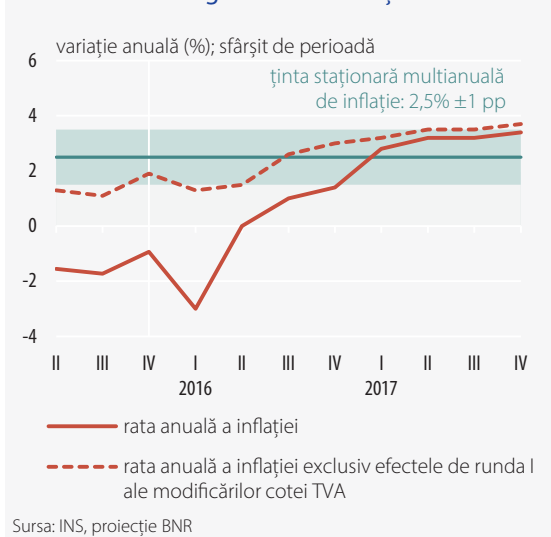
*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Evoluția proiectată a ratei anuale a inflației este afectată semnificativ de măsurile de relaxare fiscală, îndeosebi de cele care vizează reducerea succesivă a impozitelor indirecte⁶². Astfel, prognoza curentă prevede plasarea ratei anuale a inflației IPC la niveluri minime istorice situate sub -2,5 la sută până în luna mai 2016, în condițiile suprapunerii măsurilor cu privire la modificarea cotelor TVA din iunie 2015 și ianuarie 2016. 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 atinge nivelul de 0 la sută, redevenind ulterior pozitivă. Odată cu epuizarea impactului direct al reducerii cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută, începând cu luna ianuarie 2017 rata inflației va reveni în interiorul intervalului țintei, plasându-se

⁶² Între aceste măsuri, efecte semnificative asupra ratei anuale a inflației IPC sunt generate de extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută, în luna iunie 2015, la toate alimentele, băuturile alcoolice și serviciile de alimentație publică și, în luna ianuarie 2016, la serviciile de livrare a apei potabile, reducerea cotei standard a TVA în două etape, cu 4 puncte procentuale în ianuarie 2016 și, respectiv, cu 1 punct procentual în ianuarie 2017, precum și eliminarea accizei speciale la combustibili în ianuarie 2017. Pentru mai multe detalii cu privire la impactul de runda întâi al acestor măsuri fiscale asupra prețurilor diferitelor componente ale coșului de consum, a se consulta Rapoartele asupra inflației din lunile august și noiembrie 2015.

în jumătatea superioară a acestuia la finele anului. La acest orizont se anticipează că influențele intrării în vigoare a unei noi reduceri cu 1 punct procentual a cotei standard a TVA, precum și ale diminuării nivelului accizelor la combustibili vor fi dominate de impactul acumulării presiunilor din partea cererii agregate din economie, inclusiv pe seama unei dinamici alerte a veniturilor din salarii. În absența efectelor de runda I ale măsurilor fiscale cu privire la modificările cotei TVA, rata anuală a inflației ar reveni în interiorul intervalului asociat țintei de la mijlocul anului curent, atingând valoarea de 3 la sută la finele anului 2016 și de 3,7 la sută la sfârșitul anului 2017, niveluri situate în interiorul și, respectiv, peste limita superioară a intervalului țintei. Rata anuală a inflației IPC, recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi, tranzitorii, ale reducerilor cotei TVA, evidențiază mai bine presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali care se manifestă în economie (Grafic 4.2).

Grafic 4.2. Prognostul ratei inflației

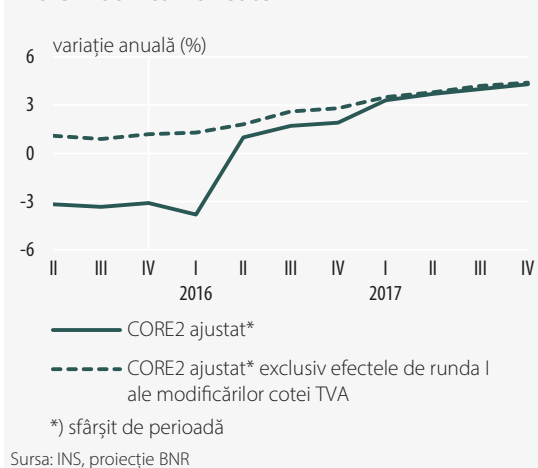


Din perspectiva evaluării îndeplinirii criteriilor de la Maastricht, relevantă este rata medie anuală a inflației. Calculată pornind de la indicele național al prețurilor de consum (IPC), aceasta este prevăzută a reintra în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale începând cu luna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

Comparativ cu evaluările din raportul precedent, valoarea anticipată a ratei anuale a inflației IPC este mai ridicată la finele anului curent cu 0,3 puncte

procentuale, în principal pe fondul proiectării unor contribuții mai ridicate provenind din partea indicelui CORE2 ajustat și a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO).

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



Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va înregistra valori negative până în luna mai 2016, după care este prevăzută a reveni în teritoriu pozitiv, înscriindu-se pe o traiectorie gradual ascendentă, întreruptă doar de o accelerare de ritm în ianuarie 2017. Astfel, rata anuală a inflației de bază se va plasa la sfârșitul anilor 2016 și 2017 la 1,9 la sută și, respectiv, 4,3 la sută (Grafic 4.3). Profilul proiectat al acesteia este marcat, pe de-o parte, de reducerile succesive ale cotei TVA și, ulterior, de epuizarea efectelor statistice de runda întâi ale acestor reduceri⁶³ (în iunie 2016, ianuarie 2017 și ianuarie 2018), iar pe de altă parte, de intensificarea presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. Aceștia din urmă reflectă influențe cu caracter persistent resimțite de rata anuală a inflației de bază și provin din următoarele surse: amplificarea anticipată a excedentului de cerere, ulterior inversării poziției ciclice a economiei din prima parte a intervalului prognozei, concomitent cu accelerarea dinamicii costurilor

⁶³ Extinderea cotei reduse de 9 la sută a TVA la alimente în iunie 2015 și, respectiv, reducerea cu 4 puncte procentuale a cotei standard a TVA în ianuarie 2016. Efectul de bază ocazionat de ultima măsură menționată este prevăzută a prevala asupra impactului modest al șocului dezinflaționist al reducerii suplimentare cu 1 punct procentual a cotei standard din ianuarie 2017 asupra ratei anuale.

salariale unitare⁶⁴; configurația anticipațiilor inflaționiste, prin intermediul cărora se transmit efectele de runda a doua ale reducerilor cotei TVA; influența prețurilor de import, pe fondul evoluției preconizate a prețurilor externe. Punând în evidență acțiunea acestor factori, inflația de bază calculată prin excluderea efectelor directe ale măsurilor de reducere a cotei TVA se situează la finele anilor 2016 și 2017 la 2,8 la sută și, respectiv, 4,4 la sută (Tabel 4.3).

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
CORE2 ajustat	-3,8	1,0	1,7	1,9	3,3	3,7	4,0	4,3
CORE2 ajustat*	1,3	1,8	2,6	2,8	3,5	3,8	4,2	4,4

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2015, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus cu 0,6 puncte procentuale pentru finele anului curent. Aceasta se datorează în principal acumulării unor presiuni inflaționiste mai accentuate din partea cererii agregate, pe seama reevaluării decalajului dintre dinamica câștigurilor salariale și cea a productivității muncii⁶⁵, și nivelului mai depreciat al leului atât față de euro, cât și față de dolarul SUA în trimestrul IV 2015 comparativ cu valorile anticipate în raportul precedent, cu efecte propagate asupra dinamicii prețurilor de import.

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

⁶⁴ În condițiile majorărilor câștigurilor salariale din sectorul bugetar implementate la finalul anului trecut și ale salariului minim brut pe economie.

⁶⁵ Reevaluarea a ținut cont de majorarea salariului minim brut pe economie cu 200 RON în luna mai 2016 (față de 150 RON în ianuarie 2016, creșterea preconizată în raportul anterior), de creșterile salariilor din sectorul bugetar de la finalul anului 2015 (cu excepția salariilor din învățământ și sănătate publică, ale căror majorări au fost incluse în scenariul de bază precedent) și de efectele de demonstrație ale acestora asupra salariilor din sectorul privat.

alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2016, cu 0,1 puncte procentuale mai redusă comparativ cu raportul anterior. La finalul anului viitor, aceasta este de 0,9 puncte procentuale (Tabel 4.4).

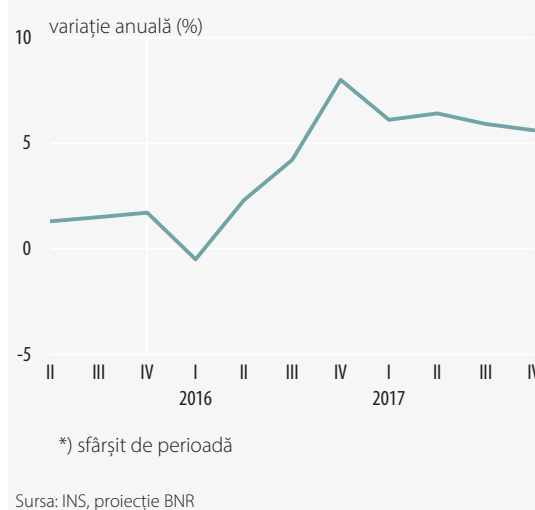
Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2016	2017
Prețuri administrate	0,1	0,6
Combustibili	-0,4	-0,2
Prețuri LFO	0,5	0,4
CORE2 ajustat	1,2	2,5
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,0	0,0

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

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate a înregistra o dinamică anuală de 8,0 la sută la finele anului 2016, revizuită în sus comparativ cu raportul anterior, și de 5,6 la sută la sfârșitul anului 2017 (Grafic 4.4). În ipoteza unor ani cu recolte agricole normale⁶⁶, traiectoria acestora este marcată în principal de dispariția, în iunie 2016, a efectului de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA aplicate acestor produse în luna iunie a anului anterior.

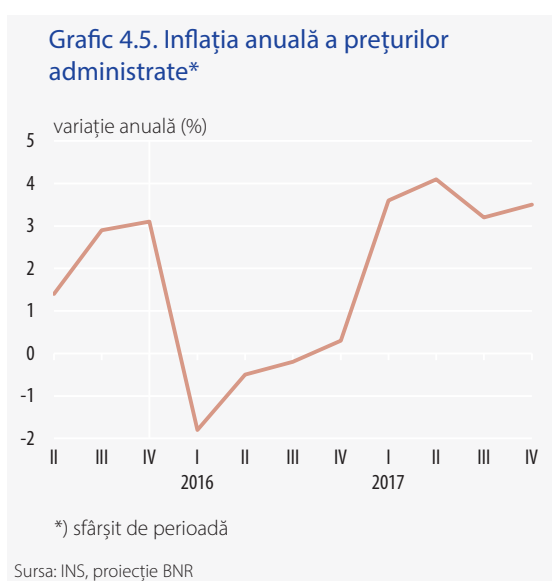
Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO*



Sursa: INS, proiecție BNR

⁶⁶ Ipoteza standard în lipsa altor informații relevante este cea a înregistrării unor recolte normale (în apropierea mediei multianuale a producției agricole) în ambii ani ai intervalului de prognoză.

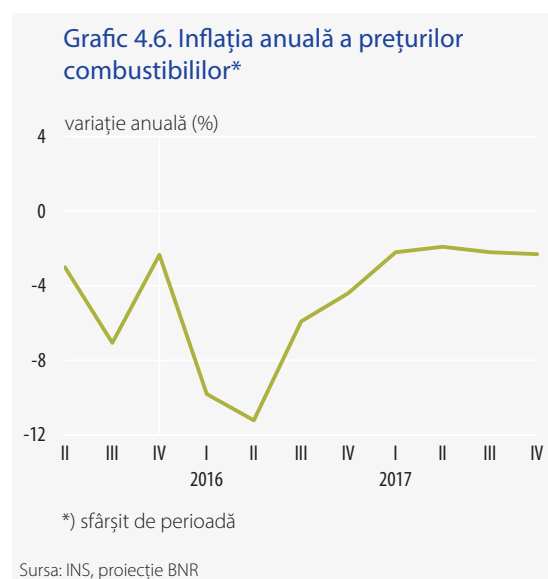
Scenariul de variație a prețurilor administrate încorporează informațiile provenite de la autoritățile de profil interne, precum și cele mai recente evoluții ale acestor categorii de prețuri. Dinamica anuală a grupei este proiectată la 0,3 la sută la finele anului curent și la 3,5 la sută în decembrie 2017 (Grafic 4.5). Prognoza pentru anul în curs a fost revizuită în jos cu 0,4 puncte procentuale pe fondul unei creșteri mai lente decât se anticipa anterior a prețului energiei electrice, în contextul reducerii în luna ianuarie a anului curent a tarifelor de distribuție, precum și pe baza evoluției recente a prețului energiei termice.



Traectoria ratei anuale a inflației la produsele din tutun și băuturi alcoolice este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, care prevede în luna ianuarie 2016 o reșezare a nivelului accizelor pentru alcool și băuturile alcoolice, precum și creșteri ale cuantumului accizei totale la 1 000 de țigarete cu 4,5 la sută față de nivelul din 2015. În cazul acestora din urmă, o nouă creștere, cu 1,1 la sută, este preconizată în 2017. La rândul său, dinamica anuală a grupei este marcată de reducerile cotei standard a TVA din 2016 și 2017. Pentru anul 2016, nivelul proiectat este doar ușor mai ridicat față de cel din Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2015.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este anticipată a se menține în teritoriul negativ pe parcursul întregului interval de prognoză, atingând -4,4 la sută la sfârșitul anului 2016, valoare revizuită

în jos cu 2,1 puncte procentuale față de proiecția precedentă, și -2,3 la sută la finele anului 2017 (Grafic 4.6). În sensul scăderii prețurilor asociate acestei grupe de produse acționează reducerea în două etape a cotei standard a TVA, eliminarea supraaccizei la carburanți (1 ianuarie 2017), precum și dinamica anuală negativă a prețului petrolului în prima parte a intervalului de prognoză. Influențe de sens contrar pe parcursul anului curent sunt asociate unei traiectorii preconizate în ușoară depreciere a cursului EUR/USD, cu impact nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra prețurilor în lei ale acestei categorii de produse. Pentru anul viitor contribuții pozitive la evoluția prețurilor combustibililor provin din partea anticipării unei dinamici anuale pozitive a cotațiilor petrolului și a reînscriserii așteptărilor privind inflația pe o pantă crescătoare.



1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁶⁷

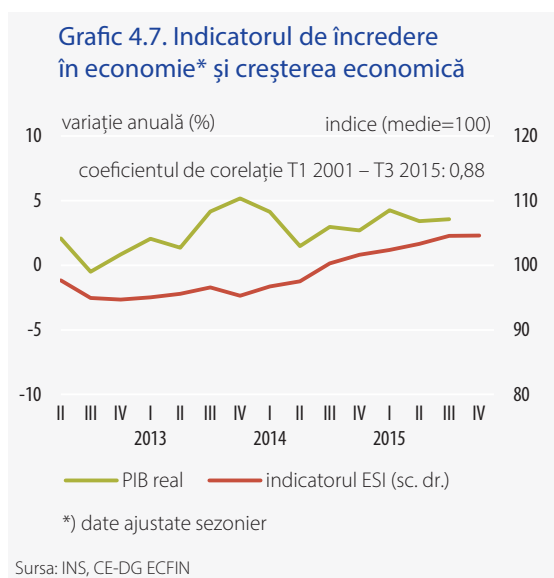
Deviația PIB

Conform INS⁶⁸, în trimestrul III 2015 PIB real ajustat sezonier a crescut cu 1,4 la sută față de trimestrul anterior (în termeni anuali creșterea economică

⁶⁷ 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.

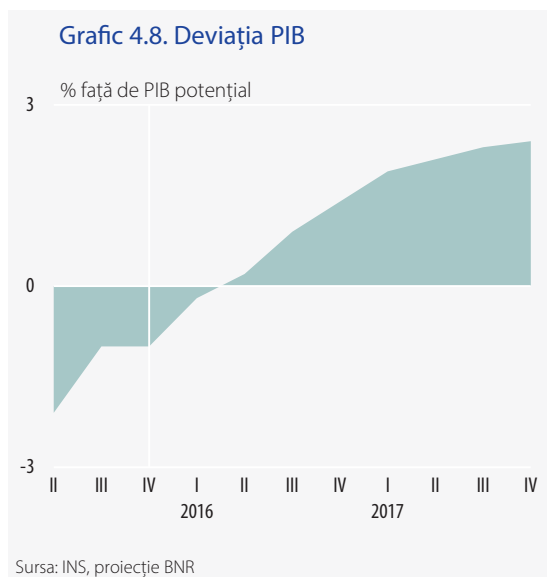
⁶⁸ Comunicatul nr. 21 din 15 ianuarie 2016.

a fost de 3,6 la sută). Analiza evoluției unor serii macroeconomice indicative sugerează menținerea în teritoriu pozitiv a dinamicii trimestriale a PIB real pe parcursul trimestrului IV 2015: comerțul cu amănuntul (cu excepția auto-moto) și producția industrială au înregistrat creșteri de 4,7 la sută și, respectiv, 0,2 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2015 față de media trimestrului anterior, iar indicatorul de încredere în economie s-a menținut în trimestrul IV 2015 la valori maxime postcriză (Grafic 4.7). Dinamica producției agricole în 2015, estimată a înregistra valori inferioare mediei pe termen lung, este evaluată a avea un efect negativ asupra ritmului de creștere a PIB real din trimestrele III și IV 2015.



Pe parcursul anului curent și al celui următor, evoluțiile stocului de capital și ale forței de muncă sunt proiectate a îngloba creșterile recente și cele prognozate ale volumului de investiții, respectiv ale populației ocupate, cu efecte pozitive asupra PIB potențial. Dinamica productivității totale a factorilor este anticipată a încorpora pe de o parte evoluția modestă a sectorului agricol din anul 2015 (cu efect statistic de reportare și în 2016), iar pe de altă parte, efectele pozitive ale programelor de perfecționare profesională și de rețehnologizare a capacităților de producție, prognozate a beneficia de condiții favorabile de finanțare și de continuarea absorbției fondurilor structurale și de coeziune. Raportat la aceste dinamici anticipate, persistă incertitudinile asociate evoluțiilor din mediul

extern și, implicit, volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor emergente, în general, și celor din regiune, în particular, cu potențial de a configura traiectorii diferite ale dinamicii factorilor de producție.



Față de runda anterioară de prognoză, deficitul de cerere estimat pentru trimestrul III 2015 a fost revizuit la o valoare mai redusă, implicând, *ceteris paribus*, presiuni dezinflaționiste în diminuare. Revizuirea deviației PIB a survenit pe fondul subestimării dinamicii PIB din trimestrul III 2015 și al revizuirii de către INS a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier. Deficitul de cerere din trimestrul IV 2015 este evaluat la un nivel similar celui din trimestrul anterior (Grafic 4.8), în condițiile menținerii caracterului stimulat al componentei discreționare a politicii fiscale (impulsul fiscal) și al condițiilor monetare reale în sens larg. Cererea externă este estimată a exercita o influență restrictivă, în diminuare marginală, asupra deviației PIB. Reducerea deficitului de cerere în a doua jumătate a anului 2015 este susținută și de evoluția favorabilă a gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie, care a crescut atât în trimestrul III, cât și în trimestrul IV 2015.

Prognoza curentă prevede eliminarea graduală a deficitului de cerere și acumularea, pe parcursul anului 2016, a unui exces în creștere treptată până la orizontul proiecției. Evoluția *gap*-ului PIB se datorează cu precădere conduitei expansioniste a

politicii fiscale și, într-o mai mică măsură, redresării graduale a cererii externe și unui set stimulat al condițiilor monetare reale. Aceasta implică presiuni dezinflaționiste în diminuare pe parcursul anului 2015 și, cu începere din 2016, influențe în sensul stimulării creșterii prețurilor bunurilor de consum. Comparativ cu Raportul asupra inflației din noiembrie 2015, revizuirea proiecției deviației PIB reflectă efectul mai stimulat al componentei discreționare a politicii fiscale și a celei a veniturilor, poziționarea ciclică relativ mai favorabilă a cererii externe efective în a doua parte a intervalului de proiecție (susținută de conduita politicii monetare a BCE), impactul reevaluării deviației PIB din perioadele recente, precum și influența ușor mai stimulată a condițiilor monetare reale.

Scenariul de bază prevede consolidarea creșterii economice în anul 2015, în pofida unei producții agricole sub media pe termen lung și, respectiv, accelerarea acesteia în 2016 și 2017, sub impactul evoluției alerte a cererii interne, pe seama creșterii susținute a consumului și a dinamicii favorabile anticipate a investițiilor. În condițiile avansului semnificativ al cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a fi superioară celei a exporturilor, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB fiind proiectată a rămâne negativă pe intervalul de prognoză.

Componentele cererii agregate

Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este estimat a-și continua evoluția pozitivă din trimestrele anterioare și pe parcursul trimestrului IV 2015. Dinamica acestuia este susținută de creșterea venitului disponibil real, sub impactul majorărilor salariale recente (creștere în termeni nominali de 3,2 la sută a salariului mediu net în economie în perioada octombrie-noiembrie față de media trimestrului III). Creșterea estimată a consumului individual efectiv al gospodăriilor din trimestrul IV 2015 este coroborată cu o serie de indicatori precum comerțul cu amănuntul (exclusiv auto-moto) și serviciile de piață prestate populației, care s-au majorat cu 4,7 la sută și, respectiv, 0,8 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2015 față de media trimestrului anterior. Deși în trimestrul IV 2015 față de trimestrul anterior indicatorul de încredere

a consumatorilor se reduce ușor, acesta rămâne la niveluri apropiate de maximum din perioada postcriză. În acest context, în trimestrul IV 2015 *gap*-ul negativ al acestei componente a cererii agregate este evaluat în diminuare față de trimestrul anterior.

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

Consumul colectiv efectiv al administrației publice este evaluat a se plasa în trimestrul IV 2015 la un nivel mai ridicat decât cel din trimestrul anterior, însă dinamica acestuia este apreciată a rămâne consistentă cu menținerea deficitului bugetar în limita agreată cu partenerii internaționali la începutul anului. Dinamica pozitivă a acestei componente este anticipată a continua și pe parcursul intervalului de prognoză.

Pentru trimestrul IV 2015, se preconizează reluarea dinamicii pozitive în termeni trimestriali a formării brute de capital fix (FBCF). Această evoluție este coroborată cu creșterea în perioada octombrie-noiembrie față de trimestrul anterior a unor indicatori precum volumul lucrărilor de construcții (+2,1 la sută) și stocul de credite acordate companiilor nefinanciare (+0,4 la sută în termeni reali). Avansul FBCF este susținut și de indicatorul de încredere aferent operatorilor din construcții (creștere de 3,7 puncte în trimestrul IV 2015), dar și de evoluția favorabilă a comenzilor în construcții (sold conjunctural în creștere cu 2,6 puncte în ultimul trimestru al anului 2015). Ca urmare, în trimestrul IV 2015, *gap*-ul negativ al FBCF este evaluat a se reduce.

Pe parcursul intervalului de proiecție formarea brută de capital fix este anticipată a înregistra ritmuri pozitive de creștere, pe seama consolidării

activității investiționale a sectorului privat, în paralel cu avansul anticipat al creditării interne. Contribuții favorabile vor proveni și din partea dinamizării treptate a activității economice a partenerilor comerciali ai României. La acestea se adaugă efectele stimulative din partea măsurilor fiscale planificate pe parcursul intervalului de prognoză (reducerea impozitului pe dividende și eliminarea taxei pe construcții speciale). Proiecția dinamicii favorabile a investițiilor este condiționată însă de ipoteza unei finanțări adecvate, inclusiv prin absorbția fondurilor structurale și de coeziune. Caracterul persistent al factorilor cu influență negativă asupra dinamicii medii anuale a investițiilor din ultimii ani⁶⁹ este însă indicativ pentru incertitudinea asociată proiecției privind evoluția FBCF.

Dinamica trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii este evaluată a reveni în teritoriul pozitiv în trimestrul IV 2015. Această evoluție este susținută de plasarea, în acest trimestru, a indicatorului de încredere în economie de la nivelul UE cu 0,9 puncte peste valoarea din trimestrul anterior și de perspectivele pozitive privind creșterea economică a partenerilor comerciali, sub influența unor factori precum prețul scăzut al petrolului și implementarea măsurilor de relaxare cantitativă ale BCE. Aceste perspective se suprapun însă unui context internațional marcat de incertitudini cu privire la magnitudinea încetinirii dinamicii economice din țările emergente (cu posibile efecte repercutate asupra economiilor dezvoltate din zona euro). Importurile de bunuri și servicii sunt estimate a-și fi reluat creșterea în trimestrul IV 2015, sub impulsul dinamizării cererii interne și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției favorabile anticipate a exporturilor. În aceste condiții, deviația de la tendința pe termen mediu este evaluată a se menține în teritoriu negativ în cazul exporturilor, respectiv a înregistra valori marginal pozitive în cel al importurilor.

⁶⁹ 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.

Dinamica anuală a exporturilor de bunuri și servicii este anticipată a se menține pozitivă pe parcursul intervalului de prognoză, sub ipoteza persistenței beneficiilor în plan structural înregistrate pe parcursul ultimilor ani⁷⁰. Prognoza privind dinamicile anuale ale exporturilor reflectă procesul de redresare graduală a cererii externe și, pe termen mediu, posibila atingere a limitelor superioare ale capacităților interne de producție. Date fiind evoluțiile de până la data elaborării raportului, apreciem că încetinirea consemnată la nivelul economiilor emergente (în special China), precum și tensiunile geopolitice globale nu sunt de natură a reprezenta un risc major la adresa dinamicii viitoare a exporturilor românești, în condițiile expunerii directe reduse a României pe canalul comercial. În schimb, unele efecte propagate în manieră indirectă asupra cererii externe adresate partenerilor comerciali ai României (mai ales unor țări din zona euro) ar putea exercita o influență nefavorabilă asupra dinamicii exporturilor. Evoluția anuală a importurilor de bunuri și servicii este prognozată a fi superioară celei a exporturilor pe parcursul intervalului de proiecție, pe fondul dinamicii alerte a cererii interne.

Deficitul contului curent al balanței de plăți s-a poziționat în anul 2014 la 0,5 la sută din PIB nominal (în reducere față de anul precedent), atât pe fondul diminuării deficitului balanței bunurilor și serviciilor, cât și al celui al balanței veniturilor. În anul 2015 și pe parcursul intervalului de proiecție, deficitul de cont curent este anticipat a consemna o inversare a tendinței de închidere înregistrate în perioada postcriză. Principalul factor determinant al deschiderii acestuia este dinamica accelerată a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, susținută de măsurile de relaxare fiscală. În acest context, ponderea deficitului de cont curent în PIB este prognozată a se poziționa pe termen mediu în apropierea valorii de 2 la sută. Pe termen scurt, nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate

⁷⁰ Ponderea mașinilor, aparatelor, echipamentelor și mijloacelor de transport în total exporturi FOB ale României s-a menținut la valori de cel puțin 40 la sută în perioada postcriză. Pe termen mediu, performanța acestui sector este condiționată de factori precum extinderea capacității productive, îmbunătățirea infrastructurii sau evoluția cererii externe.

de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi adecvate și favorabil distribuite din perspectiva ponderii fluxurilor generatoare versus non-generatoare de noi datorii. 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.

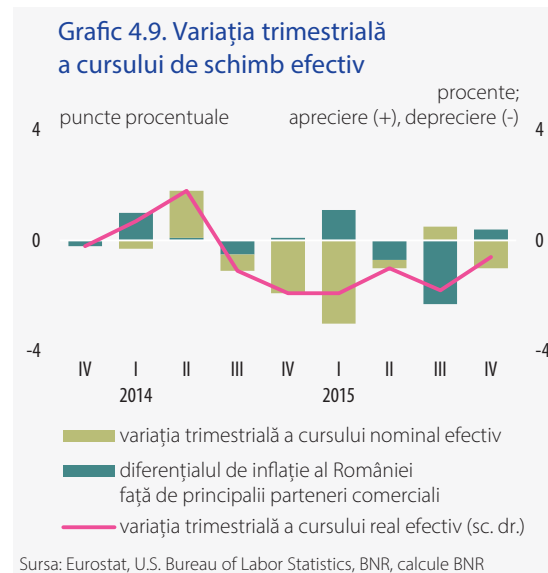
Condițiile monetare în sens larg

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 nebancari ai acestora și 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.

În termeni nominali, ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi ale clienților nebancari (denominate în lei) au manifestat o dinamică descendentă și în trimestrul IV 2015, inclusiv pe fondul impulsului propagat în timp al reducerilor ratei dobânzii de politică monetară, favorizând o modificare în același sens și a ratelor reale ale dobânzilor. Astfel, influența cumulată a deviațiilor acestora de la trenduri asupra activității economice din trimestrul I 2016 este preconizată a fi stimulative.

Pe parcursul trimestrului IV 2015, comparativ cu cel anterior, moneda națională s-a depreciat în termeni nominali efectivi, ca urmare a evoluției atât față de euro, cât și în raport cu dolarul SUA (Grafic 4.9). Cursul de schimb efectiv⁷¹ este evaluat a fi înregistrat o depreciere și în termeni reali, pe fondul unui diferențial relativ redus de inflații trimestriale din România comparativ cu cea din țările partenerilor comerciali. Astfel, impactul cursului

de schimb real efectiv asupra cererii agregate (prin intermediul competitivității prin preț a exporturilor) din trimestrul I 2016 este evaluat a se menține stimulative.

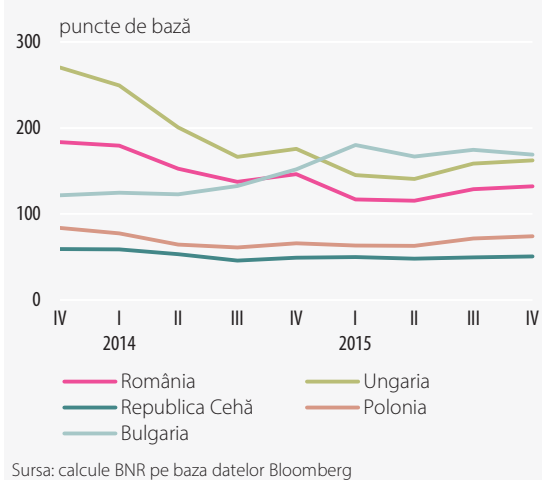


Incertitudinile privind amploarea ajustării economiei chineze, normalizarea politicii monetare a Fed⁷² sau încetinirea economiilor emergente au imprimat o ușoară creștere la nivel regional a cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS) în trimestrul IV 2015 (Grafic 4.10). Pentru România, *rating-ul* suveran (și implicit plasarea în categoria *investment grade*) a fost recent reafirmat de către agențiile Standard&Poor's, Moody's și Fitch pe baza tendinței de consolidare a fundamentelor economiei naționale, subliniindu-se în același timp vulnerabilitățile asociate mixului de politici macroeconomice provenind cu precădere din partea politicii fiscale. În acest cadru, prima de risc suveran (aproximată cu ajutorul cotațiilor *Option Adjusted Spread*) este evaluată a se situa ușor sub tendința pe termen mediu, în paralel cu poziționarea sub nivelul de echilibru a ratei reale a dobânzii externe. În structura efectului de avuție și de bilanț din trimestrul IV 2015, influențele stimulative asupra cererii agregate viitoare ale dinamicilor menționate sunt contrabalansate doar parțial de evoluția anticipată a cursului de schimb real efectiv.

⁷¹ Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

⁷² Decizia Fed (din data de 16 decembrie 2015) privind creșterea ratei dobânzii de politică monetară a fost motivată în principal de evoluțiile favorabile de pe piața muncii și de perspectivele de creștere a inflației din SUA.

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



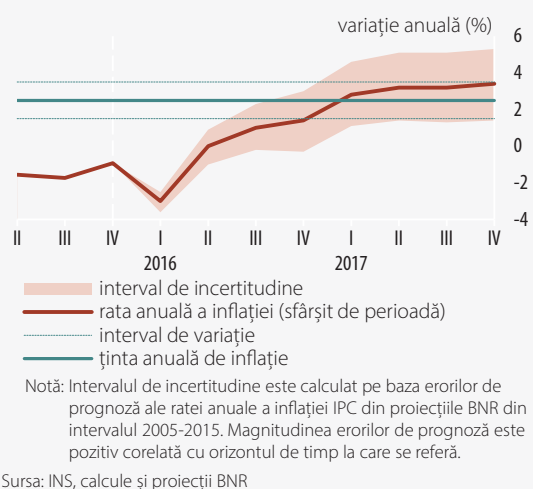
Pe ansamblu, condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul IV 2015 sunt evaluate a exercita o influență stimulative asupra activității economice din trimestrul următor, contribuind astfel la atenuarea presiunilor dezinflaționiste reflectate prin intermediul deficitului de cerere agregată. În structura acestora, predominant este impactul favorabil aferent cursului de schimb real efectiv (acționând prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor), la care se adaugă contribuțiile mai reduse din partea efectului de avuție și de bilanț și cele ale deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei.

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

1.4. Riscuri asociate 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 specifice acestei runde sunt atribuite cu precădere mediului intern, în timp ce factorii externi își mențin relevanța subliniată în rundele anterioare de proiectie.

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



Astfel, pe plan intern, rămân preocupante incertitudinile privind implementarea consecventă a mixului adecvat de politici macroeconomice și accelerarea reformelor structurale, în condițiile în care în intervalul proiectiei sunt programate evenimente electorale majore. Componenta acestui mix, considerată a prezenta cea mai mare relevanță ca sursă a unor posibile abateri de la scenariul de bază, este reprezentată de conduita politicii fiscale, în acest sens fiind preocupant inclusiv modul de finanțare a deficitului bugetar, preconizat a crește semnificativ în 2016 față de 2015. O altă sursă de risc o constituie implicațiile pe care majorările salariale deja implementate și alte posibile creșteri viitoare în sectorul bugetar, de natură să amplifice gradul deja ridicat de relaxare fiscală în urma materializării unei părți din măsurile prevăzute în noul Cod fiscal, le-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor asumați de România în cadrul tratatelor europene de guvernare fiscală. În plus, date fiind și potențialele efecte de demonstrație asupra dinamicii salariilor din sectorul privat, apare riscul ca

decalajul manifestat recent între creșterea salariilor pe ansamblul economiei și avansul productivității muncii să se adâncească și să exercite presiuni inflaționiste suplimentare. Relevanța acestor riscuri ar putea fi sporită în condițiile amânării realizării reformelor structurale și a derulării investițiilor publice, precum și de insuficienta valorificare a fondurilor europene, cu efecte nefavorabile asupra potențialului de creștere și competitivității economiei românești.

În cazul prețurilor administrate, distribuția riscurilor este evaluată a fi relativ echilibrată, având în vedere revizuirile operate recent asupra acestor categorii de prețuri. În privința evoluției prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă incertitudini inerente asociate condițiilor meteorologice, acestea având potențialul de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole. O sursă de risc cu caracter de noutate la adresa ratei anuale a inflației este reprezentată de impactul pe care măsura⁷³ aprobată de autorități cu privire la modalitatea de gestionare a ambalajelor și a deșeurilor rezultate din utilizarea acestora îl poate avea asupra prețurilor produselor coșului de consum.

Pe plan extern, în pofida unei recente atenuări a tensiunilor de la nivel global, continuă se fie relevante: incertitudinea asociată efectelor manifestării divergențelor în conduitele politicii monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii; perspectivele de evoluție a economiilor zonei euro și a celor emergente majore, cu precădere China, având în vedere încetinirea creșterii economice din această țară, cu potențial de accentuare în perioadele viitoare; modul de gestionare pe termen lung a datoriei suverane a Greciei.

Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea genera efecte (negative) transmise preponderent prin canale indirecte asupra economiei românești, pornind de la impactul pe care aceste evoluții l-ar avea asupra cererii externe din partea UE, principalul partener comercial al României. În plus, consecințele adverse asupra încrederii investitorilor ar putea determina realocări de portofolii pe plan regional și/sau global și, implicit, fluctuații semnificative ale cursului de schimb al leului, cu efect de reconfigurare a traiectoriei inflației față de cea din scenariul de bază. Din aceste motive, în contextul expirării acordurilor încheiate de România cu Comisia Europeană și FMI, sunt necesare menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor macroeconomice majore și de creștere a rezilienței economiei interne la șocuri printr-o coerență adecvată a politicilor macroeconomice.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime este apreciată ca fiind înclinată ușor în jos pe termen scurt, având în vedere evoluțiile recente care indică o posibilă persistență a tendinței de scădere a prețului internațional al petrolului în contextul creșterii semnificative a producției⁷⁴ și al trenării cererii globale. În același timp, depinzând de sensul și magnitudinea reconfigurării conduitei viitoare a politicii monetare a principalelor bănci centrale de la nivel mondial, evoluția cursului de schimb EUR/USD ar putea să exercite efecte neanticipate asupra cotației RON/USD și, implicit, asupra prețului petrolului exprimat în monedă națională.

⁷³ Legea nr. 249/2015 privind modalitatea de gestionare a ambalajelor și a deșeurilor de ambalaje.

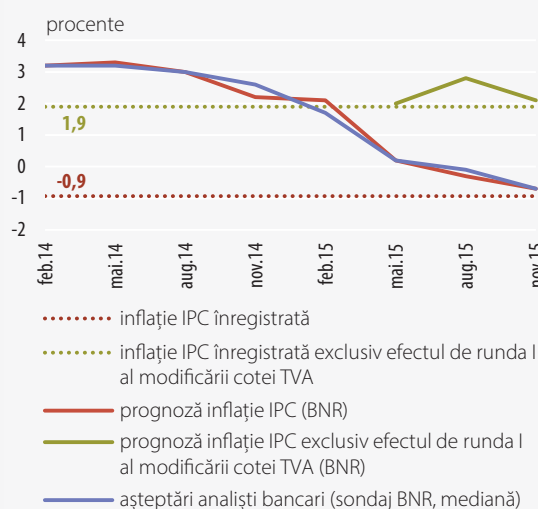
⁷⁴ Printre factorii care pot determina accentuarea surplusului ofertei mondiale de petrol se numără posibila persistență a efectelor măsurii de ridicare a sancțiunilor economice aplicate Iranului – țară care se află pe locul 4 la nivel mondial în ceea ce privește rezervele de petrol –, dar și perspectivele economice din economiile emergente, cu precădere China.

Caseta 3. Evaluarea erorilor de prognoză pentru inflația anuală IPC din decembrie 2015

În condițiile propagării în economie a deciziilor adoptate de banca centrală cu decalaje temporale specifice (engl. *time lags*), prognozele macroeconomice joacă un rol esențial în cadrul strategiei de țintire directă a inflației. Această casetă evaluează acuratețea prognozelor realizate de BNR în runde succesive, condiția impusă fiind ca fiecare dintre aceste runde să conțină o proiecție cu privire la rata anuală a inflației IPC pentru sfârșitul anului 2015. Pornind de la acest criteriu, a fost considerat un total de opt runde de proiecție, corespunzătoare Rapoartelor asupra inflației publicate în intervalul februarie 2014 – noiembrie 2015.

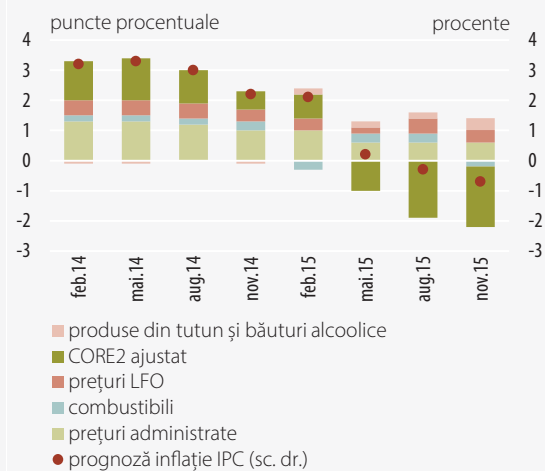
Rata anuală a inflației IPC din decembrie 2015 (-0,9 la sută⁷⁵) a fost supraestimată⁷⁶ în toate cele opt runde analizate, erorile de prognoză fiind cuprinse între un minim de +0,2 puncte procentuale (corespunzător runde de proiecție „noiembrie 2015”) și un maxim de +4,2 puncte procentuale (corespunzător runde de proiecție „mai 2014”). Erorile semnificative corespunzătoare Rapoartelor asupra inflației publicate în intervalul februarie 2014 – februarie 2015 sunt asociate lipsei informației cu privire la măsura de extindere a cotei reduse a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică⁷⁷, cu impact inclusiv asupra traiectoriei anticipațiilor inflaționiste prin intermediul cărora se transmit efectele de runda a doua ale măsurii. Din punct de vedere al acurateței, magnitudinea erorilor este comparabilă cu mediana celor calculate pe baza prognozelor analiștilor bancari (preluate din sondajul privind așteptările de inflație derulat de BNR în lunile în care au fost publicate Rapoarte asupra inflației) – Grafic A.

Grafic A. Prognozele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2015



Sursa: INS, proiecții BNR, sondaj BNR

Grafic B. Contribuțiile componentelor la inflația anuală IPC prognozată pentru decembrie 2015 în runde succesive de proiecție



Sursa: calcule BNR

O revizuire semnificativă a proiecției BNR privind inflația IPC de la sfârșitul anului 2015 a avut loc în runda „mai 2015”, când a devenit disponibilă informația privind extinderea cotei reduse a TVA, cu impact asupra unor subcomponente ale indicelui CORE2 ajustat⁷⁸ și, respectiv, a prețurilor alimentare volatile (LFO) – Grafic B.

⁷⁵ Conform comunicatului INS nr. 14/13 ianuarie 2016.

⁷⁶ Eroarea de prognoză este calculată ca diferență între valoarea proiectată și cea efectiv înregistrată. O diferență negativă implică subestimarea în proiecție a ratei realizate a inflației IPC, în timp ce o diferență pozitivă, o supraestimare a acesteia.

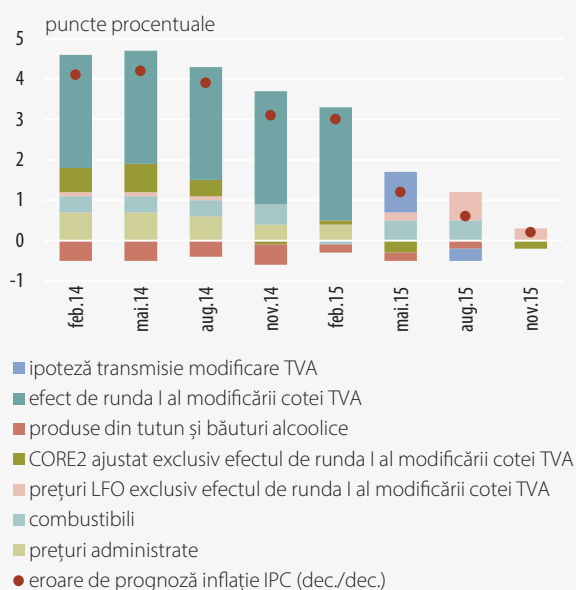
⁷⁷ Guvernul a adoptat pe data de 7 aprilie 2015 Ordonanța de urgență pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal care prevede extinderea cotei reduse a taxei pe valoarea adăugată (9 la sută) la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, cu excepția băuturilor alcoolice începând cu luna iunie a anului 2015.

⁷⁸ Măsura fiscală a vizat 42 la sută din coșul de produse aferent acestui indice.

Graficul C ilustrează diferențele dintre contribuțiile prognozate ale componentelor coșului de consum și cele efectiv înregistrate în decembrie 2015. Se remarcă influența dominantă provenind din partea măsurii de extindere a cotei reduse a TVA. Impactul de runda întâi al acestei măsuri (estimat la 2,8 puncte procentuale) a fost inițial subestimat în runda de proiecție „mai 2015” și marginal supraestimat în runda „august 2015”.

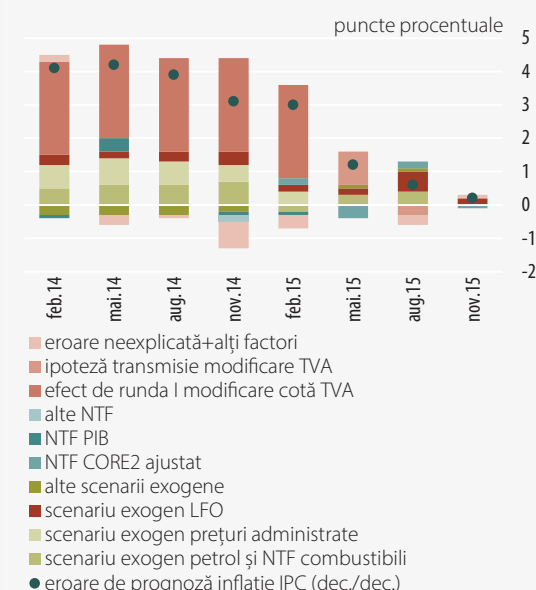
Graficul D prezintă o descompunere a erorilor de prognoză aferente ratei anuale a inflației IPC pe determinanți specifici incluși în modelul de analiză și prognoză pe termen mediu al BNR (MAPM). Concret, aceasta presupune realizarea unor simulări „contrafactice” în care datele de intrare ale proiecției (denumite și *factori specifici*) sunt presupuse a fi fost cunoscute cu exactitate (li se atribuie valorile istorice efectiv înregistrate). Diferența între proiecțiile de inflație publicate în cele opt Rapoarte asupra inflației (februarie 2014 – noiembrie 2015) și cele rezultate din simulările „contrafactice” permite determinarea contribuției fiecăruia dintre *factorii specifici* la eroarea totală de prognoză. Astfel, excluzând efectul statistic de runda I al reducerii TVA, precum și pe cel asociat estimării coeficientului de transmisie a acesteia în prețuri, la supraestimarea inflației IPC din decembrie 2015 și-au adus aportul, cu precădere, scenariile exogene⁷⁹. Erorile datorate prognozelor pe termen scurt⁸⁰, îndeosebi cele referitoare la inflație și subcomponentele acesteia, sunt vizibile cu precădere în rundele de proiecție mai recente, având în vedere orizontul de 1-2 trimestre la care se referă. În categoria „alți factori” au fost incluse diverse ipoteze adoptate în procesul de prognoză (de exemplu, prima de risc, așteptările privind inflația ale agenților economici, estimările deviațiilor de la tendințele pe termen mediu ale principalelor variabile macroeconomice etc.), cu o contribuție de mai mică amploare în explicarea erorilor.

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



Sursa: calcule BNR

Grafic D. Erorile de prognoză din runde succesive, distribuite pe contribuții ale factorilor din cadrul MAPM



Sursa: calcule BNR

Diferența între eroarea totală de prognoză prezentată în Graficul A și suma contribuțiilor *factorilor specifici* este denumită „eroare neexplicată” și are ca determinanți diverse șocuri (neanticipate) care au afectat economia, structura modelului utilizat (care reprezintă doar o simplificare/stilizare a realității), precum și incertitudinea cu privire la valorile estimate/calibrate ale coeficienților de impact ai diverselor variabile, așa cum sunt aceștia modelați în cadrul MAPM.

⁷⁹ Scenarii exogene, stabilite pe intervalul de opt trimestre al proiecției: LFO, prețuri administrate, variabile externe (inflație externă, PIB UE efectiv, dobândă EURIBOR la 3 luni, curs de schimb EUR/USD, preț petrol).

⁸⁰ Prognoze pe termen scurt (engl. *near term forecast* – NTF): inflație, PIB, curs de schimb, rate ale dobânzilor.

2. Evaluarea de politică monetară

În linie cu previziunile BNR, rata anuală a inflației s-a menținut în teritoriul negativ în trimestrul IV 2015, dar pe o traiectorie ascendentă, atingând în luna decembrie nivelul de -0,93 la sută⁸¹. Plasarea ei pe un palier ușor mai coborât decât cel anticipat⁸² s-a datorat exclusiv acțiunii factorilor de natura ofertei, cea mai importantă influență aparținând creșterii sub așteptări a prețurilor volatile ale alimentelor și a prețurilor administrate. Aceasta a fost, însă, în bună măsură contrabalansată de impactul de sens opus exercitat de evoluția inflației CORE2 ajustat, care, în pofida persistenței inflației joase în zona euro/UE și a anticipațiilor inflaționiste scăzute, și-a diminuat în acest interval dinamica anuală negativă, în condițiile restrângerii mai alerte a deficitului de cerere agregată și ale relativei slăbiri a leului în raport cu principalele monede. În consecință, pe fondul manifestării efectelor temporare ale extinderii începând cu luna iunie a aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, rata medie anuală a inflației a coborât în anul 2015 la -0,59 la sută – cea mai scăzută valoare din ultimii 26 de ani.

Actualizarea, în acest context, a prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, prin încorporarea celor mai recente date și informații disponibile, relevă o nouă accentuare a caracterului divergent al traiectoriei viitoare a ratei anuale a inflației, în condițiile anticipării plasării ei pe coordonate similare celor din prognoza precedentă⁸³, în prima parte a anului 2016, dar la valori superioare celor previzionate anterior pe segmentul următor al orizontului prognozei.

Astfel, în primul trimestru al anului 2016, rata anuală prognozată a inflației se readâncește în teritoriul negativ, coborând în martie la un nivel identic celui din proiecția anterioară (-3 la sută). Tendința de creștere pe care o manifestă în semestrul II, ulterior revenirii ei în teritoriul pozitiv, este însă ușor mai accentuată decât cea evidențiată în

proiecția precedentă, ea ajungând în decembrie în proximitatea limitei de jos a intervalului țintei staționare (1,4 la sută). Implicit, palierul pe care urcă în trimestrul I 2017, datorită unui efect de bază, este mai înalt decât cel previzionat anterior, traiectoria ei lent crescătoare plasându-se, astfel, de-a lungul întregului an în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare⁸⁴. Corespunzător acestor evoluții, rata medie anuală a inflației previzionată pentru anul 2016 se situează la -0,7 la sută – nivel similar celui din proiecția anterioară –, iar cea anticipată pentru 2017 se plasează la 3,1 la sută.

Accentuarea caracterului divergent al *pattern*-ului previzionat al inflației are două resorturi majore. Primul îl constituie dimensiunea similară celei din proiecția anterioară a impactului dezinflaționist anticipat a fi exercitat de scăderea în acest an a cotei standard a TVA și a altor taxe și impozite indirecte⁸⁵, ce se suprapune, pe parcursul primelor luni, efectelor încă manifeste ale extinderii aplicării cotei reduse de TVA pentru toate produsele alimentare și ale recentului declin al prețului combustibililor. Al doilea resort – reflectând, cel puțin parțial, materializarea unor riscuri la adresa perspectivei inflației identificate în cadrul exercițiului precedent de prognoză⁸⁶ – rezidă în presiunile de sens opus relativ mai intense anticipate a emerge din acțiunea factorilor fundamentali pe parcursul orizontului prognozei; evidențierea lor este însă graduală, pe măsura epuizării efectelor tranzitorii ale reducerilor de impozite indirecte efectuate pe parcursul anilor 2015 și 2016. Ele decurg, cu precădere, din perspectiva accelerării sensibile în raport cu

⁸¹ La finalul trimestrului anterior, rata anuală a inflației s-a situat la -1,73 la sută.

⁸² Potrivit celei mai recente prognoze, rata anuală a inflației urma să se situeze în decembrie 2015 la -0,7 la sută.

⁸³ Raportul asupra inflației, noiembrie 2015.

⁸⁴ Rata anuală prognozată a inflației recalculată prin excluderea impactului *one-off* anticipat al scăderii la 19 la sută a cotei standard a TVA depășește ușor limita superioară a intervalului țintei staționare la finalul orizontului prognozei (3,7 la sută).

⁸⁵ Varianta revizuită a noului Cod fiscal, adoptată de Parlamentul României în data de 3 septembrie 2015, prevedea următoarele măsuri: (i) reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută, începând cu 1 ianuarie 2016, și la 19 la sută, începând cu 1 ianuarie 2017; (ii) eliminarea supraaccizei la carburanți, începând cu 1 ianuarie 2017; (iii) eliminarea taxei pe construcții speciale și reducerea impozitului pe dividende de la 16 la sută la 5 la sută, începând cu 1 ianuarie 2017; (iv) alte ajustări ale accizelor aplicabile produselor din tutun. Aceasta a fost, însă, modificată ulterior prin OUG nr. 50/2015, prin care s-a aprobat implementarea, începând cu 1 ianuarie 2016, a următoarelor măsuri: scăderea impozitului pe dividende, extinderea cotei reduse de TVA, de 9 la sută, la serviciile de alimentare cu apă a populației și reducerea impozitului pe venituri pentru microîntreprinderile cu personal angajat.

⁸⁶ Raportul asupra inflației, noiembrie 2015.

precedenta prognoză a creșterii excedentului de cerere agregată, mai ales în cea de-a doua parte a orizontului prognozei – în condițiile reconfirmării previziunilor privind inversarea în primul semestru al anului curent a poziției ciclice a economiei –, precum și din poziționarea la niveluri mai înalte a anticipațiilor inflaționiste; acestora li se alătură influențele relativei majorări a dinamicii așteptate a prețurilor de import, precum și ale prelungirii creșterii susținute a costurilor salariale unitare.

Aceste perspective au ca principale premise și ipoteze: (i) relativa accentuare a caracterului relaxat al politicii fiscale și al celei de venituri; (ii) majorarea mai amplă a salariului minim brut pe economie în anul 2016; (iii) prezervarea caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale și consolidarea procesului de creditare; și (iv) ușoara ameliorare a perspectivei pe termen mediu a creșterii economice în zona euro/UE. Pe acest fond, după ce coboară la un minim de -3,8 la sută în primul trimestru al anului curent, sub impactul *pass-through*-ului reducerii la 20 la sută a cotei standard a TVA, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat se înscrie pe un trend alert crescător, atingând la finalul orizontului proiecției nivelul de 4,3 la sută.

Caracteristicile noii prognoze a evoluțiilor macroeconomice, precum și cerința păstrării coerenței mixului de politici macroeconomice reclamă o adecvare prudentă a conduitei politicii monetare în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile, în condiții de compatibilitate cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune și din zona euro. O asemenea abordare este justificată și de gradul deosebit de ridicat de incertitudine ce caracterizează actuala prognoză a inflației, precum și de semnificativele riscuri mixte la adresa ei induse de factori fundamentali, inclusiv în contextul anului electoral și al absenței angajamentelor ferme în sfera politicilor economice pe care le presupun de regulă acordurile convenite cu instituțiile financiare internaționale, dar și în condițiile sporirii incertitudinilor legate de creșterea economică globală.

Din această perspectivă, preocupante pentru banca centrală sunt riscurile care au ca sursă posibila configurație din acest an a politicii de venituri, dar mai ales conținutul și implementarea – deocamdată incerte – ale viitoarei legi privind salarizarea personalului din sectorul bugetar, de natură să amplifice considerabil gradul de relaxare a politicii fiscale și să exercite efecte de demonstrație asupra salariilor din sectorul privat prin magnitudinea potențială a creșterilor de salarii din sfera bugetară. Relevanța lor ar putea fi sporită de o eventuală continuare a tergiversării realizării investițiilor publice, mai ales în infrastructură, și a necesarelor reforme structurale, precum și de o slăbire mai serioasă a absorbției fondurilor UE la începutul noului cadru financiar multianual, capabile să afecteze durabil potențialul de creștere și competitivitatea economiei românești.

Potențialul inflaționist al unui asemenea context ar decurge, prioritar, din relativa amplificare pe termen mediu a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial, dar și a decalajului dintre dinamica câștigurilor salariale și cea a productivității muncii, implicând o accelerare a creșterii costurilor companiilor; acestora li s-ar putea alătura o relativă adâncire a deficitului de cont curent, inclusiv în condițiile probabilei dinamizări a importurilor de bunuri de consum, dar și o deteriorare a percepției investitorilor străini asupra perspectivei 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.

Este, însă, de așteptat ca, probabilitatea de materializare a unor asemenea riscuri să fie considerabil diminuată de actualul cadru de guvernare fiscală existent la nivelul UE, precum și de angajamentele României privind respectarea pe termen mediu a cerințelor Pactului de stabilitate și creștere și a altor reguli fiscale, coroborate cu semnificativa relaxare pe care a suferit-o deja ținta de deficit bugetar a acestui an.

Mediul extern a devenit, în schimb, o sursă de riscuri predominant dezinflaționiste la adresa evoluțiilor de pe plan intern, mai cu seamă datorită incertitudinilor

sporite privind creșterea economică globală și comerțul mondial generate de tendința de slăbire a economiei Chinei și a altor economii emergente majore, precum și de tensiunile geopolitice existente. O prelungire a acestora ar putea afecta comportamentul inflației interne prioritar pe calea prețurilor de import, dar și prin efectele exercitate asupra poziției ciclice a economiei⁸⁷ de probabila încetinire, pe acest fond, a creșterii economice în zona euro/UE și, posibil, la nivel global. În același timp, însă, prin influențarea apetitului global pentru risc și a atractivității relative a plasamentelor pe diferite piețe financiare, o înrăutățire a evoluțiilor din principalele economii emergente, la fel ca și divergența în creștere a conduitelor politicilor monetare ale principalelor bănci centrale, ar putea antrena, pe termen scurt sau episodic, importante realocări de portofolii pe plan global/regional, implicit fluctuații cu impact inflaționist ale cursului de schimb al leului, mai cu seamă în ipoteza unei deteriorări a fundamentelor interne.

Deosebit de incertă rămâne 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. Din perspectiva actualei prognoze a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, o probabilitate mai mare de materializare poate fi însă atribuită scenariului ce presupune o traiectorie a prețului petrolului inferioară celei anticipate. O asemenea evoluție, coroborată cu o

eventuală apreciere sub așteptări a dolarului SUA în raport cu euro, ar fi de natură să amplifice pe termen scurt influența dezinflaționistă, directă și indirectă, a prețului combustibililor și a altor importuri, dar și să stimuleze, pe orizontul mai îndepărtat de timp, atât cererea internă – prin sporirea venitului real disponibil al populației și a profitului companiilor –, cât și cererea externă adresată economiei naționale; o creștere peste așteptări a componentei externe a cererii agregate ar putea decurge și dintr-o redresare mai viguroasă a economiilor statelor europene, pe fondul măsurilor de politică monetară implementate de BCE și al deprecierei euro în raport cu dolarul SUA.

Având în vedere divergența traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației și principalii săi determinanți, precum și riscurile la adresa ei induse de potențiala conduită a politicii fiscale și salariale în contextul anului electoral, dar și de incertitudinile privind creșterea economică globală și redresarea economiei zonei euro generate de evoluția economiei Chinei și a altor economii emergente majore, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 februarie 2016, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

⁸⁷ În principal prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii.

Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ARB	Asociația Română a Băncilor
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFE	Ministerul Fondurilor Europene
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

Caseta 2

Tabel A	Coeficienții estimați ai modelului	27
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar (metodologie BPM6)	34
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	35
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	37
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	38
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	40
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	40

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	12
Grafic 1.2	Efecte ale dinamicii cotației țiteiului asupra prețului combustibililor	12
Grafic 1.3	Contribuții la rata anuală a inflației	13
Grafic 1.4	Anticipații privind inflația	13
Grafic 1.5	Rata medie anuală a IAPC	14
Grafic 2.1	Cererea	15
Grafic 2.2	Achiziții de mărfuri și servicii	15
Grafic 2.3	Investiții	16
Grafic 2.4	Oferta	18
Grafic 2.5	Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni	18
Grafic 2.6	Contribuția productivității muncii la dinamica PIB real	19
Grafic 2.7	Curba Beveridge	19
Grafic 2.8	Gradul de utilizare a capacităților de producție	20
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie	20
Caseta 1		
Grafic A	Soldul contului curent	21
Grafic B	Factorii de influență ai soldului contului curent	21
Grafic C	Variația intensității energetice în industria prelucrătoare	22

Grafic D	VAB în industrie în funcție de intensitatea energetică a ramurilor	22
Grafic E	Conținutul de import al exporturilor	23
Grafic F	Surplusul balanței serviciilor	23
Grafic G	Evoluția numărului de angajați și a veniturilor în sectorul IT	24
Grafic 2.10	Indicele valorii unitare a importurilor	25
Grafic 2.11	Prețurile producției industriale pentru piața internă	25
Grafic 2.12	Prețurile producției agricole	26
Grafic 2.13	Costurile salariale unitare din industrie	26
Caseta 2		
Grafic A	Contribuții la dinamica anuală a salariului brut din industrie	28
Grafic B	Evoluția câștigurilor salariale brute	28
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	30
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	33
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	34
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	35
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	36
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	36
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	38
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	39
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA	39
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	40
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	41
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	41
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	42
Grafic 4.8	Deviația PIB	42

Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	45
Grafic 4.10	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	46
Grafic 4.11	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	46
Caseta 3		
Grafic A	Proгноzele succesive ale ratei anuale a inflației IPC pentru decembrie 2015	48
Grafic B	Contribuțiile componentelor la inflația anuală IPC prognozată pentru decembrie 2015 în runde succesive de proiecție	48
Grafic C	Erorile de prognoză din runde succesive, distribuite pe contribuții ale componentelor IPC	49
Grafic D	Erorile de prognoză din runde succesive, distribuite pe contribuții ale factorilor din cadrul MAPM	49

