



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

august 2016

Anul XII, nr. 45

Raport asupra inflației

August 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 4 august 2016, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 29 iulie 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/>	
Caseta 1. Importanța factorilor externi în evoluția inflației interne	14
2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	18
<hr/>	
1. Cererea și oferta	18
2. Prețurile de import și prețurile de producție	23
2.1. Prețurile de import	23
2.2. Prețurile de producție	24
3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	26
<hr/>	
1. Politica monetară	26
2. Piețe financiare și evoluții monetare	28
2.1. Ratele dobânzilor	28
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	30
2.3. Moneda și creditul	31
4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	35
<hr/>	
1. Scenariul de bază	35
1.1. Ipoteze externe	35
1.2. Perspectivele inflației	36
Caseta 2. Revizuirile prognozelor de inflație ale unor bănci centrale	37
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	43
1.4. Riscuri asociate proiecției	47
Caseta 3. Impactul rezultatului referendumului cu privire la ieșirea Marii Britanii din Uniunea Europeană asupra evoluțiilor macroeconomice din România	50
2. Evaluarea de politică monetară	52
Abrevieri	55
Lista tabelor din text	56
Lista graficelor din text	56

SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La finele trimestrului II 2016, rata anuală a inflației a rămas negativă (-0,7 la sută), însă a cunoscut o creștere substanțială (+2,3 puncte procentuale) față de cea înregistrată în luna martie. Valoarea încă negativă se datorează în principal persistenței efectului indus de măsura de reducere a cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută în ianuarie 2016, în timp ce dinamizarea de la sfârșitul trimestrului II este explicată de epuizarea efectului de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate produsele alimentare în iunie 2015. În același timp însă tendința persistentă de reducere a prețurilor produselor din import – bunuri de consum și materii prime –, precum și unele scăderi lunare ale tarifelor administrate au plasat rata anuală a inflației în luna iunie cu 0,3 puncte procentuale sub valoarea prognozată în raportul anterior. Rata medie anuală a inflației IAPC¹ a continuat să se diminueze, atingând în luna iunie un minim istoric (-1,7 la sută).

Excluzând efectele de runda întâi ale reducerii TVA, rata anuală a inflației a coborât de la 1,2 la sută în martie, la 0,7 la sută în iunie, nivel situat sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. Determinante pentru traiectoria urmată au fost evoluțiile asociate mediului extern, în care a continuat să persiste excedentul de ofertă pe segmentul alimentar din spațiul comunitar, iar cotațiile materiilor prime (grâu, metale, gaze naturale) au cunoscut contracții ample. Cu excepția inflației de bază CORE2 ajustat și a prețurilor combustibililor, care au înregistrat o stagnare a dinamicii raportat la valoarea înregistrată la finele trimestrului I, celelalte categorii ale indicelui agregat au cunoscut fie decelerări ale dinamicilor

pozitive (prețuri administrate, tutun), fie inversări ale dinamicilor anuale de la valori pozitive la valori negative (LFO).

În luna iunie, rata anuală a inflației CORE2 ajustat² a redevenit pozitivă (+0,4 la sută în termeni anuali), pe seama eliminării din calculul acesteia a efectului direct al cotei reduse a TVA din iunie 2015. Excluzând efectele tranzitorii ale modificării TVA din 2015 și 2016, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a înregistrat fluctuații nesemnificative în intervalul aprilie-iunie (în jurul valorii de 1,3 la sută), în condițiile unor evoluții divergente ale factorilor determinanți: deviația PIB este estimată a fi înregistrat valori pozitive încă din trimestrul I 2016, inclusiv ca urmare a dinamicii alerte a costurilor salariale la nivelul economiei, în timp ce inflația prețurilor de import și așteptările privind inflația ale agenților economici au continuat să exercite presiuni dezinflaționiste.

Dinamica anuală a costurilor salariale unitare din industrie s-a menținut la un nivel ridicat pe ansamblul trimestrului I (8,7 la sută, în accelerare cu 0,9 puncte procentuale comparativ cu ultimul trimestru al anului 2015). Ulterior, în intervalul aprilie-mai, acestea au cunoscut o ușoară decelerare de ritm (până la 8,2 la sută), pe fondul revenirii dinamicii productivității muncii în industrie la valori pozitive. În contextul creșterilor repetate ale salariilor din sectorul public, dar și ale celor din sectorul privat (inclusiv ca urmare a majorării salariului minim pe economie), dinamica agregată a acestora la nivelul economiei a înregistrat noi accelerări de ritm, depășind semnificativ dinamica productivității muncii. La nivelul prețurilor de

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

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

consum primează deocamdată influența factorilor externi, cu toate că presiunile acumulate pe filiera costurilor salariale sunt deja reflectate de dinamica mai alertă a prețurilor de producție din industria bunurilor de consum, preluată, de regulă, în inflația de bază în decurs de un an.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 5 mai 2016, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. Noua prognoză trimestrială anticipa prelungirea valorilor negative ale ratei anuale a inflației până în luna iulie 2016, ca urmare a manifestării efectelor de runda întâi, tranzitorii, ale reducerii cotei TVA și ale altor impozite indirecte, precum și a scăderii unor prețuri administrate (energie). Ulterior, proiecția a indicat revenirea în manieră graduală a ratei inflației în interiorul intervalului asociat țintei și plasarea în palierul superior al acestuia la finele orizontului de prognoză.

Riscurile asociate proiecției erau generate de surse atât interne, cât și externe, în condițiile unor incertitudini ridicate. Mediul extern era marcat de sporirea temerilor legate de creșterea economică globală, reactualizarea situației din Grecia și apropierea referendumului din Marea Britanie. Acestor incertitudini li se adăugau cele legate de volatilitatea piețelor financiare, tensiunile geopolitice, divergența între conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii și evoluția prețului petrolului. Pe plan intern, riscurile se conturau în sfera politicii fiscale și de venituri, precum și a efectelor adverse generate de modificări ale legislației în domeniul financiar.

Ulterior deciziei de la începutul lunii mai, datele statistice au relevat menținerea ratei anuale a inflației în teritoriu negativ concomitent cu accelerarea creșterii economice exclusiv pe seama expansiunii cererii interne. Creșterea anuală a PIB s-a intensificat, atingând în trimestrul I 2016 nivelul de 4,3 la sută față de 3,8 la sută în trimestrul anterior. Majorarea rapidă

a consumului final al gospodăriilor populației, în condițiile sporirii veniturilor disponibile reale ale acestora și ale extinderii acțiunii stimulilor fiscali, a determinat însă și un avans semnificativ al importurilor. Dinamica înaltă a importurilor a condus la deteriorarea balanței comerciale, care, împreună cu o relativă restrângere a intrărilor din fonduri europene, s-au reflectat asupra poziției contului curent. Această evoluție a fost parțial contrabalansată de consolidarea surplusului la nivelul balanței serviciilor. Cele mai recente date și sondaje de conjunctură indicau expansiunea în continuare a cererii de consum și o dinamică ridicată a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie.

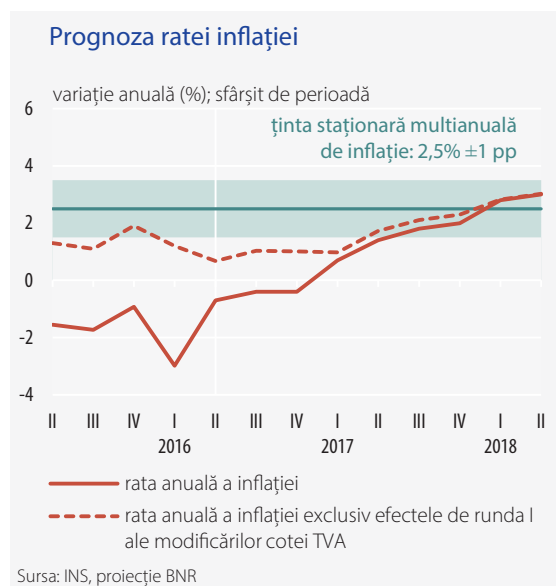
În ședința din 30 iunie 2016, Consiliul de administrație al BNR a analizat reevaluarea perspectivelor pe termen scurt ale ratei inflației, care indica menținerea nivelurilor negative ale acesteia, deși semnificativ mai reduse în valoare absolută datorită epuizării impactului direct al extinderii în iunie 2015 a cotei reduse de TVA la toate alimentele. Perspectiva revenirii graduale a inflației în teritoriu pozitiv era marcată de riscurile generate atât de mediul intern, cât și de cel extern, în condiții de incertitudine ridicată. Mediul extern a continuat să fie caracterizat de niveluri scăzute ale inflației, în paralel fiind vizibilă și o sporire a volatilității pe piețele financiare globale, în contextul votului exprimat în Marea Britanie în favoarea părăsirii blocului comunitar. Pe plan intern, riscurile au continuat să aibă ca sursă conduita politicii fiscale și de venituri, precum și efectele adverse generate de unele modificări, produse în perioada dintre cele două decizii, ale legislației din domeniul financiar-bancar. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an.

Perspectivile inflației

În scenariul de bază curent, rata anuală a inflației IPC este proiectată să atingă -0,4 la sută și 2,0 la sută la finele anilor 2016 și, respectiv, 2017, valori revizuite în jos față de raportul precedent (cu 1 punct procentual în 2016 și, respectiv, cu 0,7 puncte procentuale în 2017). Decisiv pentru aceste revizuirii

este mediul global caracterizat de o inflație care se menține în mod persistent la valori reduse, aceste evoluții fiind de natură a contrabalansa dinamica prețurilor interne. Valorile proiectate ale inflației IPC reflectă influențe provenind atât din partea măsurilor interne de relaxare fiscală, a celor cu privire la politicile de venituri sau a celor aferente Legii privind darea în plată, cât și a factorilor externi, legate în special de rezultatul referendumului desfășurat în Marea Britanie.

Traectoria prognozată a ratei anuale a inflației IPC va înregistra valori negative până la sfârșitul anului 2016, pozitive, dar inferioare țintei centrale de inflație (2,5 la sută) pe parcursul anului 2017, urmând ca la orizontul proiecției (trimestrul II 2018) să atingă 3 la sută. Excluzând din calculul ratei anuale a inflației IPC efectele tranzitorii de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA, se preconizează depășirea valorii înregistrate la finele anului 2015 (1,9 la sută) abia în a doua jumătate a anului viitor, în condițiile persistenței pe acest interval a evoluțiilor puternic dezinflaționiste asociate mediului extern. La sfârșitul anului 2017, divergența dintre cele două măsuri ale ratei inflației este anticipată a fi de 0,3 puncte procentuale, urmând ca începând din ianuarie 2018 acestea să redevină identice.



Scenariul de bază prevede o creștere economică accelerată în 2016 față de anul 2015, urmată de temperarea acesteia în cursul anului 2017, când reflectă inclusiv o decelerare a dinamicii

PIB a principalilor parteneri comerciali externi ai României, în contextul efectelor referendumului de ieșire a Marii Britanii din blocul comunitar. Principalii determinanți ai dinamicii alerte a PIB vor fi consumul și, într-o mai mică măsură, investițiile. Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației va consemna ritmuri alerte de creștere, sub impulsul majorărilor salariale programate pentru sectorul public și al celor anticipate a se produce în sectorul privat inclusiv ca urmare a evoluțiilor favorabile ale activității economice și productivității muncii. În același timp, formarea brută de capital fix își va consolida contribuția pozitivă la dinamica PIB, însă va cunoaște ușoare decelerări de ritm în 2016 și 2017, comparativ cu valorile din 2015, în contextul anticipării unor progrese graduale în absorbția de fonduri structurale și de coeziune ale UE în cadrul noii alocări bugetare (2014-2020). Un impact suplimentar asupra dinamicii viitoare a consumului gospodăriilor și investițiilor ar putea proveni din partea efectelor Legii privind darea în plată, a căror cuantificare continuă să fie marcată de unele incertitudini. În sens favorabil, setul condițiilor monetare reale este prevăzut a fi stimulativ pe întregul interval de referință.

În condițiile avansului semnificativ al cererii interne, mai ales în anul curent, creșterea importurilor de bunuri și servicii este de așteptat să o depășească pe cea a exporturilor, având ca efect o contribuție negativă a exporturilor nete la dinamica PIB în 2016, cu tendință de atenuare pe parcursul anului următor. Ca atare, ponderea deficitului de cont curent al balanței de plăți în PIB nominal este proiectată în creștere pe intervalul analizat, urmată de o relativă stabilizare pe termen mediu, în jurul valorii de 2,5 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 naturii fluxurilor de capital (non-generatoare versus generatoare de noi datorii). Cu toate acestea, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama majorării celui bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la șocuri, cu efecte adverse asupra prezervării echilibrelor macroeconomice interne.

În contextul dinamicii peste așteptări a PIB din trimestrul I 2016, se preconizează că inversarea poziției ciclice a economiei de la deficit la excedent de cerere s-a produs încă din acest trimestru, ceea ce implică, în raport cu evaluările din raportul precedent, manifestarea în devans a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate. Sub impactul conduitei expansioniste a politicii fiscale și a celei a veniturilor, dar și al setului condițiilor monetare reale în sens larg, excesul de cerere este de așteptat să cunoască o intensificare treptată până la orizontul prognozei, când se va situa în vecinătatea valorii de 2 la sută. Presiuni de sens opus provin din partea calibrării unui impact mai restrictiv din partea cererii externe pentru produsele românești, ca urmare a referendumului din Marea Britanie, cu impact advers asupra dinamicii PIB a partenerilor comerciali din UE, în timp ce în cazul Legii privind darea în plată, intrată în vigoare la jumătatea lunii mai, efectele acesteia se află în continuare într-un stadiu incipient al evaluării.

În scenariul de bază, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită la valori inferioare celor din runda precedentă pe întregul interval de referință. Aceste revizuirii au implicat contribuții mai scăzute din partea componentelor coșului de consum a căror dinamică este racordată, direct sau indirect³, la evoluțiile mediului global, în condițiile în care acesta continuă să fie caracterizat de presiuni inflaționiste foarte reduse.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 0,4 la sută la sfârșitul anului 2016 și 2,8 la sută la finele anului 2017, urmând ca la mijlocul anului 2018 să înregistreze 3,4 la sută, valoare apropiată limitei superioare a intervalului țintei. Între factorii determinanți se remarcă, pe de o parte, măsurile fiscale cu impact tranzitoriu asupra ratei anuale a inflației, de reducere a cotei standard a TVA și amplele presiuni dezinflaționiste provenind din partea prețurilor de import⁴, iar pe de altă parte, amplificarea excedentului de cerere și poziționarea, pe termen mediu, a anticipațiilor inflaționiste pe o

trajectorie ascendentă, dar care rămâne compatibilă cu ținta centrală de inflație. Eliminarea efectelor de runda întâi ale modificării cotei TVA din calculul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat plasează indicatorul la 1,3 la sută și, respectiv, la 2,9 la sută la finele anilor 2016 și 2017.

În condițiile acumulării unor presiuni inflaționiste consistente provenind din partea dinamicii prețurilor interne, revizuirea semnificativă în jos, comparativ cu Raportul asupra inflației din mai, a ratei anuale proiectate a inflației CORE2 ajustat de la sfârșitul anilor 2016 și 2017 reflectă importanța relativă, în creștere, a presiunilor dezinflaționiste propagate din mediul extern. Acestea sunt transmise atât prin canale directe, asupra prețurilor finale ale bunurilor de consum din import, cât și indirect, prin intermediul costurilor de producție scăzute (materii prime de pe piețele externe). Tendințe similare de revizuire a ratelor proiectate ale inflației sunt vizibile în cazul majorității băncilor centrale din Uniunea Europeană și de la nivel global și reflectă manifestarea unor multiple șocuri de ofertă, de natură a induce volatilități ample și diminuări inerente ale acurateței proiecțiilor macroeconomice.

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 păstrarea unui cadru macroeconomic stabil.

În pofida materializării unora dintre riscurile menționate în raportul anterior, cu precădere a celor vizând referendumul din Marea Britanie și unele ajustări descendente ale prețurilor administrate, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației continuă să fie înclinată în sensul unor abateri în jos de la traiectoria descrisă în scenariul de bază.

Pe plan intern, în contextul evenimentelor electorale planificate în intervalul analizat și al absenței acordurilor cu instituțiile financiare internaționale, riscuri sporite sunt asociate componentei fiscale a mixului de politici, în contextul unor majorări salariale prevăzute pentru a doua jumătate a anului

³ Indicele CORE2 ajustat, prețurile LFO și cele administrate.

⁴ În contextul mediului extern în care persistă inflația scăzută, precum și al supraofertei de produse agroalimentare create pe piața europeană de embargoul impus de Rusia.

curent⁵, precum și al altor posibile creșteri viitoare. Acestea ar putea afecta modul de finanțare a deficitului bugetar, preconizat deja să înregistreze o creștere semnificativă în 2016 față de 2015, ca urmare a implementării setului anterior de măsuri prevăzute de Codul fiscal. Aceste riscuri sunt foarte relevante pentru traiectoria proiectată a ratei inflației, într-un mediu economic caracterizat deja de creșteri salariale ce depășesc semnificativ dinamica productivității muncii, atât în profil sectorial, cât și agregat, la nivelul economiei. Continuă să rămână preocupantă, din perspectiva incertitudinii inerente asociate evaluării impactului acesteia asupra cadrului macroeconomic intern, aplicarea Legii privind darea în plată.

Pe plan extern, prezintă incertitudini sporite evenimentele recente vizând rezultatele referendumului din Marea Britanie, în special în privința perioadei de timp necesare clarificării statutului acestei țări în raport cu Uniunea Europeană, precum și situația politică a Turciei, ambele conducând, în magnitudini variabile, la înregistrarea de volatilități pe piețele financiare globale. În același timp, persistă riscurile ce vizează traiectoria creșterii economice globale, alimentate de incertitudinile privind evoluția activității economice în China și în alte economii emergente majore, precum și cele legate de gestionarea pe termen lung a datoriei suverane a Greciei. În plus, în runda curentă s-a conturat o sursă suplimentară de risc, respectiv dificultățile înregistrate în sistemul bancar italian. Într-un context extern marcat de proliferarea surselor de risc, a căror potențială manifestare ar putea implica, cu probabilități sporite, suprapunerea și, deci, amplificarea efectelor acestora, este necesară 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.

În cazul prețurilor administrate, care constituie una dintre sursele majore ale revizuirii descendente a proiecției inflației IPC din scenariul de bază actual, balanța riscurilor continuă să fie înclinată în jos, dată fiind posibilitatea ca scăderi precum cele recente să fie operate și în viitor asupra acestor categorii de prețuri. O balanță a riscurilor înclinată în jos este evaluată și în privința traiectoriei prețurilor internaționale ale materiilor prime (alimentare) și energetice (gaze, petrol, cărbune), care rămân, cu excepții ne semnificative și de natură preponderent conjuncturală, la niveluri reduse din perspectivă istorică, în contextul asocierii unei supraoferte de asemenea produse cu o trenare a cererii globale.

Decizia de politică monetară

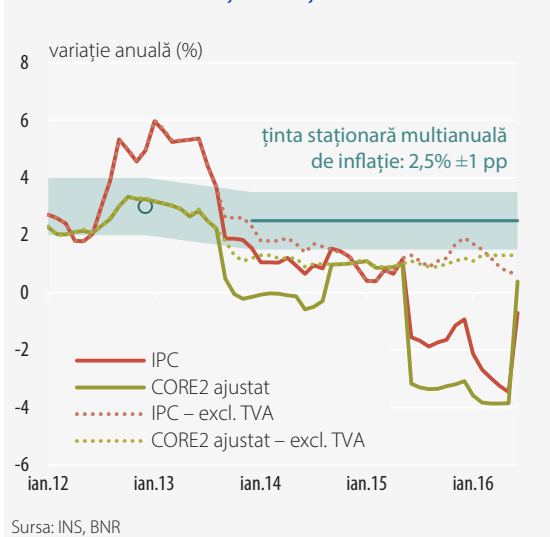
Având în vedere caracteristicile traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației și determinanții săi, precum și riscurile la adresa acesteia decurgând din conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri, dar și din incertitudinile privind creșterea economică globală și redresarea economiei zonei euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 august 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 Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 20/2016 pentru modificarea și completarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 57/2015 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice în anul 2016, intrată în vigoare în data de 09.06.2016.

1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

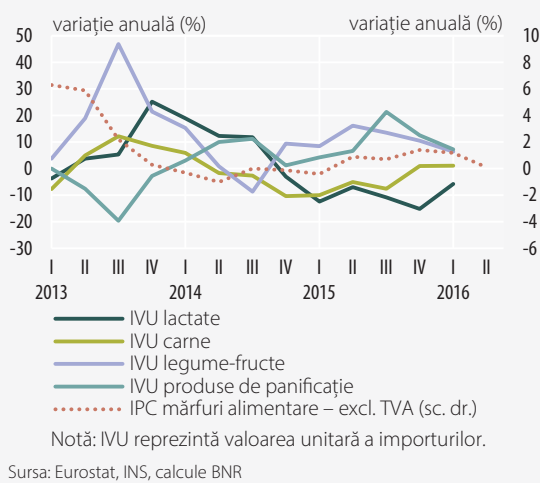
Dinamica anuală a prețurilor de consum a avansat substanțial la finele trimestrului II 2016 (+2,3 puncte procentuale, până la -0,7 la sută), ca urmare a disipării efectului de runda I al extinderii cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate produsele alimentare în iunie 2015. Valoarea încă negativă se datorează exclusiv persistenței efectului indus de măsura de reducere a cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută, adoptată la începutul anului 2016. Totuși, chiar și în absența acestor modificări în regimul impozitelor indirecte, rata anuală a inflației s-ar fi plasat în trimestrul II sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută, valoarea estimată pentru luna iunie fiind de 0,7 la sută (comparativ cu 1,2 la sută în martie). Tendința descendentă a fost susținută de influența dezinflaționistă a prețurilor externe și de nivelul scăzut al așteptărilor privind inflația, la acestea adăugându-se în trimestrul analizat atenuarea consistentă a ratei de creștere a prețurilor administrate. Acțiunea conjugată a factorilor menționați a contracarat presiunile inflaționiste generate de schimbarea poziției ciclice a economiei (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



Ritmul modest de creștere a prețurilor de consum (fără impactul modificărilor fiscale) s-a datorat cu precădere influenței factorilor externi (Casetă 1). În cadrul acestora, un rol important a revenit în perioada analizată acumulării unui excedent de ofertă pe segmentul alimentar în spațiul comunitar (mai ales legume, fructe, lapte, carne – componente care acoperă o cincime din coșul de consum al populației). Supraoferta generată încă din a doua jumătate a anului 2014 de pierderea unei importante piețe de desfacere pentru producătorii europeni, ca urmare a restricțiilor de import impuse de Rusia, a fost amplificată recent de extinderea acestora și în cazul Turciei, începând cu ianuarie 2016 (Grafic 1.2).

Grafic 1.2. Prețurile de import și de consum ale produselor alimentare



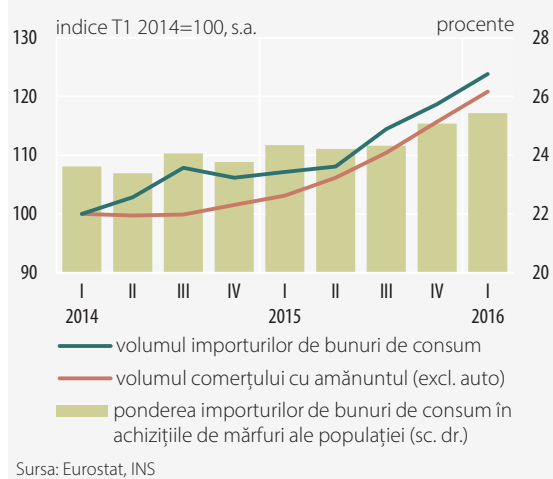
În plus, contracțiile ample ale cotațiilor principalelor materii prime pe piețele internaționale (situate între circa -15 la sută în cazul grâului și al metalelor și -45 la sută pentru gazele naturale pe ansamblul trimestrului II) au inhibat în continuare creșterea prețurilor pe plan intern. Efectele s-au transmis atât în mod direct (cum este cazul combustibililor⁶,

⁶ Variație anuală de -6,7 la sută în iunie 2016 (-5,5 la sută în cazul eliminării efectului modificării cotei TVA).

al căror preț reflectă imediat și aproape integral o modificare a prețului internațional al petrolului), cât și indirect, prin intermediul costurilor de-a lungul lanțului de producție.

Dincolo de influențele externe menționate, traiectoria descendentă a inflației, considerând taxele constante, a fost susținută și de o componentă exogenă internă, și anume diminuarea dinamicii anuale a tarifelor administrate cu 0,4 puncte procentuale. Aceasta a fost indusă de scăderea tarifului pentru energia electrică în luna aprilie, pe seama evoluției prețurilor pe piața concurențială, precum și de atenuarea ratei de creștere a tarifelor pentru alte utilități, tendință observată, de regulă, în anii electorali.

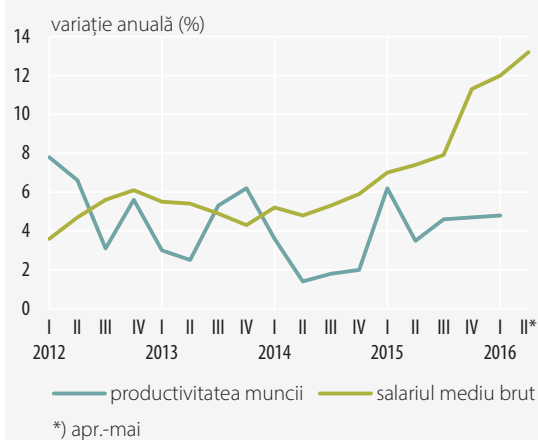
Grafic 1.3. Importurile de bunuri de consum și cererea internă



În același timp, pe plan intern continuă să se acumuleze presiuni de creștere a prețurilor, pe fondul schimbării poziției ciclice a economiei, deviația PIB față de nivelul potențial trecând în teritoriu pozitiv încă din primul trimestru al anului 2016. Cu toate acestea, în contextul unei competitivități limitate a producătorilor interni, o bună parte din avansul cererii de consum este acomodată prin importuri, ceea ce favorizează o creștere a rolului inflației importate în stabilirea prețurilor interne (Grafic 1.3). Din perspectiva costurilor de producție, sursele de presiune sunt localizate la nivelul cheltuielilor salariale, al căror ritm alert (în medie, 13,2 la sută în termeni anuali în

intervalul aprilie-mai) se situează cu mult peste cel al productivității muncii (Grafic 1.4). Ecartul tot mai pronunțat este alimentat de tensionarea progresivă a pieței muncii, influența ciclică fiind dublată de acțiunea unor factori structurali, de natură să conducă la o neconcordanță tot mai accentuată între abilitățile candidaților și cerințele companiilor; existența acestei fricțiuni pe piața muncii frânează câștigurile de productivitate și potențează la rândul său dinamica salarială. Totodată, evoluțiile salariale curente reflectă efectele directe și indirecte ale unor măsuri de natură instituțională, vizând politica salariului minim și a remunerării în sectorul bugetar. Influențele descrise sunt vizibile deja în dinamica mai rapidă a prețurilor de producție ale bunurilor de consum (comparativ cu celelalte grupe de bunuri industriale), preluată, de regulă, de inflația de bază în decurs de un an.

Grafic 1.4. Salariile și productivitatea muncii din economie



Odată cu eliminarea efectului tranzitoriu al primei reduceri a cotei TVA, operată în iunie 2015, inflația de bază a redevenit pozitivă la finele trimestrului II 2016 (+0,4 la sută în termeni anuali). În absența modificărilor de natură fiscală, aceasta ar fi înregistrat fluctuații nesemnificative în intervalul aprilie-iunie (în jurul valorii de 1,3 la sută), presiunile de creștere din surse interne fiind neutralizate deocamdată de inflația importată scăzută. Anticipațiile modeste privind evoluția viitoare a prețurilor și-au adus, de asemenea, contribuția la comportamentul benign al CORE2 ajustat.

Așteptările analiștilor bancari referitoare la rata inflației s-au poziționat pe un trend descrescător pe toate orizonturile analizate (peste 1 an, peste 2 ani, la finele anului 2016 și, respectiv, 2017). La nivelul operatorilor economici însă, opiniile sunt eterogene; astfel, se remarcă o perspectivă relativ stabilă a prețurilor în servicii, construcții și industrie, concomitent cu anticipații de creștere observate recent în rândul consumatorilor și al operatorilor din comerț.

Rata medie anuală a IAPC a continuat să se reducă pe parcursul trimestrului II 2016, stabilizându-se la finele intervalului la un minim istoric de -1,7 la sută, astfel că ecartul negativ față de media UE s-a adâncit

până la -1,7 puncte procentuale. Luna iunie constituie însă un punct de inflexiune, fiind de așteptat ca traiectoria ratei medii să se inverseze, odată cu eliminarea din calculul acesteia a observațiilor afectate de impactul de runda I al reducerii cotelor TVA din 2015 și 2016.

Comparativ cu proiecția publicată în ediția din luna mai 2016 a Raportului asupra inflației, variația anuală a prețurilor de consum înregistrată la sfârșitul trimestrului II s-a situat cu 0,3 puncte procentuale sub nivelul prognozat, în esență pe seama variațiilor lunare sub așteptări ale prețurilor legumelor și fructelor, în contextul ofertei abundente din spațiul comunitar.

Caseta 1. Importanța factorilor externi în evoluția inflației interne

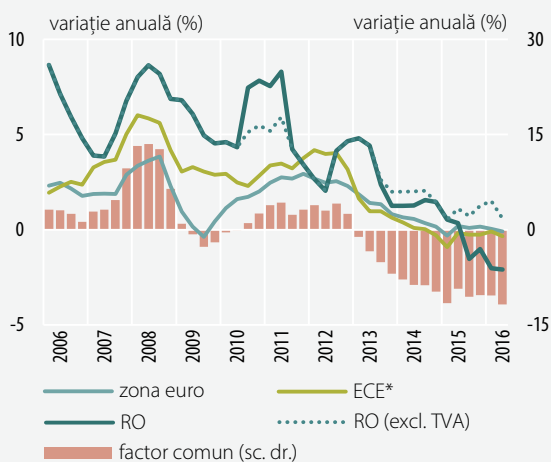
În ultimii ani, contextul internațional a fost marcat de un declin amplu al cotațiilor principalelor materii prime, care se apropie de nivelurile minime istorice. Această evoluție s-a răsfrânt relativ rapid, atât direct, cât și indirect asupra dinamicii prețurilor de consum, observându-se o reducere generalizată a ratelor inflației la nivel global. Totodată, persistența inflației joase a generat preocupări cu privire la potențiale efecte pe termen mediu și lung ale acestor șocuri, existând riscul dezancorării anticipațiilor operatorilor economici pe acest orizont.

Subiectul influenței mediului extern asupra evoluțiilor la nivel național nu este unul nou în literatura de specialitate, în ultimul deceniu conturându-se chiar conceptul de „inflație globală”, în condițiile în care fenomenul globalizării, prin expunerea crescândă a piețelor naționale la concurența externă, face ca influența factorilor globali asupra inflației să fie tot mai pronunțată. Astfel, s-a dezvoltat o vastă literatură

care demonstrează empiric că evoluția inflației în numeroase state este afectată de acțiunea unor factori externi comuni (de exemplu Ciccarelli și Mojon (2005) pentru 22 de țări din cadrul OCDE; Ball (2006) pentru SUA; Mumtaz și Surico (2008) pentru G7, Australia, Noua Zeelandă și Spania; Conti, Neri și Nobili (2015) și Ciccarelli (2015) pentru zona euro).

Similar tendinței conturate la nivel internațional, rata anuală a inflației s-a poziționat și în România la niveluri reduse (chiar și excluzând efectele directe ale reducerii succesive a cotei TVA din iunie 2015 și ianuarie 2016), în pofida avansului consistent al costurilor salariale unitare și a eliminării rapide a deficitului de cerere agregată din economie. În acest context, caseta de față evaluează măsura în care evoluția recentă a prețurilor din România este explicată de acțiunea influențelor directe și indirecte ale șocurilor externe specifice din ultimii ani.

Grafic A. Factorul comun și inflația IAPC din zona euro și unele state ECE



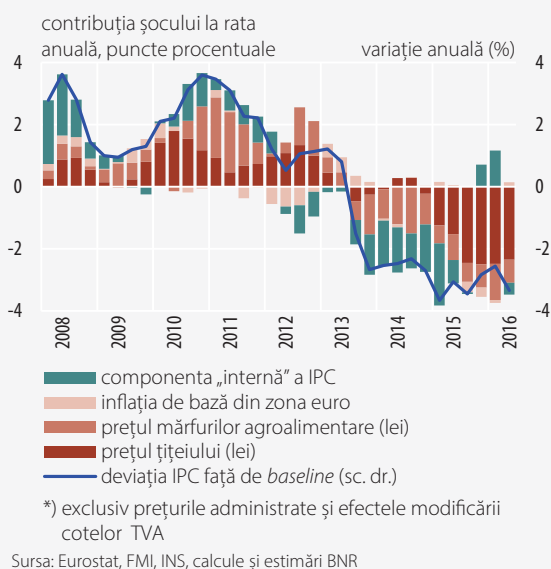
*) inflația din Bulgaria, Polonia, Republica Cehă, Ungaria – agregată în funcție de PIB nominal

Sursa: Eurostat, calcule și estimări BNR

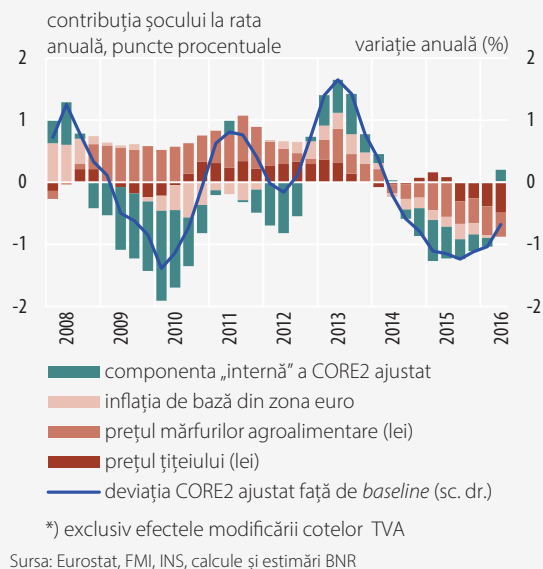
Estimările interne confirmă existența unui factor comun, care explică practic traiectoria similară a inflațiilor din România, zona euro, precum și din alte noi state membre (Bulgaria, Ungaria, Polonia, Republica Cehă). Astfel, dinamica acestei „componente comune”⁷ surprinde aproximativ 60 la sută din variația ratei inflației din statele incluse în analiză. În linie cu așteptările, variația acestui factor comun are o corelație ridicată cu cea a cotațiilor materiilor prime (în special cu cea a petrolului). După cum este ilustrat în Graficul A, rolul jucat de această componentă comună în temperarea dinamicii prețurilor de consum la nivel național a devenit tot mai pronunțat în perioada recentă.

Descompunerea influenței factorului extern pe surse de proveniență a șocurilor și canale de transmisie⁸ relevă sensibilitatea ridicată pe termen scurt a variației prețurilor din România la evoluția cotației petrolului și a altor materii prime, inflația plasându-se în mod sistematic la valori mai reduse⁹, sub acțiunea neanticipată a acestor influențe externe (Grafic B). Astfel, ajustarea amplă a cotațiilor țiteiului pe piețele internaționale începând cu a doua jumătate a anului 2014 s-a reflectat rapid și puternic în inflația IPC exclusiv prețurile administrate (CORE1), mai ales prin componenta carburanților. Au existat însă și efecte indirecte consistente, care s-au propagat prin intermediul costurilor energetice și de transport, observabile la nivelul inflației de bază CORE2 ajustat (Grafic C). Totodată, un șoc negativ suplimentar, care a accentuat diminuarea inflației în perioada analizată, a provenit din partea cotațiilor materiilor prime agroalimentare, în timp ce rolul inflației de bază scăzute din zona euro, asociate în bună măsură persistenței deficitului de cerere agregată, s-a dovedit mai redus. Ceea ce rămâne neformalizat explicit în modelul utilizat este asimilabil componentei „interne” a inflației, rezultantă a acțiunii șocurilor idiosincrasice de natura cererii și a ofertei. În acest sens, evoluția recentă a contribuției acestei componente la nivelul inflației de bază¹⁰ apare drept consistentă cu evaluarea BNR privind poziția ciclică a economiei, respectiv dispariția deficitului de cerere agregată în prima parte a anului 2016.

Grafic B. Descompunerea istorică a dinamicii anuale a IPC*



Grafic C. Descompunerea istorică a dinamicii anuale a CORE2 ajustat*



⁷ Obținute pe baza metodei componentelor principale.

⁸ Instrumentul folosit este un model de tip VAR, care pune în evidență interacțiunea dintre evoluția prețurilor interne, cotațiile internaționale ale materiilor prime (petrol și materii prime agroalimentare), precum și o măsură a inflației de bază din zona euro (IAPC exclusiv energie, mărfuri alimentare, tutun și alcool). În vederea cuantificării efectului total (direct și indirect), modelul a fost estimat într-o primă etapă pentru inflația IPC (exclusiv prețuri administrate) și ulterior pentru inflația de bază CORE2 ajustat, în scopul identificării impactului indirect al șocurilor menționate.

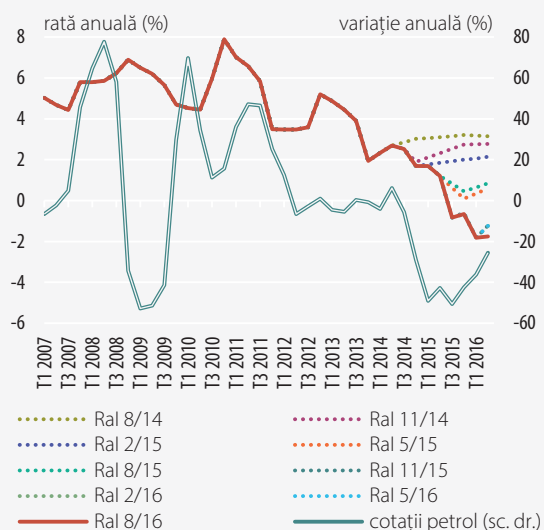
⁹ Față de traiectoria proiectată de model în absența șocurilor (*baseline*).

¹⁰ Indicele CORE2 ajustat reflectă în mai mare măsură impactul șocurilor de cerere agregată, spre deosebire de indicele agregat al prețurilor de consum, a cărui dinamică este grevată adesea de șocuri ample de ofertă și asimilate (modificări ale accizelor, variații importante ale ofertei locale de legume și fructe, modificări discreționare ale prețurilor administrate).

De asemenea, utilizând metodologia de tip VAR, a fost testată acuratețea prognozelor inflației de bază în interiorul eșantionului analizat¹¹, pentru perioada postcriză, prognozele fiind condiționate succesiv de valorile efective pentru variabile asociate economiei reale interne, de cele legate de mediul extern și, respectiv, de un set al condițiilor financiare ce vizează, în principal, elemente de cost al creditării. Rezultatele au indicat o îmbunătățire, începând cu anul 2014, a puterii predictive a modelului în situația condiționării de evoluțiile din mediul extern, în detrimentul celorlalți factori, asociați mediului intern.

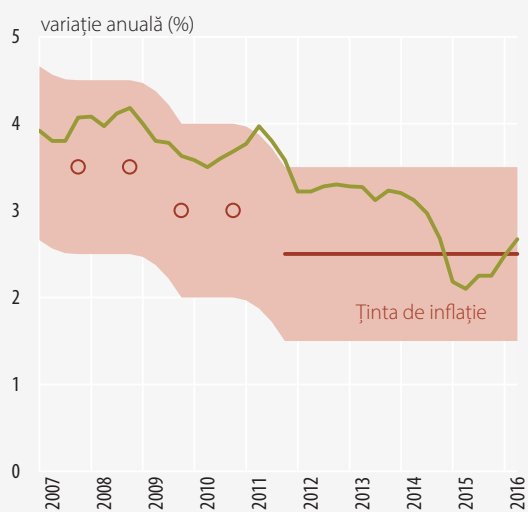
Ideea creșterii importanței relative a factorilor externi în explicarea traiectoriei ratei inflației din perioadele recente a fost confirmată și de realizarea unei serii de estimări recursive ale curbei Phillips de natură *neo-keynesistă*, de tip hibrid¹², adaptată pentru o economie deschisă. În vederea analizării modului în care relația între inflație și factorii săi explicativi s-a modificat în ultimii ani au fost utilizate diverse măsuri pentru a reflecta presiunile inflaționiste care provin din partea cererii agregate interne¹³ (deviația PIB real și, respectiv, cea a ratei șomajului BIM de la nivelurile de echilibru ale acestora pe termen lung, costurile unitare cu forța de muncă), precum și a celor asociate mediului extern (dinamica indicelui valorii unitare a importurilor de bunuri de consum, exclusiv combustibili și autovehicule, corectat pentru dinamica cursului de schimb nominal EURRON, dinamica deflatorului exporturilor din zona euro sau inflația externă efectivă).

Grafic D. Așteptările privind inflația și prețul petrolului



Sursa: Sondajul BNR în rândul analiștilor bancari, Bloomberg, calcule BNR

Grafic E. Așteptările privind inflația pe orizontul de 2 ani



Sursa: Sondajul BNR în rândul analiștilor bancari

Dincolo de efectele de runda I, directe și indirecte, menționate, nu poate fi ignorat impactul scăderii cotațiilor materiilor prime asupra așteptărilor agenților economici privind inflația. Șocurile de ofertă repetate (asociate declinului cotațiilor petrolului, metalelor și ale materiilor prime agroalimentare), a căror intensitate a crescut începând cu partea a doua a anului 2014, au favorizat persistența inflației la niveluri reduse și au condus la revizuirea în sens descendent, între runde succesive de proiecție, a anticipațiilor agenților economici privind inflația, cu precădere pe termen scurt (Grafic D). Cu toate acestea, nu există

¹¹ Eșantionul total inclus în analiză este cuprins între trimestrul I 2004 și trimestrul II 2016.

¹² Față de varianta inițială a curbei Phillips de natură *neo-keynesistă*, forma hibridă încorporează în plus un termen de persistență, având ca fundament microeconomic existența unor indexări ale prețurilor la inflația din perioadele precedente.

¹³ Utilizarea unor măsuri alternative pentru a aproxima presiunile inflaționiste care provin din mediul intern conferă robustețe rezultatelor. În acest fel s-a încercat evitarea obținerii unor concluzii bazate exclusiv pe deviația PIB, care – deși este o variabilă neobservabilă și, prin urmare, inerent supusă erorilor de măsură – constituie indicatorul cel mai frecvent utilizat în practica băncilor centrale pentru a surprinde presiunile inflaționiste.

indicii privind riscul unei dezancorări a anticipațiilor pe termen mediu, în condițiile în care, pe orizontul de doi ani, acestea s-au menținut în interiorul intervalului asociat țintei începând cu anul 2012, iar recent au convers către punctul central (Grafic E).

Bibliografie

Ball, L. – *Has Globalisation Changed Inflation?*, NBER Working Paper, No. 12687, noiembrie 2006

Ciccarelli, M. și Mojon, B. – *Global Inflation*, European Central Bank, Working Paper Series, No. 537, octombrie 2005

Ciccarelli, M. – *Low Inflation in the Euro Area: Evidence and Policy Issues*, presentation based on the (unpublished) final report of the ESCB Task Force on Low Inflation, Paris, decembrie 2015

Conti, A., Neri, S. și Nobili, A. – *Why is Inflation so Low in the Euro Area?*, Banca d'Italia, Working Papers, No. 1019, iulie 2015

Draghi, M. – *Global and Domestic Inflation*, discurs susținut la Economic Club of New York, decembrie 2015

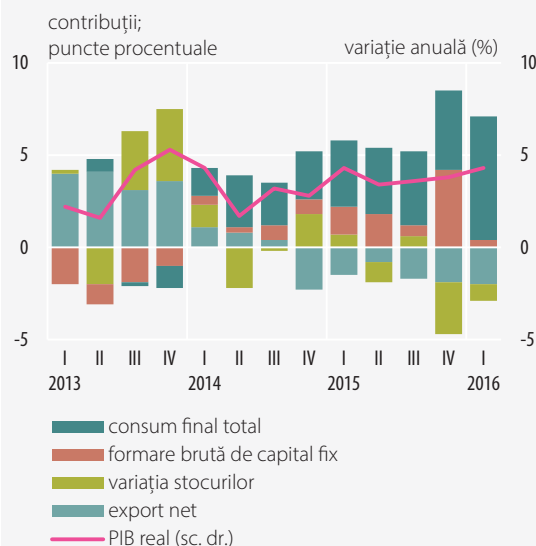
Mumtaz, H. și Surico, P. – *Evolving International Inflation Dynamics: Evidence from a Time-varying Dynamic Factor Model*, Bank of England, Working Paper, No. 341, februarie 2008

2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

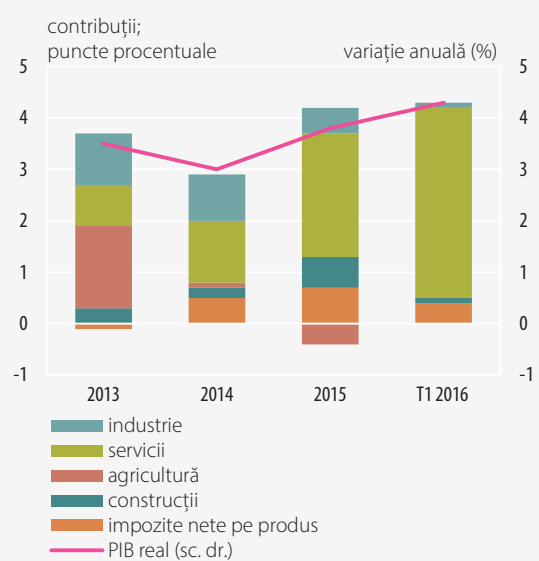
În trimestrul I 2016, creșterea economică a consemnat o accelerare față de ultima parte a anului anterior, până la 4,3 la sută (variație anuală), imprimată de avansul considerabil al absorbției interne. Un ritm pozitiv au înregistrat și exporturile, acesta fiind însă sensibil devansat de cel a importurilor, stimulate de expansiunea rapidă a cererii de consum (Grafic 2.1). În acest context, aproximativ jumătate din avansul PIB real s-a datorat intensificării activității comerciale și de transport, la nivelul ofertei, sectorul terțiar devenind componenta cea mai dinamică (Grafic 2.2).

Grafic 2.1. Cererea



Extinderea absorbției interne în trimestrul I (6,3 la sută, cel mai înalt ritm din perioada postcriză) s-a datorat în principal consumului populației,

Grafic 2.2. Oferta



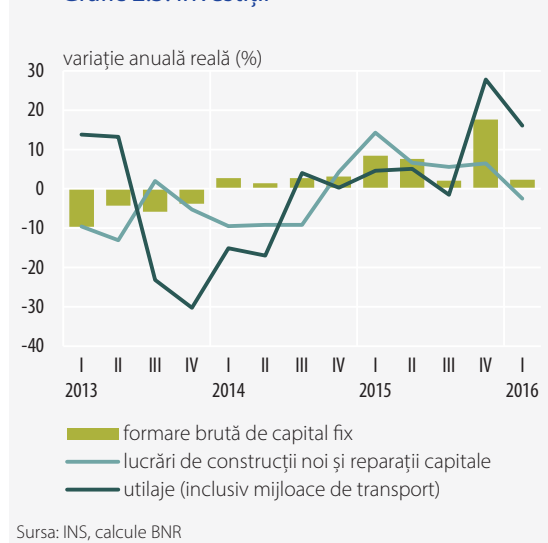
susținut de creșterile salariale operate pe parcursul anului 2015 și de traiectoria descendentă a prețurilor de consum, imprimată în esență de cele două episoade de reducere a cotei TVA (iunie 2015 și ianuarie 2016). Apetitul de consum al populației a fost stimulat și de o serie de măsuri adoptate de marii operatori comerciali în vederea consolidării cotei de piață. Astfel, în anul 2016 asistăm la extinderea în continuare a rețelelor de distribuție ale marilor lanțuri de comerț modern, precum și la intensificarea politicilor promoționale, în special pe segmentul bunurilor alimentare, în condițiile în care receptivitatea populației la *discount*-uri pare să nu fi fost estompată de consolidarea puterii sale de cumpărare. În același timp, principalii operatori pe segmentul bunurilor de larg consum au căutat să răspundă și unor modificări în comportamentul populației, în sensul unei preferințe sporite pentru varietate, respectiv pentru sortimente cu un grad

de sofisticare mai ridicată¹⁴. Creșteri consistente ale cererii de consum se conturează și pentru perioada ulterioară încheierii primului trimestru, impulsuri suplimentare fiind exercitate de noile majorări salariale, dar și de lansarea, la finele trimestrului II, a Programului de reînnoire a parcului auto, eveniment care va amplifica vânzările auto aflate deja în expansiune pe segmentul *second-hand*. De altfel, datele efective pentru aprilie-mai privind volumul cifrei de afaceri din *retail* se înscriu pe această traiectorie (creștere anuală de circa 18 la sută), principalul segment de susținere fiind în continuare cel alimentar, dar o cerere robustă manifestându-se și la nivelul bunurilor de folosință îndelungată, în corelație cu redresarea investițiilor rezidențiale.

Caracterul asimetric al *pattern*-ului execuției bugetului general consolidat – specific perioadei de început de an – s-a accentuat ușor în 2016: în trimestrul I s-a înregistrat un excedent bugetar de 3,01 miliarde lei (0,4 la sută din PIB¹⁵), după ce în trimestrul IV 2015 execuția bugetară se soldase cu un deficit de 16,5 miliarde lei (2,3 la sută din PIB)¹⁶. Evoluția s-a produs în condițiile în care atât veniturile, cât și cheltuielile bugetare și-au decelerat dinamicile anuale. În cazul celor dintâi, scăderea variației (3,8 la sută¹⁷, față de 10,9 la sută în trimestrul IV din 2015) a fost determinată în principal de diminuarea relativă a sumelor primite de la UE, de încetinirea creșterii veniturilor din TVA (0,9 la sută, față de 13 la sută)¹⁸ și de accentuarea declinului încasărilor din impozitul pe proprietate (-17,9 la sută¹⁹, față de -6,6 la sută)²⁰. În cazul cheltuielilor, comprimarea dinamicii (la 7,8 la sută, de la 15,8 la sută) a survenit

în principal ca urmare a atenuării ritmului de creștere a cheltuielilor cu proiecte cu finanțare din fonduri externe nerambursabile (la 18 la sută, de la 86 la sută); în sens opus a acționat accelerarea avansului cheltuielilor de personal²¹ (11 la sută, față de -2,4 la sută) și a celor de asistență socială (la 9,7 la sută, de la 8,9 la sută).

Grafic 2.3. Investiții



Comparativ cu cererea de consum, investițiile au avansat într-un ritm relativ modest (+2,3 la sută în termeni anuali; Grafic 2.3). În ultima perioadă, evoluția acestei componente a fost caracterizată de o volatilitate accentuată, indusă în bună măsură de factori conjuncturali, asociați cu precădere poziției „construcții ingineresti” – încheierea, la 31 decembrie 2015, a perioadei de eligibilitate a cheltuielilor efectuate de beneficiari din fonduri UE aferente cadrului financiar multianual 2007-2013 și respectiv alegerile locale programate pentru trimestrul II 2016. În consecință, după ce s-a amplificat vizibil către finalul anului anterior, efortul bugetar a stagnat în ianuarie-martie, reintensificându-se în aprilie-mai, când rata anuală de creștere a construcțiilor ingineresti s-a apropiat de 19 la sută. Semnalele pentru perioada următoare indică menținerea evoluției favorabile, impulsionată inclusiv de organizarea alegerilor parlamentare în

¹⁴ Evaluările referitoare la comportamentul de consum au la bază cele mai recente rezultate ale analizelor GfK.

¹⁵ Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii martie 2016.

¹⁶ Execuția din trimestrul I 2015 s-a încheiat cu un surplus de 4,9 miliarde lei (0,7 la sută din PIB), iar cea din trimestrul IV 2014 a generat un deficit de 11,9 miliarde lei (1,8 la sută din PIB, pentru 2014 fiind folosite datele finale publicate de MFP în execuția bugetară din decembrie 2015).

¹⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

¹⁸ În condițiile reducerii cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016.

¹⁹ Inclusiv pe fondul amânării pentru 30 iunie 2016 a primului termen de plată a impozitului pe clădiri, teren și mijloace de transport.

²⁰ Efecte de sens opus a exercitat majorarea ritmurilor de creștere a încasărilor din impozitul pe profit (la 29,6 la sută, față de 20,6 la sută) și din contribuțiile de asigurări (8,0 la sută, de la 5,6 la sută).

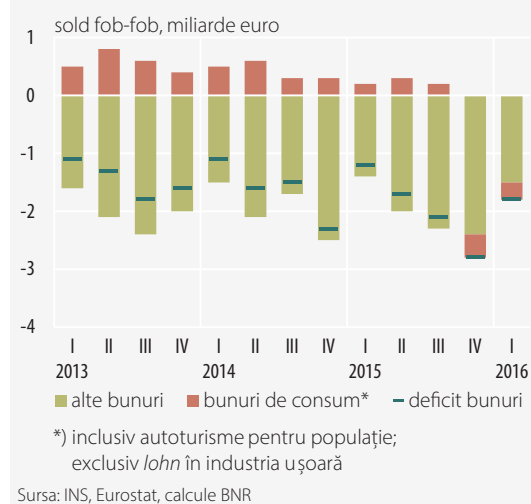
²¹ Reflectând impactul majorărilor salariale în sectorul public din a doua parte a anului 2015, precum și efectul de bază asociat efectuării în avans la finele lui 2014 a unor plăți aferente anului 2015 prevăzute în titluri executorii având ca obiect acordarea de drepturi salariale personalului din sectorul bugetar.

ultimul trimestru al anului, dar posibil a fi atenuată de o absorbție mai lentă a fondurilor europene destinate lucrărilor de infrastructură, ca urmare a finalizării cu întârziere a cadrului procedural aferent noului exercițiu financiar 2014-2020. Construcțiile de clădiri s-au redresat ușor în trimestrul I, pe seama componentei rezidențiale, în corelație cu traiectoria puternic ascendentă a împrumuturilor pentru achiziția de locuințe. În ceea ce privește evoluția în perioada următoare, indiciile existente sunt însă mixte – pe de o parte, creșterea din primele 5 luni a suprafeței autorizate pentru construire sugerează menținerea tendinței, iar pe de altă parte, înăsprirea standardelor de creditare ca urmare a adoptării legii privind darea în plată va atrage, cel mai probabil, o temperare a cererii pentru împrumuturi ipotecare. Perspectiva mai puțin optimistă este surprinsă și de rezultatele pentru trimestrul II ale Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației realizat de BNR și se corelează cu scăderea încrederii operatorilor din construcții (sondajul INS/DG ECFIN). Semnale nefavorabile mai clare pentru perioada următoare se observă pe segmentul investițiilor în utilaje, decelerarea de ritm anual observată în trimestrul I fiind probabil să se prelungească, în contextul în care creditele pentru echipamente și-au temperat rata de creștere în aprilie-mai. În plus, în pofida eforturilor depuse în special de companiile producătoare de echipamente electrice și mijloace de transport (inclusiv componente auto), pe ansamblul sectorului prelucrător așteptările cu privire la volumul investițiilor în următoarele 12 luni sunt negative (potrivit sondajului INS/DG ECFIN din martie-aprilie 2016).

Amplificarea absorbției interne în trimestrul I a ridicat la două cifre ritmul anual de creștere a importurilor de bunuri, astfel încât cererea externă netă și-a menținut contribuția negativă la creșterea PIB real. Evoluția a fost totuși parțial contrabalansată de revigorarea livrărilor externe de bunuri, în corelație cu creșterea cererii din spațiul comunitar. Traiectoria ascendentă a exporturilor este posibil să se mențină în perioada următoare, având în vedere creșterea economică anticipată la nivelul zonei euro, o temperare a ritmului PIB real, asociată *Brexit*, fiind așteptată mai degrabă la orizontul anului 2017. Presiunea indusă de deficitul comercial a fost din

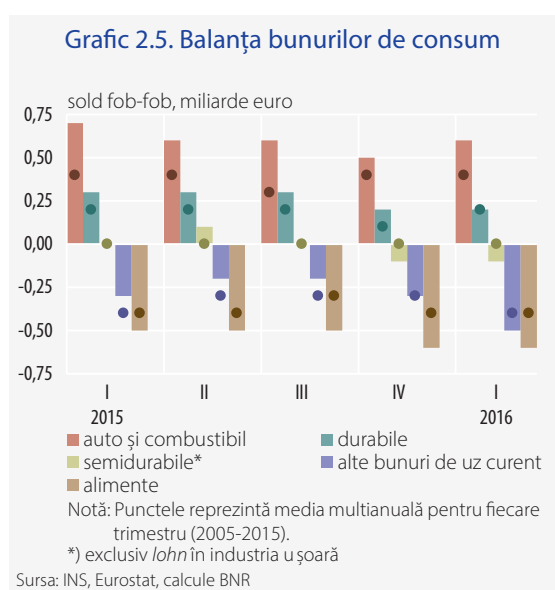
nou atenuată de rezultatele favorabile înregistrate la nivelul balanței serviciilor, segmentul cel mai dinamic fiind cel al serviciilor creative (dominate de IT&C).

Grafic 2.4. Balanța bunurilor



Principalul canal de deteriorare a balanței comerciale în trimestrul I este cel al bunurilor de consum inclusiv autoturisme (Grafic 2.4), în condițiile în care ușoara redresare a volumului livrărilor externe – susținută în principal de exporturile de confecții și de mobilă – a fost anihilată de expansiunea importurilor de produse atât de uz curent, cât și de folosință îndelungată (Grafic 2.5). Deteriorarea pe segmentul bunurilor de consum a reflectat capacitatea mai degrabă limitată a producătorilor autohtoni de a fructifica avansul semnificativ al cererii agregate, nu doar pe fondul amplificării deficitului de competitivitate prin preț/cost, ci și din considerente ce țin de componenta non-preț a acesteia. Astfel, presiunile asociate creșterii costului unitar cu salariile au devenit tot mai evidente în primele luni ale anului în majoritatea ramurilor industriale producătoare de bunuri de consum. În cazul industriei alimentare, acestor influențe li se adaugă concurența ridicată din partea importurilor ieftine (în special pentru carne și produse lactate), dar și eficiența scăzută în utilizarea capacităților de producție existente. În industria ușoară, dominantă este în continuare producția în sistem *lohn* sau integrat pentru parteneri externi, astfel încât, în pofida progreselor obținute de producătorii locali în dezvoltarea

propriilor mărci, satisfacerea cererii interne depinde în bună măsură de importuri. Pe un palier inferior de specializare se plasează și industria farmaceutică, orientată spre producția de medicamente generice, necesarul intern de produse inovative fiind asigurat de oferta externă. În ceea ce privește deteriorarea balanței comerciale pe segmentul auto, aceasta poate fi explicată prin dinamica superioară a cererii interne comparativ cu cea externă și prin preferința consumatorilor pentru modele străine, ceea ce face ca ritmul importurilor de autoturisme să fie mai rapid decât cel al exporturilor.

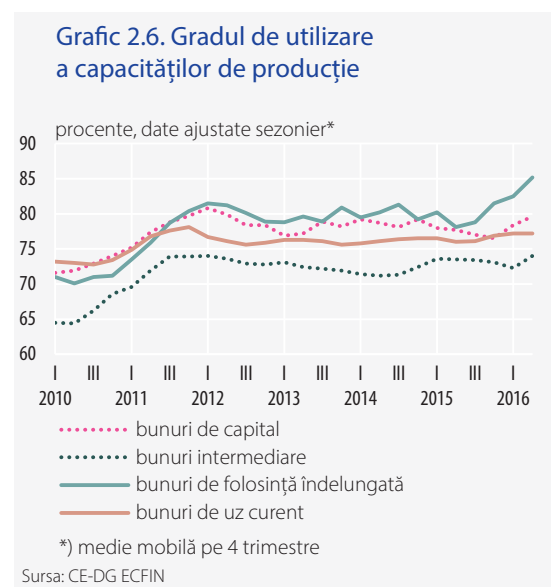


O înrăutățire a soldului comercial a înregistrat și grupa bunurilor intermediare, o contribuție importantă revenind comerțului cu produse chimice, în condițiile în care oferta internă de îngreșăminte este în continuare afectată de închiderea unor capacități de producție în cursul anului anterior. Totuși, perioada recentă a consemnat unele semnale de redresare a industriei chimice locale, localizate la nivelul unor companii importante, constând în finalizarea unor ample proiecte de rețehnologizare, precum și în îmbunătățirea rezultatelor financiare. Majoritatea produselor care alcătuiesc grupa „mașini, echipamente și mijloace de transport” au continuat să-și consolideze cotele deținute pe o piață europeană în extindere (în cazul echipamentelor electrice de exemplu, aceasta se apropie de 3 la sută). Evoluția reflectă noi acumulări de competitivitate în condițiile în care acest segment

industrial continuă să reprezinte principala destinație a investițiilor străine directe la nivelul sectorului prelucrător, în pofida dificultăților cu care se confruntă companiile de profil în ceea ce privește disponibilitatea forței de muncă.

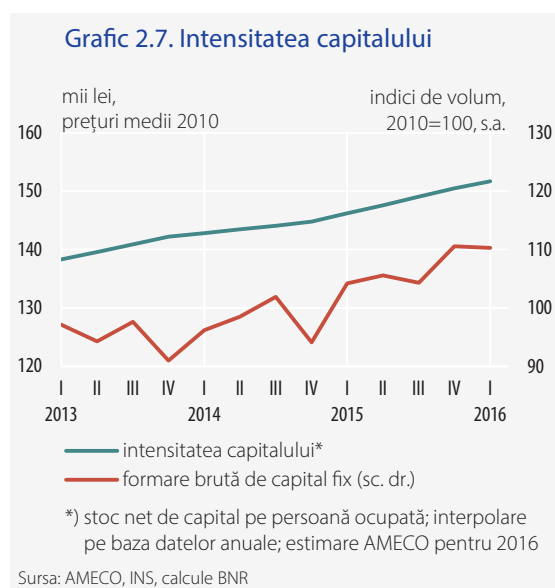
Productivitatea muncii

Intensificarea creșterii economice în trimestrul I a fost susținută de unele câștiguri în planul productivității muncii, vizibile în comerț, construcții și, în mai mică măsură, în industrie. Evoluția a fost însă în continuare dominată de componenta ciclică, în timp ce persistența constrângerilor structurale privind capitalul uman indică progrese modeste la nivelul factorilor cu acțiune persistentă.



Deși activitatea industrială a avut o evoluție modestă în primele 5 luni din 2016, s-a observat totuși o redresare marginală a productivității, în principal pe fondul creșterii gradului de utilizare a capacităților de producție în rândul industriilor producătoare de bunuri intermediare și de capital (Grafic 2.6). Cele mai importante câștiguri au fost consemnate în industria prelucrării hidrocarburilor, industria chimică, fabricarea echipamentelor electrice, industria auto și cea a altor mijloace de transport. Majoritatea acestor sectoare au beneficiat de investiții importante în ultima perioadă, fie în extinderi ale capacităților existente sau deschideri ale unora noi, fie în eforturi de eficientizare a activității. Cele mai recente informații sugerează menținerea unei dinamici pozitive a investițiilor

străine în trimestrul II, cu potențialul de a susține revenirea productivității muncii în industrie pe o pantă ascendentă la nivelul întregului an, după o evoluție modestă în 2015, mai ales în sectorul manufacturier. O constrângere semnificativă la adresa menținerii tendinței pozitive a investițiilor o reprezintă tensionarea progresivă a pieței muncii, mai ales în condițiile în care acestea continuă să se concentreze în aceleași zone (Centru și Vest) și ramuri industriale (industria auto și ramurile conexe) (Grafic 2.7).



De altfel, dificultatea de a găsi personal calificat corespunzător a devenit tot mai presantă pentru agenții economici din România, 7 din 10 recrutori declarând că le este greu sau foarte greu să găsească un candidat potrivit pentru pozițiile disponibile²². De asemenea, migrația externă continuă să comprime forța de muncă disponibilă, fiind vizate acum nu doar statele dezvoltate din vestul Europei, ci și țările din regiune (Republica Cehă, Polonia, Ungaria).

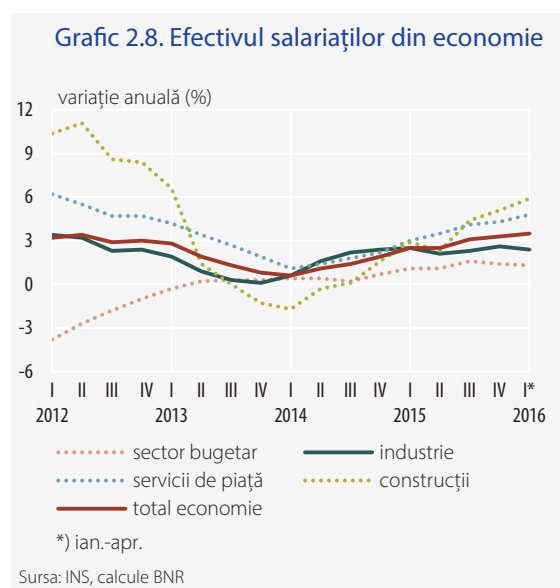
Evoluții pe piața muncii²³

În primele patru luni ale anului 2016 efectivul salariaților din economie a continuat să se majoreze, ritmul atins (3,5 la sută în termeni anuali) fiind superior celor consemnate în perioada precriză.

²² Potrivit unui studiu realizat de Millward Brown, împreună cu Coaliția pentru Dezvoltarea României și Ejobs.

²³ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

Dinamizarea recrutărilor s-a datorat construcțiilor și serviciilor de piață, în special IT&C și servicii administrative și suport (sectoare care și-au majorat schemele de personal cu circa 50 la sută comparativ cu perioada precriză), pe seama investițiilor realizate în aceste domenii. În schimb, dinamica numărului de salariați din industrie a înregistrat o cvasistagnare în perioada recentă, tendința fiind vizibilă în majoritatea ramurilor, cu excepția fabricării echipamentelor electrice și a mobilei (Grafic 2.8).

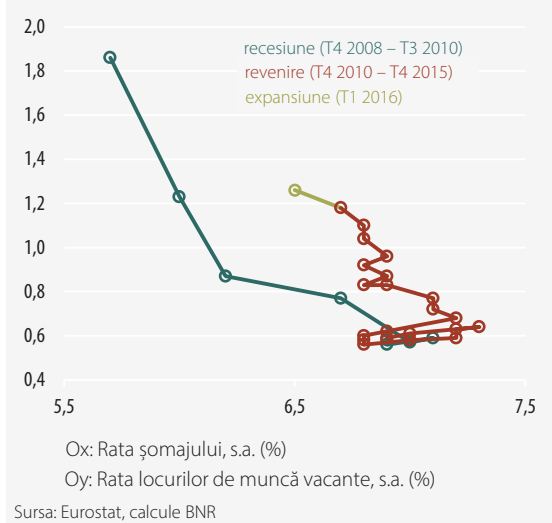


Pe fondul unei capacități sporite a economiei de a absorbi forța de muncă disponibilă, ambele rate ale șomajului s-au diminuat în intervalul ianuarie-mai, șomajul înregistrat ajungând la 4,7 la sută (-0,1 puncte procentuale), iar rata BIM la 6,5 la sută (-0,2 puncte procentuale). Tensionarea inerentă a pieței muncii odată cu îmbunătățirea accelerată a poziției ciclice a economiei continuă să fie accentuată de dificultățile de recrutare întâmpinate de angajatori în condițiile în care emigrația, mobilitatea internă încă redusă (în pofida intensificării recente) și inadecvarea sistemului de învățământ restrâng forța de muncă eligibilă (Grafic 2.9).

Pentru perioada iunie-septembrie 2016 atât rezultatele studiului Manpower, cât și sondajul INS/DG ECFIN relevă intenții solide de angajare în industrie și servicii, precum și o relativă stabilitate a perspectivelor în construcții. În schimb, pentru

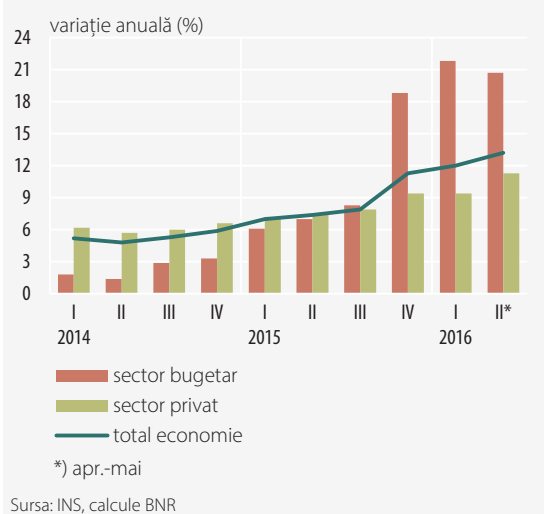
comerț semnalele sunt mixte, o deteriorare a sentimentului privind viitoarele recrutări fiind observată numai în cazul sondajului DG ECFIN în lunile mai-iunie. Evoluția pare a reflecta reacția negativă a marilor lanțuri de magazine la aprobarea legii care prevede achiziția din lanțul scurt de aprovizionare a 51 la sută din anumite categorii de produse alimentare (carne, ouă, legume, fructe, produse lactate și de panificație).

Grafic 2.9. Curba Beveridge



Dinamica anuală a câștigului salarial mediu net pe economie s-a menținut la un nivel ridicat în perioada ianuarie-mai, urcând cu 1,2 puncte procentuale față de trimestrul IV 2015, până la 12,5 la sută (Grafic 2.10). Avansul se datorează, pe de o parte, sectorului privat (+0,8 puncte procentuale), pe fondul majorării salariului minim brut pe economie cu 19 la sută în luna mai, reflectată în special la nivelul ramurilor cu ponderi semnificative ale angajaților încadrați la pragul minim, precum construcții, comerț, hoteluri și restaurante. Pe de altă parte, intensificarea de ritm reflectă și un efect statistic la nivelul sectorului bugetar, unele dintre etapele de majorare a salariilor (cele operate în învățământ și administrația publică) afectând numai luna decembrie, nu întregul trimestru IV 2015. În perspectivă, se anticipează accelerarea în continuare a ritmului anual de creștere a salariului mediu, în contextul majorărilor salariale anunțate în sistemul bugetar pentru luna august, mai cu seamă în învățământ și sănătate.

Graficul 2.10. Dinamica salariilor brute



2. Prețurile de import și prețurile de producție

Chiar dacă prețurile internaționale ale principalelor materii prime au consemnat creșteri în ultimele luni, acestea rămân în continuare sub nivelurile înregistrate în intervalul similar al anului precedent, iar menținerea unor stocuri consistente la nivel mondial face puțin probabilă materializarea unor creșteri ample în perioada următoare. În aceste condiții, dinamica anuală a prețurilor de import și a celor de producție pe piața internă s-a menținut negativă și în prima parte a anului 2016, influența externă continuând să compenseze, la nivel agregat, presiunile acumulate pe plan intern pe filiera costurilor salariale. O contribuție importantă la scăderea inflației importate a revenit, de asemenea, atenuării semnificative a deprecierii leului în raport cu dolarul SUA, evoluția monedei naționale față de euro fiind mai degrabă stabilă.

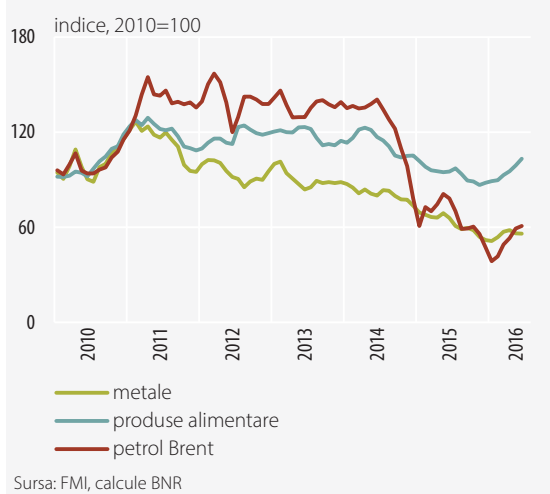
2.1. Prețurile de import

În corelație cu declinul cotațiilor principalelor materii prime pe piețele internaționale din ultima parte a anului 2015 și începutul lui 2016, indicele valorii unitare (IVU) a importurilor și-a accentuat scăderea în trimestrul I 2016 până la 96,8 la sută (-1,2 puncte procentuale față de trimestrul anterior).

Influența deflaționistă exercitată de prețurile externe pe plan intern a fost augmentată de atenuarea semnificativă a deprecierei leului în raport cu dolarul SUA.

După ce au atins valori minime la începutul anului 2016, cotațiile petrolului și ale metalelor s-au redresat începând cu luna februarie, această evoluție reflectând în bună măsură anticipațiile de restrângere a excedentului de ofertă, dar și o ușoară revigorare a cererii. Sentimentul generalizat al piețelor privind atingerea pragului minim al cotațiilor materiilor prime la începutul anului s-a reflectat și într-o creștere a cotațiilor materiilor prime agricole (grâu și porumb) începând cu luna martie, în pofida estimărilor optimiste privind recolta la nivel mondial în anul 2016 (Grafic 2.11).

Grafic 2.11. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime

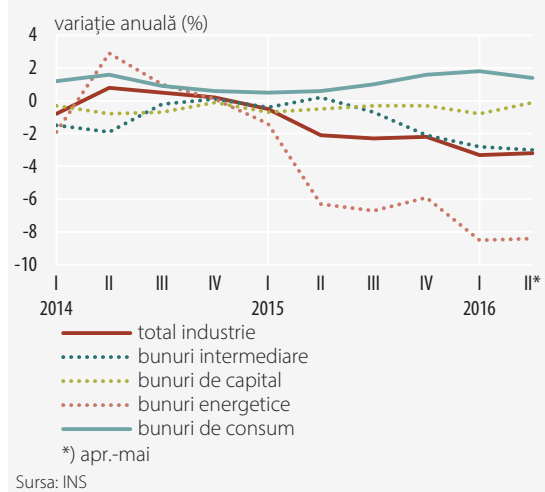


Totuși, în primul trimestru al anului 2016, majoritatea cotațiilor au rămas semnificativ sub nivelurile atinse în aceeași perioadă a anului anterior, IVU asociat produselor minerale, chimice și metalelor comune menținându-se subunitar. De asemenea, și pe segmentul alimentar cele mai multe produse au continuat să înregistreze variații anuale negative ale prețurilor de import sau atenuări notabile ale ritmurilor de creștere. Excepție a făcut zahărul, al cărui IVU a urcat 7,2 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 108 la sută, condițiile meteorologice nefavorabile afectând oferta principalilor producători (Brazilia, India și Thailanda).

2.2. Prețurile de producție

În perioada ianuarie-martie 2016, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a adâncit în teritoriu negativ (-3,3 la sută, comparativ cu -2,2 la sută în trimestrul anterior), tendința fiind vizibilă la nivelul majorității grupelor de bunuri, cu excepția celor de consum (Grafic 2.12). Determinantă în acest sens rămâne inflația importată, rata anuală a prețurilor producției industriale pentru piața externă în zona euro accelerându-și scăderea, până la -2,7 la sută.

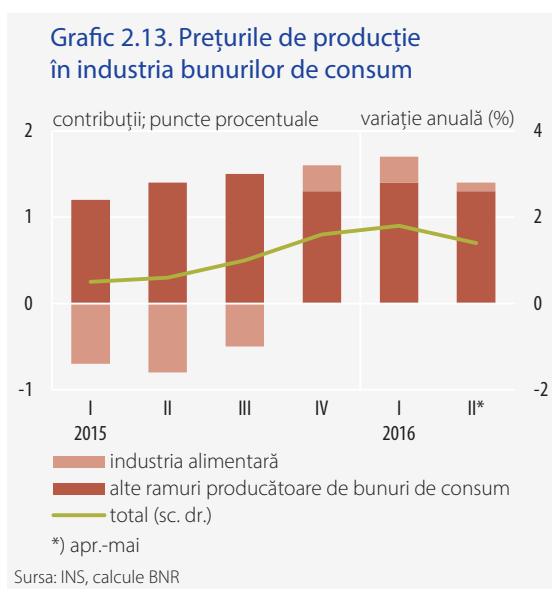
Grafic 2.12. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Variații anuale puternic negative ale prețurilor de producție s-au înregistrat în continuare în ramurile direct influențate de evoluția cotațiilor materiilor prime, cu precădere în industria de prelucrare a țiteiului, în chimie, metalurgie și în industria construcțiilor metalice. În plus, un aport semnificativ la traiectoria descendentă a indicatorului la nivel agregat a revenit sectorului de producție și furnizare a energiei electrice și termice, ca urmare atât a reducerii tarifelor de distribuție a energiei electrice la 1 ianuarie 2016, cât și a scăderii prețului energiei electrice pe piața liberă în prima parte a anului – pe fondul creșterii importanței relative a energiei electrice provenind din surse regenerabile.

În ceea ce privește prețurile bunurilor de consum, rata anuală de creștere s-a majorat la 1,8 la sută (+0,2 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2015), datele disponibile pentru perioada aprilie-mai

2016 indicând o tendință de temperare, imprimată de evoluția din industria alimentară (Grafic 2.13). Pe acest segment, prefigurarea unei recolte favorabile a favorizat diminuarea prețurilor materiilor prime agricole pe piața internă. În plus, dinamica prețurilor de producție este limitată de presiunea concurențială a importurilor ieftine (în special carne, lapte, produse derivate). Celelalte ramuri aferente grupei au continuat să înregistreze totuși ritmuri de creștere consistent pozitive (în medie, circa 3 la sută), reflectând presiunile inflaționiste din surse interne (creșterea costurilor salariale unitare, în contextul majorărilor succesive ale salariului minim și al încordării crescânde a pieței muncii).



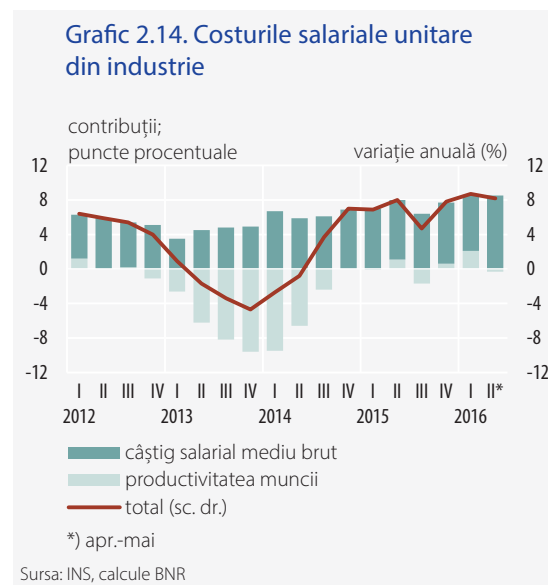
În trimestrul I 2016, rata anuală de creștere a prețurilor agricole s-a temperat semnificativ (-5,9 puncte procentuale, până la 3,7 la sută), semnalele favorabile privind producția agricolă în anul 2016 conducând la atenuarea dinamicii anuale a prețurilor produselor vegetale (-6,7 puncte procentuale, până la 8,4 la sută). De asemenea, într-un context european marcat de supraofertă, prețul produselor animale a continuat să scadă și pe piața internă (-5,5 la sută în termeni anuali).

Pentru perioada următoare este foarte probabilă menținerea variației anuale a prețurilor de producție pe piața internă în teritoriu negativ,

însă este de așteptat o atenuare a acesteia, date fiind creșterile recente ale cotațiilor materiilor prime și acumularea unor presiuni inflaționiste pe plan intern. De altfel, agenții economici din industrie anticipează o majorare a prețurilor de producție la nivel agregat, soldul conjunctural aferent sondajului DG ECFIN avansând până la 2,6 la sută pentru perioada iunie-august 2016 (+1 punct procentual față de așteptările formulate pentru intervalul anterior).

Costurile salariale unitare

Ritmul anual al costurilor salariale unitare din industrie s-a menținut la un nivel ridicat pe ansamblul trimestrului I 2016 (8,7 la sută, în accelerare cu 0,9 puncte procentuale față de ultimul trimestru al anului 2015). Revenirea dinamicii productivității muncii la valori pozitive în luna martie a atenuat ușor rata de creștere a acestora, până la 8,2 la sută în intervalul aprilie-mai (Grafic 2.14).



Tendința a fost vizibilă în prelucrarea țigăii, industria alimentară, chimică, precum și în fabricarea echipamentelor electrice. În schimb, în unele ramuri prelucrătoare presiunea costurilor unitare cu forța de muncă s-a amplificat, între acestea regăsindu-se industria auto și cea conexasă a cauciucului, în care dificultatea recrutării de personal calificat devine tot mai presantă.

3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În trimestrul II 2016, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul minim istoric de 1,75 la sută. În același timp, banca centrală a continuat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, prezervând totodată nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (de 8, respectiv 12 la sută). Această calibrare a instrumentelor politicii monetare era menită să asigure stabilitatea 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.

Menținerea *statu-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară în ședința din luna mai a Consiliului de administrație al BNR a fost motivată de caracterul temporar al decelerării inflației în primele luni ale anului 2016²⁴ și de reconfirmarea, în contextul noului exercițiu de prognoză, a divergenței dintre evoluția pe termen scurt a acesteia și cea anticipată pe termen mediu, în condițiile unei revizuirii descendente a traiectoriei previzionate a dinamicii ei anuale²⁵. Astfel, potrivit proiecției actualizate a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, rata anuală a inflației își prelungea șederea în teritoriul negativ până dincolo de mijlocul anului curent și rămânea ulterior, inclusiv în decembrie 2016, sub limita de jos a intervalului țintei staționare, implicit sub nivelul proiectat anterior (0,6 la sută, față de 1,4 la sută în proiecția din februarie). În prima lună

²⁴ Sub impactul reducerii cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută începând cu luna ianuarie 2016, rata anuală a inflației s-a readâncit în teritoriul negativ, coborând în martie la -2,98 la sută (de la nivelul de -0,93 la sută înregistrat în decembrie 2015), în linie cu prognoza BNR.

²⁵ În raport cu proiecția din Raportul asupra inflației din februarie 2016.

a anului 2017, odată cu epuizarea impactului tranzitoriu al primei scăderi a cotei standard a TVA, ea consemna însă o amplă corecție ascendentă, revenind în intervalul de variație al țintei, pentru ca în decembrie să urce ușor deasupra punctului central al țintei²⁶; totodată, ca urmare a disipării influenței scăderilor suplimentare de impozite indirecte prevăzute a fi efectuate în ianuarie 2017²⁷, traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației suferea o nouă ajustare crescătoare în trimestrul I 2018, plasându-se la finele orizontului prognozei la 3,3 la sută.

Caracterul divergent al traiectoriei avea ca fundament presiunile inflaționiste anticipate a emerge din inversarea poziției ciclice a economiei²⁸ și din creșterea ulterioară a excedentului de cerere agregată²⁹, precum și din reajustarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste și din majorarea susținută a costurilor salariale unitare, având ca premise și ipoteze majore: (i) relaxarea recentă și în perspectivă a conduitei politicii fiscale și a celei a veniturilor; (ii) continuarea majorării salariului minim brut pe economie în anul 2016; (iii) creșterea venitului disponibil real al populației, inclusiv ca efect al reducerilor succesive de impozite indirecte și al prelungirii prețului scăzut al petrolului și (iv) prezervarea caracterului stimulativ al condițiilor

²⁶ La 2,7 la sută, față de 3,4 la sută în proiecția anterioară. Recalculată prin excluderea impactului *one-off* anticipat al scăderii prevăzute a fi operate asupra cotei standard a TVA în ianuarie 2017, rata anuală prognozată a inflației se situa la 2,9 la sută.

²⁷ Reducerea la 19 la sută a cotei standard a TVA și eliminarea supraaccizei la carburanți.

²⁸ Anticipată a se produce în a doua parte a anului 2016, cu o ușoară întârziere față de proiecția precedentă.

²⁹ Relativ mai lentă însă în raport cu prognoza anterioară, în condițiile intrării în vigoare a Legii privind darea în plată și ale deteriorării perspectivei creșterii economice a zonei euro/UE.

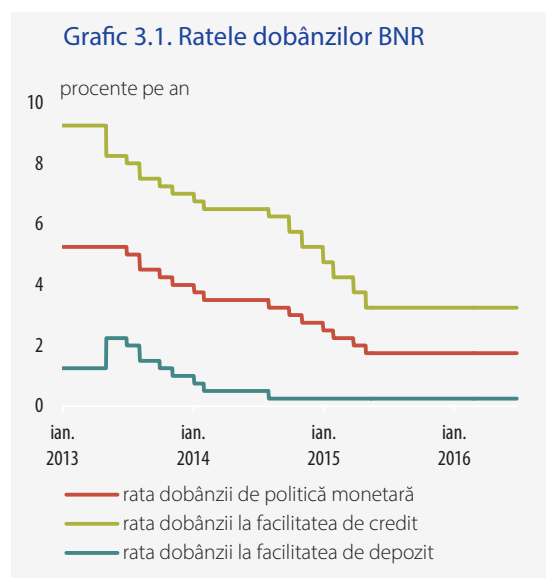
monetare reale. Noua prognoză a inflației continua să se caracterizeze prin riscuri deosebit de mari, decurgând din sfera politicii fiscale și de venituri și din modificări ale legislației în domeniul financiar, dar și din incertitudinile legate de ritmul redresării economiei zonei euro/UE și al creșterii economice globale³⁰.

Datele statistice apărute ulterior au relevat continuarea adâncirii ratei anuale a inflației în teritoriul negativ în primele luni ale trimestrului II 2016³¹, în principal datorită accentuării scăderii în termeni anuali a prețurilor volatile. Ele au evidențiat și o accelerare semnificativă a creșterii economice în trimestrul I al anului³², prioritar pe seama expansiunii alerte a consumului privat – impulsionată de sporirea veniturilor populației și a ritmului de creștere a creditului acordat acestui segment, precum și de extinderea acțiunii stimulilor fiscali –, dar și un avans considerabil al importurilor, de natură să deterioreze balanța comercială. În același timp, noile evaluări au evidențiat indicii ale continuării creșterii robuste a cererii de consum în perioada imediat următoare și ale menținerii nivelului înalt al costului unitar cu forța de muncă în industrie, dar și perspectiva rămânării ratei anuale a inflației în teritoriul negativ pe orizontul scurt de timp, pe un palier semnificativ mai înalt însă, ca urmare a epuizării în iunie a impactului direct al extinderii cotei reduce a TVA la toate alimentele. Riscurile la adresa acestor previziuni erau suplimentate, în contextul dat, de incertitudinile privind implicațiile rezultatului referendumului din Marea Britanie și de sporirea volatilității pe piețele financiare internaționale, precum și de prelungirea inflației scăzute în zona euro/pe plan internațional, inclusiv pe fondul persistenței prețurilor joase ale materiilor prime. În aceste condiții, în ședința din 30 iunie 2016, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută (Grafic 3.1) și prezervarea nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

³⁰ Date fiind slăbirea economiei Chinei și a altor economii emergente majore, tensiunile geopolitice, situația din Grecia și apropierea referendumului din Marea Britanie.

³¹ În lunile aprilie și mai rata anuală a inflației a coborât la -3,25, respectiv -3,46 la sută.

³² Dinamica anuală a PIB a crescut la 4,3 la sută – cel mai înalt nivel din perioada postcriză.



Dinamica creditului acordat sectorului privat³³ a continuat să se majoreze în primele două luni ale trimestrului II, exclusiv pe seama aportului componente în lei (a cărei pondere în total a urcat, astfel, în luna mai, la 54,0 la sută – maximum ultimilor 19 ani); avansul acesteia s-a încetinit însă (6,3 la sută, față de 5,4 la sută în trimestrul I 2016³⁴), ca efect al intensificării operațiunilor de scoatere în afara bilanțurilor a creditelor neperformante și al reducerii variației anuale a creditelor noi. Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți au fost divergente, ele corelându-se doar parțial cu rezultatele ediției din mai 2016 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, relevând: (i) așteptări de creștere în trimestrul II a cererii de credite a societăților nefinanciare și a celei de împrumuturi pentru consum, dar și (ii) perspectiva continuării înăsprii standardelor aplicate creditelor imobiliare, precum și a sporirii, în acest interval, a restrictivității celor aplicate creditelor de consum. Astfel, dinamica anuală a creditelor acordate populației a continuat să se majoreze (9,0 la sută în lunile aprilie-mai, față de 7,9 la sută în trimestrul I 2016³⁵), pe seama prelungirii ritmurilor ridicate de creștere a creditelor pentru

³³ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

³⁴ În termeni nominali, rata de creștere a creditului acordat sectorului privat a crescut doar marginal.

³⁵ Evoluția reflectă și influența creșterii valorii negative a ratei anuale a inflației (în termeni nominali, sporul de dinamică a fost mult mai mic).

locuințe și a atenuării valorii negative a dinamicii anuale a creditelor pentru consum și alte scopuri. În schimb, variația anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare s-a redus în acest interval (1,7 la sută, față de 2,1 la sută în trimestrul I), ca efect al operațiunilor menționate anterior, dar și al scăderii în termeni anuali înregistrate în luna mai de creditele noi acordate acestui segment (datorată însă, cel puțin parțial, unui efect de bază); decelerarea creșterii soldului creditelor acordate acestor entități s-a localizat pe segmentul împrumuturilor pe termen scurt și mediu, cele pe termen lung majorându-și dinamica în intervalul analizat.

Masa monetară și-a accelerat creșterea în perioada aprilie-mai (o dinamică medie de 15,7 la sută, față de 12,7 la sută în trimestrul I), în principal ca urmare a sporirii injecțiilor de lichiditate efectuate de MFP, inclusiv în contul fondurilor europene. Mișcarea a fost imprimată de componenta cea mai lichidă a M3, care a continuat să-și intensifice dinamica (33,2 la sută, față de 28,2 la sută în trimestrul I 2016), pe seama reamplificării ritmului de creștere a numerarului în circulație și a prelungirii tendinței ascendente a variației depozitelor ON ale populației și ale companiilor; accentuarea preferinței pentru lichiditate s-a corelat cu accelerarea creșterii economice și scăderea costului de oportunitate a deținerii de active monetare lichide. Pe acest fond, avansul dinamicii depozitelor la termen de până la doi ani a fost mai modest (0,6 la sută, față de -0,8 la sută în trimestrul I), fiind susținut atât de plasamentele populației (+0,4 la sută, față de -0,4 la sută în precedentele trei luni), cât și de cele efectuate de companii (1,4 la sută, cu 2,9 puncte procentuale peste media trimestrului I 2016).

În contextul persistenței excedentului net de lichiditate din sistemul bancar, prezervarea de către banca centrală a gestionării adecvate a lichidității pe parcursul trimestrului II a implicat continuarea drenării acestuia prin intermediul facilității de depozit a BNR. Surplusul de rezerve a fluctuat – scădere în aprilie, urmată de o majorare în mai, ambele atribuibile prioritar influenței operațiunilor Trezoreriei –, situându-se, pe ansamblul perioadei, la niveluri ridicate, dar inferioare celor din primele două luni ale anului curent. Pe acest fond, ratele

dobânzilor pieței monetare interbancare – inclusiv cotațiile ROBOR pe termen mai lung – au consemnat doar oscilații minore în jurul minimelor istorice atinse în trimestrul I 2016; o creștere ușoară a volatilității acestora s-a produs spre finele perioadei, în contextul anunțării rezultatelor referendumului din Marea Britanie.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

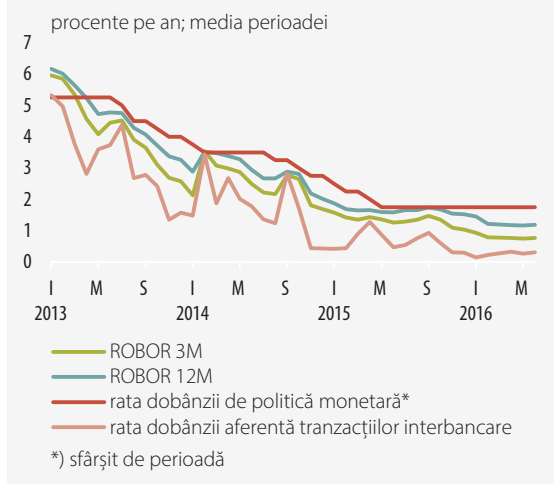
Randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară s-a menținut în linii mari nemodificat în trimestrul II 2016, în timp ce cursul de schimb leu/euro s-a poziționat pe un trend general ascendent și și-a sporit marginal volatilitatea. Creșterea în termeni anuali a masei monetare s-a accelerat în perioada martie-mai 2016, în principal ca urmare a amplificării injecțiilor de lichiditate efectuate de MFP, inclusiv în contul fondurilor europene, precum și în condițiile continuării majorării dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut în intervalul aprilie-iunie marginal deasupra ratei dobânzii la facilitatea de depozit, palier pe care s-a repositionat în urma corecției ascendente consemnate în a doua parte a trimestrului I. Media sa trimestrială a urcat astfel ușor, atingând nivelul de 0,31 la sută (+0,09 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior; Grafic 3.2).

Evoluția a reflectat cu prioritate comportamentul ratelor dobânzilor ON, care au stagnat la limita inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente, într-un context în care excedentul de lichiditate a avut o evoluție fluctuantă, continuând să se reducă în aprilie, pentru a treia lună consecutiv, pentru ca apoi să se reamplifice, pe fondul reluării injecțiilor Trezoreriei, rămânând totuși la valori semnificativ inferioare celor consemnate în debutul anului.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR

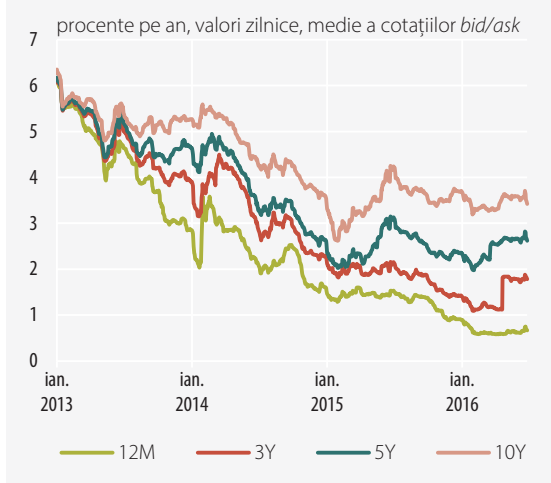


La rândul lor, cotațiile ROBOR pe maturități mai lungi (3M-12M) s-au menținut de-a lungul perioadei analizate în jurul valorilor minime istorice³⁶ atinse la jumătatea trimestrului anterior. Excepția a constituit-o finele lunii iunie, când aceste randamente au înregistrat o creștere temporară (până la 0,09 puncte procentuale), în condițiile puternice tensionări a piețelor internaționale ca reacție la rezultatul referendumului din Marea Britanie. Pe ansamblul lunii iunie, valorile medii ale cotațiilor ROBOR au fost însă apropiate de cele din ultima lună a trimestrului I, situându-se la 0,77 la sută în cazul maturității de 3 luni și la 1,02, respectiv 1,19 la sută pentru termenele de 6, respectiv 12 luni.

O evoluție similară au avut randamentele titlurilor de stat pe termen scurt, cel aferent certificatelor de trezorerie cu scadența de 1 an menținându-se aproape neschimbat în iunie față de martie, atât pe piața primară (un nivel mediu de 0,70 la sută), cât și pe cea secundară (Grafic 3.3). În schimb, randamentele corespunzătoare scadențelor mai lungi (5-10 ani) – relativ mai receptive la influența factorilor globali – au consemnat o creștere mai pronunțată în a doua parte a lunii aprilie, iar apoi au oscilat la valori superioare celor prevalente în trimestrul anterior, în corelație cu: (i) fluctuațiile randamentelor similare din SUA și zona euro (reflectând schimbările succesive ale anticipațiilor privind momentul următoarei creșteri a ratei

dobânzii Fed și traiectoria acesteia), dar și cu (ii) incertitudinile circumscrise conduitei politicii fiscale și celei a politicii veniturilor, precum și Legii privind darea în plată. Imediat după referendumul din Marea Britanie, aceste randamente au cunoscut o creștere abruptă, mișcarea corectându-se însă rapid, în sincron cu randamentele de pe piețele dezvoltate. În aceste condiții, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor de titluri cu scadența de 7, respectiv 11 ani au urcat în iunie cu până la 0,15 puncte procentuale față de martie, situându-se la 3,09, respectiv 3,98 la sută. La rândul lor, valorile medii ale cotațiilor de referință de pe piața secundară au urcat în același interval cu până la 0,23 puncte procentuale în cazul maturității de 10 ani, panta curbei randamentelor înregistrând, astfel, o ușoară accentuare.

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



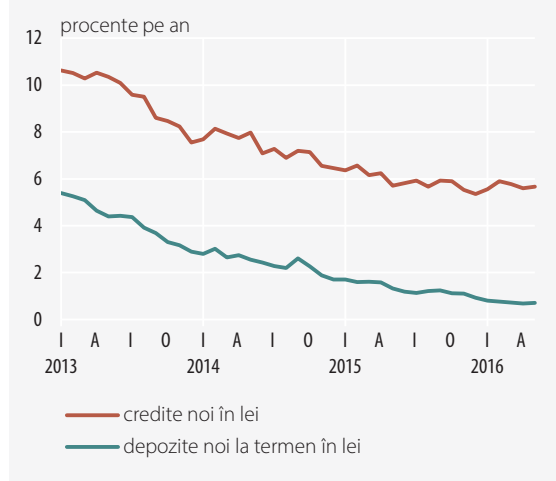
Evoluția randamentelor și cea a indicatorilor cantitativi ai pieței primare a titlurilor de stat au reflectat schimbările succesive consemnate pe parcursul perioadei de interesul investitorilor pentru titlurile de stat; astfel, aceasta s-a redus ușor în prima parte a trimestrului (context în care MFP a respins parțial ofertele prezentate în cadrul mai multor licitații de titluri de stat), dar a tins să se redreseze apoi treptat, astfel încât, pe ansamblul perioadei analizate, atât raportul cerere/ofertă, cât și scadența medie a titlurilor emise au fost similare celor din trimestrul I 2016³⁷.

³⁶ Serie de date disponibilă din august 1995.

³⁷ Totodată, în luna mai, MFP a redeschis pe piața externă o emisiune de obligațiuni denumite în euro, punând în circulație titluri în valoare de 1 miliard euro, pe termen de 12 ani și având un randament de 2,99 la sută.

Ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen ale clienților nebankari și-au prelungit tendința de scădere în perioada martie-mai 2016 (-0,24 puncte procentuale, până la 5,66 la sută, respectiv -0,05 puncte procentuale, până la 0,71 la sută; Grafic 3.4). Declinul mai pronunțat al celor dintâi a fost indus de evoluțiile aferente ambelor categorii principale de clienți. Astfel, costul mediu cu dobânda al creditelor noi acordate societăților nefinanciare s-a redus cu 0,34 puncte procentuale (până la nivelul de 4,01 la sută, reprezentând un nou minim al perioadei post-1990), mișcarea descendentă provenind atât dinspre segmentul creditelor de valoare mare, cât și dinspre cel al împrumuturilor de valori mai reduse. În cazul ratei medii a dobânzii la creditele noi ale populației, scăderea (cu 0,28 puncte procentuale, până la 6,58 la sută) s-a datorat însă doar segmentului destinat locuințelor. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale acestui sector a continuat, de asemenea, să coboare (-0,13 puncte procentuale, până la 1,09 la sută – cea mai mică valoare după 1990). În schimb, rata medie a dobânzii pentru depozitele noi la termen ale societăților nefinanciare s-a menținut constantă (la 0,46 la sută).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar

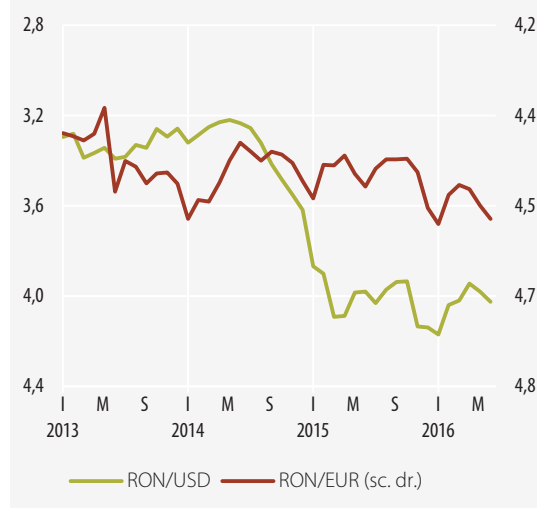


2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a poziționat în trimestrul II pe o traiectorie ascendentă, discontinuă însă și relativ fluctuantă, el depășind doar marginal

și într-o singură zi, spre finele intervalului, maximum acestui an înregistrat în luna ianuarie (Grafic 3.5).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Trendul crescător al cursului de schimb leu/euro s-a amorsat la mijlocul lunii aprilie, într-un context intern caracterizat prin persistența/sporirea incertitudinilor legate de conduita politicii fiscale și a veniturilor, precum și de implementarea Legii privind darea în plată, de natură să afecteze percepția investitorilor străini asupra economiei și pieței financiare românești. El s-a accentuat mai apoi, în condițiile în care, similar ratelor de schimb ale celorlalte monede din regiune, raportul leu/euro a receptat impactul deteriorării la începutul lunii mai a sentimentului pieței financiare internaționale, ca urmare a reamplificării temerilor privind creșterea economică la nivel global și, în particular, în China, precum și datorită sporirii incertitudinilor privind încheierea unui acord între Grecia și principalii săi creditori internaționali. Un impuls suplimentar a fost dat deprecierei monedei naționale de creșterea temporară în cursul aceleiași luni a probabilității atașate de investitori posibilității ca Fed să majoreze în devans rata dobânzii-cheie.

Efectele de calmare exercitate ulterior asupra piețelor de încheierea unui acord între Eurogroup și FMI privind programul de asistență financiară a Greciei, dar și de reconsiderarea de către investitori a perspectivei continuării ciclului de creștere a ratei

dobânzii *Federal Reserve*³⁸ au fost resimțite și pe piața locală, cursul de schimb al leului stopându-și creșterea și temperându-și fluctuațiile în primele zile ale lunii iunie. Reamplificarea puternică a aversiunii globale față de risc în perioada premergătoare și imediat următoare referendumului din Marea Britanie a antrenat însă din nou raportul leu/euro într-o mișcare ascendentă³⁹, dar mai puțin amplă decât cea evidențiată de alte rate de schimb din regiune; ea a fost și de scurtă durată, corectându-se aproape integral spre finele trimestrului, în condițiile temperării temerilor operatorilor de pe piețele financiare, ca urmare a semnalelor transmise de principalele bănci centrale⁴⁰.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	5 luni 2015			5 luni 2016		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	-2 097	-5 466	3 369	2 506	812	1 694
Investiții directe	154	1 071	-917	275	1 347	-1 072
Investiții de portofoliu	-184	-1 703	1 519	244	1 046	-802
Derivate financiare	-7	0	-7	29	0	29
Alte investiții	676	-4 834	5 510	1 303	-1 581	2 884
– numerar și depozite	97	-1 513	1 610	172	-1 708	1 880
– împrumuturi	176	-3 320	3 496	847	-303	1 150
– altele	403	-1	404	284	430	-146
Active de rezervă ale BNR (net)	-2 735	0	-2 735	654	0	654

*) „+” creștere/„-” scădere

Pe piața valutară interbancară, soldul tranzacțiilor derulate de nerezidenți a redevenit negativ, în consonanță cu evoluția investițiilor de portofoliu⁴¹

³⁸ Ca urmare a mesajelor transmise de președintele acestei instituții și a evoluției sub așteptări a pieței muncii în SUA.

³⁹ În 16 iunie, rata de schimb leu/euro a urcat la maximul ultimilor doi ani și cinci luni (4,5396), iar în 24 iunie valoarea CDS pentru România a atins maximul ultimilor 9 luni.

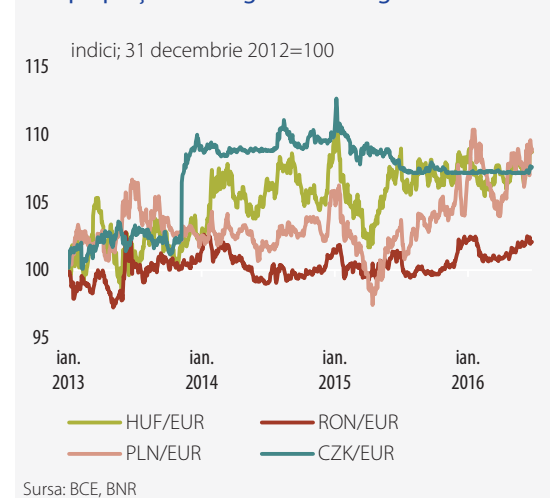
⁴⁰ Acestea și-au manifestat disponibilitatea de a furniza lichiditate suplimentară în vederea contracarării eventualelor tensiuni de pe piețele financiare.

⁴¹ Exceptând influența emisiunii de obligațiuni pe piața externă, efectuată de MFP în luna mai.

și a soldului contului curent al balanței de plăți din primele două luni ale trimestrului II (Tabel 3.1). Operațiunile în valută ale rezidenților s-au soldat însă cu excedente lunare⁴² – dar în scădere –, care au limitat creșterea deficitului total al pieței valutare interbancare.

Pe ansamblul trimestrului II, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 1,2 la sută în termeni nominali⁴³ și cu 1,3 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 0,1 la sută în termeni nominali și cu 0,2 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut în raport cu euro (Grafic 3.6). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a accelerat ușor deprecierea nominală față de euro și a consemnat prima apreciere nominală din ultimele șapte trimestre față de dolarul SUA.

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



2.3. Moneda și creditul

Moneda

Masa monetară (M3) și-a accelerat creșterea⁴⁴ în intervalul martie-mai 2016 (14,9 la sută – recordul ultimilor șapte ani și jumătate, față de 11,7 la sută

⁴² Spre deosebire de primele trei luni ale anului, când cererea netă de devalize a acestor entități a fost excedentară.

⁴³ O evoluție comparabilă a avut forintul (depreciere de 0,9 la sută), în timp ce zlotul s-a depreciat cu 2,4 la sută față de moneda unică europeană.

⁴⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2016.

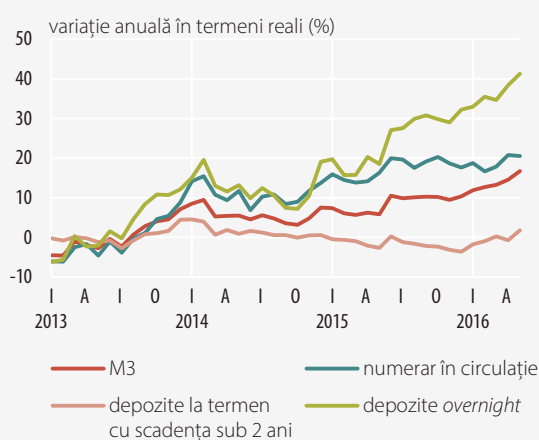
în perioada decembrie 2015 – februarie 2016), sub influența amplificării plăților efectuate de MFP în contul fondurilor europene (Tabel 3.2).

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2015			2016		
	II	III	IV	I	apr.	mai
	ritm mediu al trimestrului					
M3	7,5	10,1	10,0	12,6	14,5	16,8
M1	20,1	25,6	26,4	28,6	32,3	34,0
Numerar în circulație	16,8	18,8	18,9	17,8	20,8	20,5
Depozite <i>overnight</i>	22,0	29,4	30,4	34,4	38,4	41,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-1,5	-1,7	-3,0	-0,8	-0,7	1,8

Sursa: INS, BNR

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Din perspectiva componentelor M3, rolul determinant a continuat să revină creșterii alerte a masei monetare în sens restrâns (31,7 la sută⁴⁵, cu 3,6 puncte procentuale peste valoarea din precedentele trei luni), corelată cu intensificarea activității economice și cu reducerea costului de oportunitate al deținerii de active monetare lichide; ambele componente majore ale M1 au contribuit la această mișcare, ratele anuale de creștere a acestora atingând în perioada analizată valori record pentru ultimii opt ani (Grafic 3.7).

⁴⁵ Valori similare au mai fost consemnate ultima oară în vara anului 2008.

Un aport minor la creșterea M3 au avut și depozitele la termen sub doi ani, a căror dinamică a redevenit pozitivă în acest interval (0,5 la sută, față de -2,1 la sută în precedentele trei luni).

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă reacelerarea în acest interval a creșterii depozitelor populației și prelungirea tendinței ascendente a plasamentelor societăților nefinanciare, sub influența conjugată exercitată de amplificarea unor categorii de cheltuieli bugetare⁴⁶, creșterea plăților efectuate din fondurile europene pentru agricultură⁴⁷ și dinamizarea cumpărărilor de mărfuri ale populației⁴⁸, inclusiv pe fondul majorării veniturilor salariale⁴⁹; acestora li s-au asociat în perioada analizată și unele realocări de portofolii dinspre instrumente financiare alternative (titluri de stat și depozite cu scadența mai mare de doi ani ale sectorului nebanca) către componente ale M3.

Din perspectiva contrapartidelor M3, evoluția acestora a fost consecința reacelerării dinamicii creditului acordat sectorului public, prelungirii tendinței ascendente a variației creditului acordat sectorului privat, precum și a noii scăderi de ritm înregistrate de pasivele financiare pe termen lung⁵⁰; în sens opus a acționat încetinirea declinului în termeni anuali al depozitelor în lei ale MFP⁵¹.

⁴⁶ Conform datelor din execuția bugetară, în perioada martie-mai 2016 ritmul mediu de creștere anuală reală a cheltuielilor lunare pentru bunuri și servicii a fost superior celui din precedentele două trimestre, iar cel al cheltuielilor lunare de capital a fost cel mai mare din ultimii patru ani.

⁴⁷ Conform comunicatelor de presă ale APIA, în aprilie 2016 s-au efectuat plăți aferente Campaniei 2015, iar în mai 2016 s-au efectuat plăți pentru practici agricole benefice pentru climă și mediu și respectiv pentru submăsurile compensatorii din PNDR aferente Măsurii 13 și s-au alocat fondurile pentru infrastructura de acces agricolă aferentă Submăsurii 4.3A. Totodată, în perioada martie-aprilie 2016 s-au acordat subvențiile la acciza pe motorina utilizată în agricultură, iar în intervalul aprilie-mai 2016 MFP a acordat MADR două împrumuturi pentru stimularea gradului de absorbție a fondurilor europene pentru agricultură (HG nr. 174/2016 și HG nr. 377/2016). Defalcarea pe categorii de beneficiari a acestor sume nu este posibilă.

⁴⁸ În intervalul martie-mai 2016, ritmul mediu de creștere anuală a cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și motocicletelor) a fost cel mai mare din trimestrul III 2008 până în prezent.

⁴⁹ Ritmul mediu de creștere anuală reală a câștigului salarial net din perioada martie-mai 2016 a fost cel mai mare din trimestrul III 2007 până în prezent, iar în luna mai 2016 a fost majorat salariul minim pe economie.

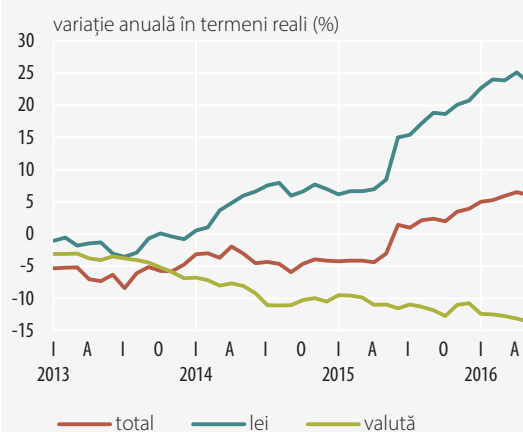
⁵⁰ Poziția include conturile de capital.

⁵¹ Efectul exercitat de majorarea depozitelor în valută ale MFP, ca urmare a decontării emisiunii de obligațiuni efectuate de MFP pe piețele externe, a fost contrabalansat de cel al creșterii corespunzătoare a activelor externe nete ale sistemului bancar.

Creditul acordat sectorului privat

În perioada martie-mai 2016, ritmul de creștere a creditului acordat sectorului privat⁵² a continuat să se majoreze (6,2 la sută, față de 4,7 la sută în precedentele trei luni; Grafic 3.8), însă mai lent, date fiind amplificarea operațiunilor de scoatere a creditelor neperformante din bilanțul instituțiilor de credit⁵³, precum și relativa încetinire a creșterii volumului creditelor noi (datorată parțial unui efect de bază). Ratele medii anuale de creștere a componentei în lei și a celei în valută și-au accentuat și mai mult divergența traiectoriilor, prima dintre acestea urcând la 24,2 la sută (de la 22,5 la sută în precedentele trei luni), iar cea de a doua (calculată pe baza valorilor exprimate în euro) adâncindu-se în teritoriul negativ (-13,2 la sută, față de -11,9 la sută).

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



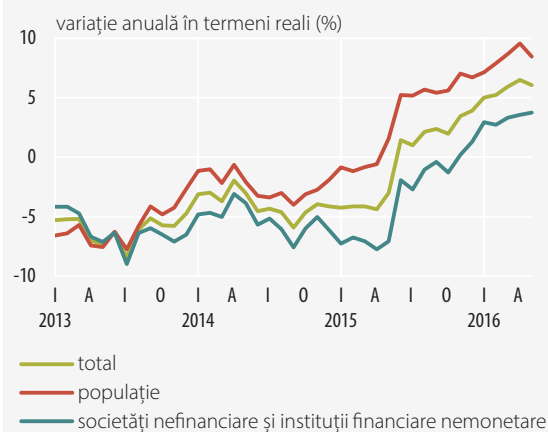
Sursa: INS, BNR

În aceste condiții, ponderea creditului în lei în creditul total acordat sectorului privat s-a majorat progresiv, atingând în ultima lună a perioadei analizate 54,0 la sută – cea mai mare valoare din ianuarie 1997 până în prezent.

Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor sectoare instituționale au fost oarecum diferite. Dinamica creditului acordat populației s-a

intensificat, înregistrând un nou record al ultimilor șapte ani, context în care ponderea medie a împrumuturilor acestui segment în creditul total acordat sectorului privat a devenit majoritară, în premieră pentru perioada post-2009 (Grafic 3.9).

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

La aceasta au contribuit: (i) majorarea ratei anuale de creștere a creditului pentru locuințe – susținută de prelungirea dinamicii înalte a împrumuturilor noi în lei cu această destinație, în special a celor acordate prin programul „Prima Casă”⁵⁴ și (ii) sporirea ritmului de creștere a creditelor pentru consum și alte scopuri în moneda națională⁵⁵ – pe fondul menținerii nivelului scăzut al ratelor dobânzilor, al creșterii veniturilor populației și al derulării unor oferte promoționale de către instituțiile de credit. Și dinamica creditului acordat societăților nefinanciare a crescut, însă mult mai lent⁵⁶, în condițiile amplificării operațiunilor de scoatere a creditelor neperformante din bilanțul instituțiilor de credit și ale scăderii în termeni anuali a volumului creditelor noi (inclusiv datorită unui efect de bază); pe acest fond, rata de creștere a împrumuturilor în lei acordate acestor entități s-a

⁵⁴ Plafonul de garantare a creditelor din cadrul programului „Prima Casă” a fost suplimentat în luna mai 2016 prin HG nr. 366/2016.

⁵⁵ 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.

⁵⁶ În termeni nominali, dinamica împrumuturilor acordate societăților nefinanciare a avansat în teritoriul negativ.

redus (rămânând, totuși, ridicată din perspectiva ultimii șapte ani și jumătate), iar variația creditului în valută (exprimat în euro) s-a readâncit în teritoriul negativ. Analiza structurii împrumuturilor acordate acestui segment evidențiază accelerarea

creșterii creditelor reînnoibile automat și a celor de tip *overdraft*; în sens opus a acționat reducerea variației altor categorii de credite pe termen mediu în lei, respectiv a celor pe termen scurt în valută.

4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Rata anuală a inflației IPC este proiectată să atingă -0,4 la sută și 2,0 la sută la finele anilor 2016 și, respectiv, 2017, valori revizuite semnificativ în jos față de raportul precedent în contextul unui mediu global caracterizat de o inflație care se menține în mod persistent la valori reduse. Profilul proiectat al inflației IPC este marcat atât de influențe provenind din partea măsurilor interne de relaxare fiscală, a celor cu privire la politicile de venituri sau a celor aferente Legii privind darea în plată, cât și de factori externi, în special rezultatul referendumului desfășurat în Marea Britanie. La orizontul prognozei, mijlocul anului 2018, rata inflației se va poziționa în jumătatea superioară a intervalului țintei, în principal ca urmare a acumulării treptate a unor presiuni inflaționiste la nivelul indicelui CORE2 ajustat. Acestea vor fi generate de amplificarea anticipată a excedentului de cerere și de revenirea la dinamici mai alerte a prețurilor bunurilor din import, dar și de epuizarea, la începutul anului 2018, a efectelor de runda întâi ale reducerilor de impozite indirecte din ianuarie 2017. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este înclinată în sensul unor abateri în jos de la traiectoria descrisă în scenariul de bază, sursele de risc fiind asociate atât mediului extern, cât și celui intern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză se preconizează continuarea redresării cererii externe⁵⁷. Ritmurile de creștere a indicatorului efectiv (Tabel 4.1) sunt însă inferioare celor anticipate în Raportul asupra inflației din mai, în contextul materializării riscului privind părăsirea de către Marea Britanie a blocului

⁵⁷ Evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România).

comunitar în urma referendumului din 23 iunie 2016 și al incertitudinilor ridicate cu privire la desfășurarea procesului de negociere, reflectate în majorarea volatilității pe piețele financiare. Riscuri la adresa creșterii economice din UE pot surveni din partea evoluțiilor adverse ale unor economii emergente majore, inclusiv China. Creșterea economică din zona euro este susținută de dinamica cererii interne, beneficiind în continuare de măsurile convenționale și neconvenționale de politică monetară adoptate de BCE, de propagarea efectelor prețurilor scăzute ale petrolului, de ameliorarea condițiilor pe piața forței de muncă, deși aceasta este apreciată a urma, cu un anumit decalaj, evoluția activității economice, precum și de o ușoară relaxare fiscală în anul 2016. Dinamica pozitivă a consumului privat este anticipată însă a se estompa îndeosebi pe seama încetării majorării veniturilor disponibile reale, reflectând cu precădere traiectoria prețurilor produselor energetice, revizuite, mai ales în cazul petrolului, în sens ascendent comparativ cu runda anterioară. *Gap*-ul negativ al PIB UE efectiv⁵⁸ se va reduce lent pe parcursul intervalului de proiecție, exercitând un impact restrictiv în diminuare asupra activității economice interne.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

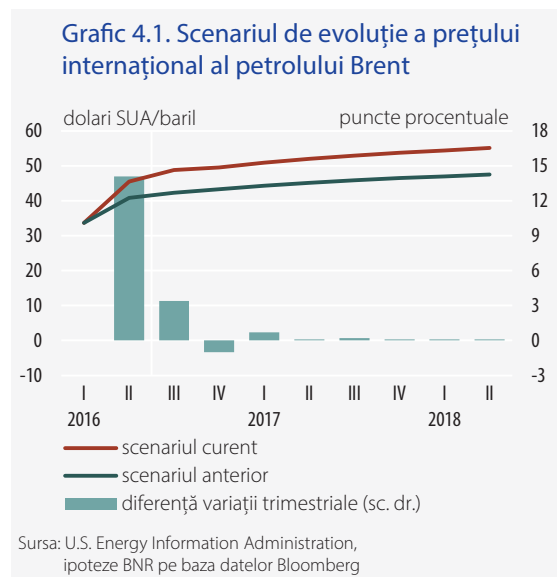
	valori medii anuale	
	2016	2017
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,67	1,59
Inflația anuală din zona euro (%)	0,24	1,40
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,28	2,33
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,28	-0,40
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,11	1,09
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	44,4	52,4

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

⁵⁸ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro se va situa pe majoritatea intervalului analizat la valori similare celor din raportul anterior, menținându-se sub nivelul de 2 la sută. În prima parte a intervalului de prognoză rata anuală a inflației IPC din SUA a fost revizuită ușor în sens ascendent comparativ cu runda anterioară de proiecție, pe seama majorării prețurilor produselor energetice și a celor ale importurilor de produse non-energetice. Rata anuală a inflației din SUA se plasează la valori mai ridicate față de cele din zona euro pe întregul interval de proiecție.

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este prognozată a persista la valori negative pe tot intervalul de proiecție, existând posibilitatea ca, în situația extinderii caracterului stimulator al politicii monetare în contextul votului *Brexit*, să înregistreze valori și mai reduse. Cursul de schimb EUR/USD este anticipat a se situa pe o traiectorie cvasistabilă, atingând 1,10 dolari SUA pentru un euro la finele intervalului de proiecție.



Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede menținerea traiectoriei crescătoare, inițiată încă din trimestrul II 2016, urmând să atingă 55 dolari SUA/baril la orizontul proiecției (Grafic 4.1). Întreruperile temporare ale procesului de producție

în unele țări exportatoare de petrol, în special în Canada, pe fondul producerii incendiilor din perioada recentă, au condus la o reducere a ofertei, în același timp cererea menținându-se relativ constantă. Dinamicile trimestriale sunt marginal superioare celor prevăzute în raportul anterior pe majoritatea intervalului de prognoză.

1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va atinge -0,4 la sută la sfârșitul anului 2016 și 2,0 la sută la finele anului 2017, valori plasate sub limita inferioară și, respectiv, în interiorul intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Tabel 4.2). Față de raportul precedent, valorile proiectate au fost revizuite în jos cu 1 punct procentual pentru sfârșitul anului curent și cu 0,7 puncte procentuale la finele anului viitor.

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2016		2017				2018	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	-0,4	-0,4	0,7	1,4	1,8	2,0	2,8	3,0
Proiecție IPC*	1,0	1,0	1,0	1,7	2,1	2,3	2,8	3,0

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Aceste revizuiuri au implicat contribuții mai scăzute provenind din partea inflației CORE2 ajustat, a prețurilor administrate, a celor ale LFO și a celor ale combustibililor, în contextul unui mediu global caracterizat de o inflație care se menține în mod persistent la valori reduse (Caseta 2). Traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației va fi afectată în continuare de măsurile de relaxare fiscală⁵⁹, de cele cu privire la politicile de creștere a veniturilor, dar și

⁵⁹ Îndeosebi de cele care vizează 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.

de efectele estimate ale implementării Legii privind darea în plată, a căror evaluare este însă marcată de incertitudini inerente. Aplicarea prevederilor legii este de așteptat să constrângă dinamica cererii interne, exercitând, *caeteris paribus*, presiuni dezinflaționiste pe întregul interval analizat. Un impact ușor dezinflaționist este preconizat a proveni pe parcursul anului 2017 și în urma rezultatului referendumului desfășurat în Marea Britanie. În acest context, rata anuală a inflației IPC

va înregistra valori negative până la sfârșitul anului curent, se va plasa la valori pozitive, dar inferioare nivelului de 1,5 la sută până la mijlocul anului 2017, după care va reintra și se va menține în intervalul țintei până la orizontul prognozei, respectiv jumătatea anului 2018. În ianuarie 2018, odată cu dispărarea efectelor de runda întâi ale reducerii impozitelor indirecte de la 1 ianuarie 2017, inflația IPC va înregistra un salt, plasându-se în jumătatea superioară a intervalului țintei.

Caseta 2. Revizuirile prognozelor de inflație ale unor bănci centrale

În ultimii ani, băncile centrale au procedat la revizuirii repetate ale proiecțiilor privind inflația, pe fondul manifestării unor șocuri cu impact propagat la nivel global (Grafic A). În aceste condiții, persistența generalizată a ratelor inflației la valori inferioare reperelor utilizate în definirea stabilității prețurilor a fost determinată de suprapunerea reducerilor semnificative ale cotațiilor internaționale ale materiilor prime (începând din a doua jumătate a anului 2014), derulată concomitent procesului de recuperare lentă a cererii agregate în perioada postcriză. În pofida ipostazei globale a acestor șocuri, magnitudinea revizuirilor și, implicit, și cea a erorilor de prognoză au depins și de aspecte idiosincrasice – canalele specifice de propagare a șocurilor la nivel domestic, inclusiv pe fondul eterogenității structurii coșurilor de consum din diverse economii. În același interval de timp, însă, șocurilor de la nivel global li s-au suprapus altele, în profil regional. De exemplu, în cazul țărilor UE, un impuls dezinflaționist suplimentar a provenit din partea supraofertei persistente de produse agroalimentare creată pe această piață de embargoul impus de Rusia în 2014, extins ulterior, în 2016, și asupra Turciei.

Aspecte idiosincrasice au contribuit, în cazul României și Poloniei, la poziționarea ratei anuale a inflației IPC la finele anului 2015 la valori negative, în timp ce în celelalte țări (Ungaria, Republica Cehă, SUA sau zona euro) indicatorul a rămas pozitiv sau aproximativ nul. Valorile negative ale ratei inflației IPC au implicat, *caeteris paribus*, și abateri mai ample ale inflației efective de la nivelul central al țintelor de inflație în cazul acestor două economii (Tabel B).

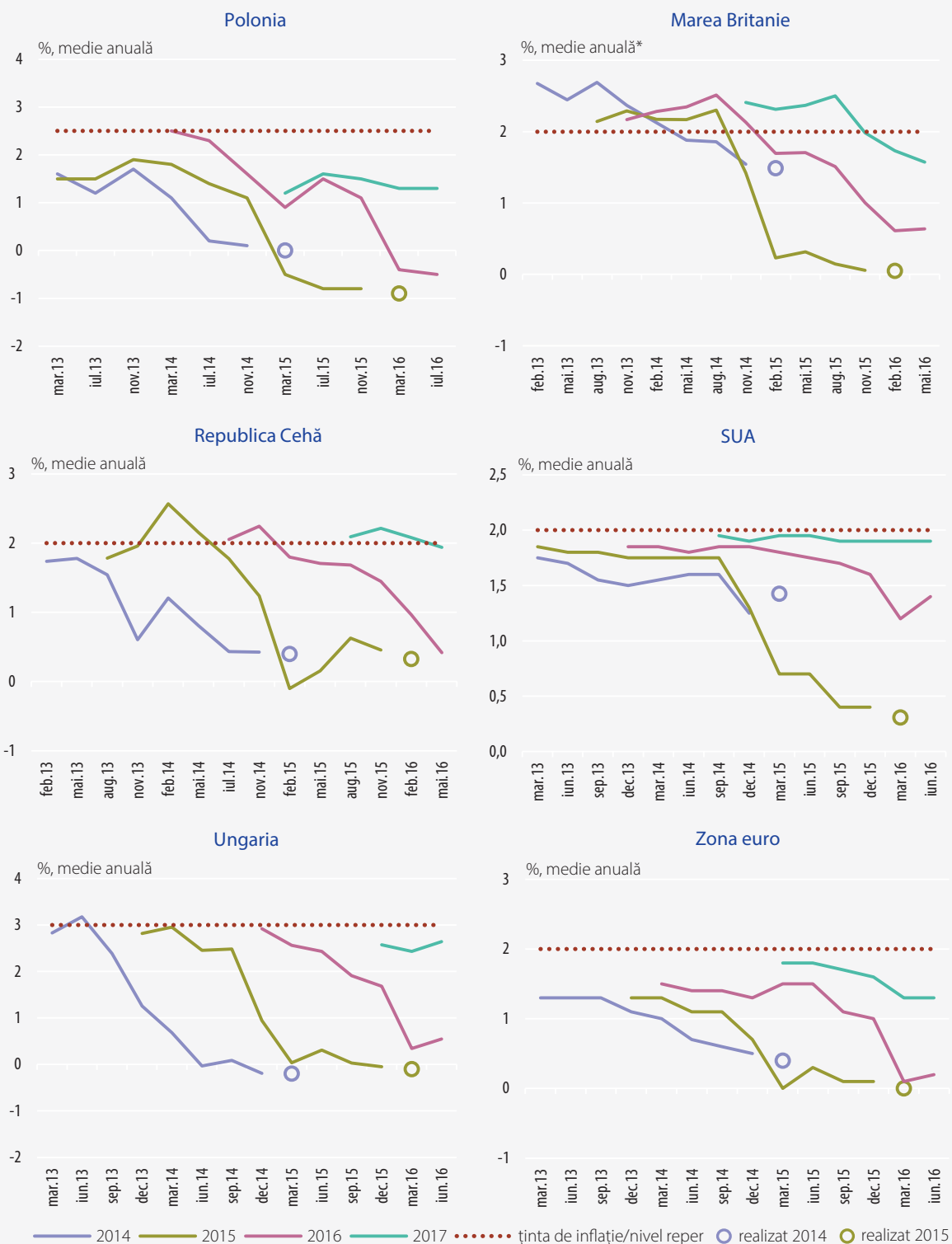
În pofida sensibilității ridicate în cazul României (și în cel al Poloniei) a dinamicii prețurilor interne de consum la modificări ale celor ale produselor energetice și alimentare (Tabel A) – categorii de produse afectate în mod direct de șocurile globale –, valoarea negativă a inflației în cazul economiei românești a fost rezultatul unor evoluții interne ale căror efecte s-au derulat în paralel și în același sens cu cele de pe piețele mondiale.

Tabel A. Ponderi în IPC la nivelul anului 2015

	procente	
	Alimente și băuturi nealcoolice	Energie
România	36,3	18,3
Polonia	24,4	17,6
Ungaria	21,3	16,0
Republica Cehă	18,1	13,4

Sursa: OCDE, INS, calcule BNR

Grafic A. Revizuirii ale proiecțiilor de inflație ale unor bănci centrale începând cu anul 2014



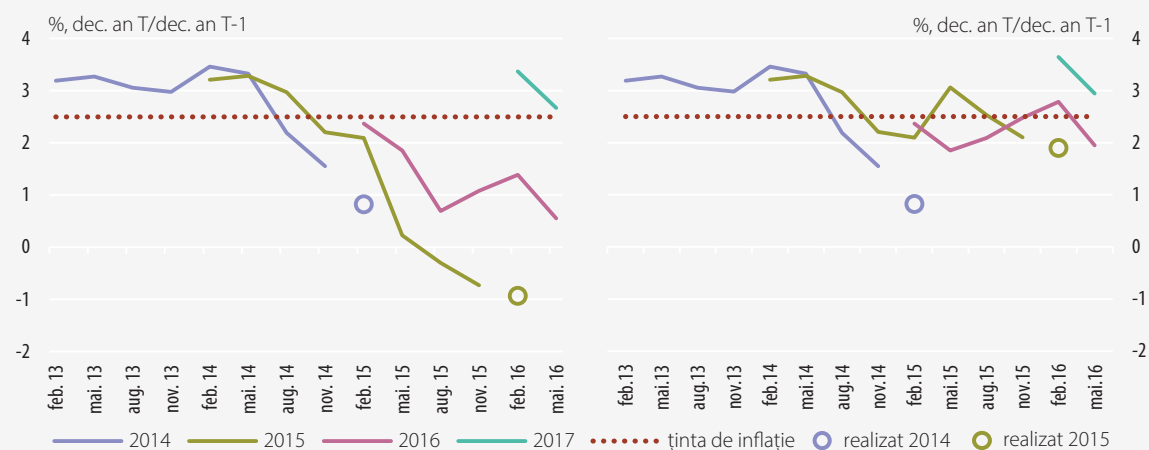
*) aproximare prin media prognozelor la frecvență trimestrială

Notă: Linia corespunzătoare unui an reprezintă prognozele succesive ale unei bănci centrale pentru acel an.
Pe axa Ox sunt reprezentate datele publicării prognozelor.

Sursa: AMECO, bănci centrale, calcule BNR

Astfel, în intervalul analizat, autoritățile fiscale au operat reduceri ale cotelor TVA în etape succesive, în septembrie 2013, iunie 2015 și ianuarie 2016, la care se adaugă cea preconizată pentru ianuarie 2017. Eliminând efectul de runda întâi asociat măsurii de extindere a cotei reduse a TVA de la 1 iunie 2015⁶⁰ – în virtutea caracterului pur tranzitoriu⁶¹ al acestuia –, rata anuală a inflației IPC de la finele anului 2015 ar fi fost pozitivă și s-ar fi poziționat în interiorul intervalului țintei. Chiar și în aceste condiții, sensul calitativ descendent al revizuirilor consecutive ale prognozelor de inflație s-ar fi păstrat (Grafic B), pe fondul propagării cu intensitate sporită a șocurilor dezinflaționiste din mediul extern. Altfel spus, în scenariul ipotetic al absenței implementării setului măsurilor fiscale amintite, traiectoria înregistrată a inflației din România ar fi continuat să se plaseze sub nivelul central al țintei de inflație (2,5 la sută) atât în 2014, cât și în 2015, evoluție determinată de acțiunea factorului dezinflaționist global și similară în cazul tuturor țărilor analizate (în Graficul A, valorile efective ale ratei inflației au fost semnificativ inferioare reperelor utilizate în definirea stabilității prețurilor, cu tendință de a persista la valori reduse și în viitor).

Grafic B. Revizuirile ale proiecțiilor BNR privind inflația IPC (panel stânga) și inflația IPC exclusiv efectele de runda I ale modificării cotei TVA (panel dreapta), începând cu anul 2014



Sursa: INS, calcule BNR

În afara României, singura țară dintre cele din centrul și estul Europei incluse în această analiză care a mai operat reduceri ale impozitelor indirecte în intervalul studiat a fost Republica Cehă, la începutul anului 2015, când a fost introdusă o a doua rată redusă a TVA de 10 la sută pentru medicamente, cărți și alimente de bază pentru nou-născuți. Impactul extrem de scăzut al acestei măsuri asupra ratei anuale a inflației IPC (aproximativ -0,1 puncte procentuale⁶²) nu este însă de natură să reconfigureze sensul și magnitudinea revizuirilor prognozelor privind inflația prezentate în Graficul A.

Deviațiile ratelor inflației înregistrate în 2014 și 2015 (ani marcați semnificativ de șocurile dezinflaționiste externe) de la nivelurile centrale ale țintelor de inflație în cazul unor bănci centrale sunt prezentate în Tabelul B. În cazul României, pentru anul 2014, această deviație a reflectat, pe lângă influența șocurilor externe asupra prețurilor combustibililor și ale celor ale alimentelor, și evoluția din acel an a prețurilor administrate, în contextul modificărilor legislative în domeniu care au fost implementate în a doua parte a anului. Pentru anul 2015, considerând rata anuală a inflației din care a fost eliminat impactul măsurii fiscale

⁶⁰ Măsura a vizat extinderea cotei reduse a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică și a avut asociat un impact de runda întâi evaluat de BNR la -2,8 puncte procentuale.

⁶¹ Efecte care se manifestă pe o perioadă de 12 luni la nivelul ratei anuale a inflației IPC.

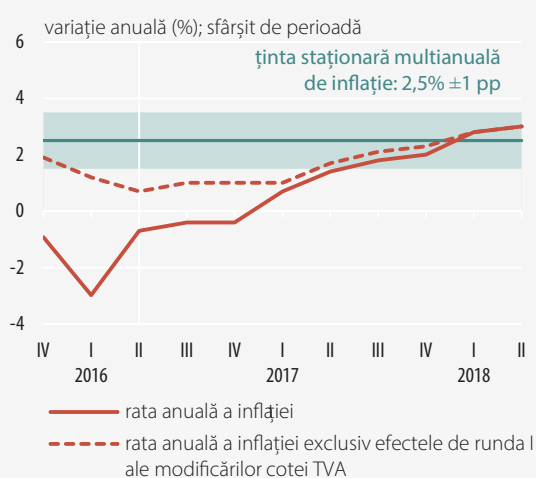
⁶² Conform *Inflation Report II/2015* disponibil pe [website-ul](http://www.cnb.cz) Băncii Naționale a Cehiei.

a reducerii cotei TVA, abaterea de la nivelul central al țintei a fost tot negativă, însă s-a poziționat, în valoare absolută, sub media deviațiilor înregistrate pe panel (de -2,0 puncte procentuale).

În concluzie, manifestarea cu intensitate sporită și cu caracter persistent a unor șocuri de ofertă, dificil de anticipat, este de natură să inducă volatilități ample atât ale inflației efectiv înregistrate, cât și ale prognozelor băncilor centrale, având ca efect inerent diminuarea acurateței acestora, cu consecințe ce se răsfrâng și asupra calității informațiilor oferite decidenților de politică monetară.

Rata anuală a inflației IPC, recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi ale reducerilor cotei TVA, aflate în afara controlului autorității monetare, este proiectată a reveni în interiorul intervalului asociat țintei pe parcursul trimestrului II 2017 și a se menține în interval până la orizontul proiecției (Grafic 4.2). Această măsură a inflației reflectă mai bine acumularea treptată a presiunilor din partea cererii agregate din economie, stimulată inclusiv de dinamica alertă a veniturilor din salarii, mult mai rapidă decât cea a productivității muncii la nivelul agregat al economiei.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

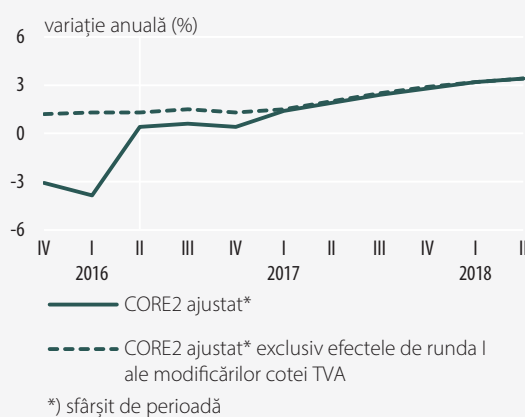
Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 0,4 la sută la sfârșitul anului 2016 și 2,8 la sută la finele anului 2017, urmând ca la mijlocul anului 2018

Tabel B. Deviația inflației IPC de la nivelul reper

	2014	2015
România	-1,7	-3,4
România*	-1,7	-0,6
Ungaria	-3,2	-3,1
Republica Cehă	-1,6	-1,7
Republica Cehă*	-1,6	-1,6
Polonia	-2,5	-3,4
Marea Britanie	-0,5	-1,9
Zona euro	-1,6	-2,0
SUA	-0,6	-1,7

* calcule efectuate pentru inflația IPC exclusiv impactul direct al modificărilor cotei TVA

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



Sursa: INS, proiecție BNR

să înregistreze 3,4 la sută, valoare apropiată limitei superioare a intervalului țintei (Grafic 4.3). Această configurație este determinată de o serie de factori cu influențe divergente și care au persistențe diferite în timp. Pe de o parte, sub impactul efectelor de runda întâi, tranzitorii, ale măsurilor succesive de reducere a cotei standard a TVA și al unor presiuni inflaționiste reduse provenind din partea prețurilor de import – în contextul mediului extern în care persistă inflația scăzută, precum și al supraofertei de produse agroalimentare create pe piața europeană de embargoul impus de Rusia – inflația de bază se va situa sub limita inferioară a intervalului țintei până în trimestrul I 2017. În același sens se preconizează că vor acționa în primele trimestre de prognoză și anticipațiile inflaționiste care se vor dinamiza

doar treptat sub efectul persistenței inflației IPC la valori reduse. Pe de altă parte, inflația de bază va cunoaște o creștere mai alertă ca urmare a epuizării succesive după câte un an⁶³ de la fiecare impact a efectelor statistice de runda întâi ale reducerii cotei standard a TVA și a acumulării treptate a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. Acestea din urmă sunt anticipate a fi generate de amplificarea excedentului de cerere, concomitent unei accelerări a dinamicii costurilor salariale unitare⁶⁴, de dinamizarea graduală a prețurilor bunurilor din import, sub ipoteza convergenței, pe termen mediu, a inflației externe către valorile țintă și, sub impactul acestor factori, de poziționarea pe o traiectorie ascendentă a anticipațiilor inflaționiste. Inflația de bază calculată prin excluderea efectelor de runda întâi ale modificării cotei TVA se situează la finele anilor 2016 și 2017 la 1,3 la sută și, respectiv, la 2,9 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				2018	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
CORE2 ajustat	0,6	0,4	1,4	1,9	2,4	2,8	3,2	3,4
CORE2 ajustat*	1,5	1,3	1,5	2,0	2,5	2,9	3,2	3,4

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Comparativ cu Raportul asupra inflației din mai, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu magnitudini similare în cei doi ani ai proiecției (0,5 puncte procentuale pentru finele anului curent și 0,6 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor). Aceasta se datorează reevaluării descendente a presiunilor provenind din partea inflației importate în contextul persistenței ratelor reduse ale inflației la nivelul principalilor parteneri comerciali ai României, cu impact inclusiv asupra poziționării la valori mai reduse a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici. În sens invers

⁶³ În ianuarie 2017 și ianuarie 2018.

⁶⁴ În condițiile majorărilor câștigurilor salariale din sectorul bugetar implementate la finalul anului trecut, ale creșterilor succesive ale salariului minim brut pe economie și ale celor care vor fi realizate în luna august 2016 conform OUG nr. 20 din 8.06.2016.

acționează formarea unui exces de cerere de o amploare mai ridicată pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție.

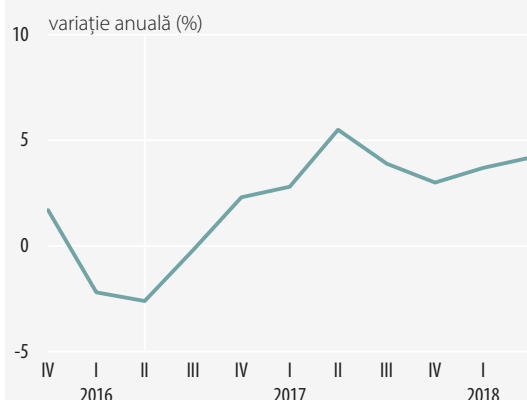
Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de -0,6 puncte procentuale și de 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului 2016 și, respectiv, 2017 (revizuirii de -0,7 puncte procentuale și, respectiv, de -0,2 puncte procentuale comparativ cu proiecția anterioară – Tabel 4.4).

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2016	2017
Prețuri administrate	-0,8	0,4
Combustibili	-0,1	-0,2
Prețuri LFO	0,1	0,2
CORE2 ajustat	0,3	1,6
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,0

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

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

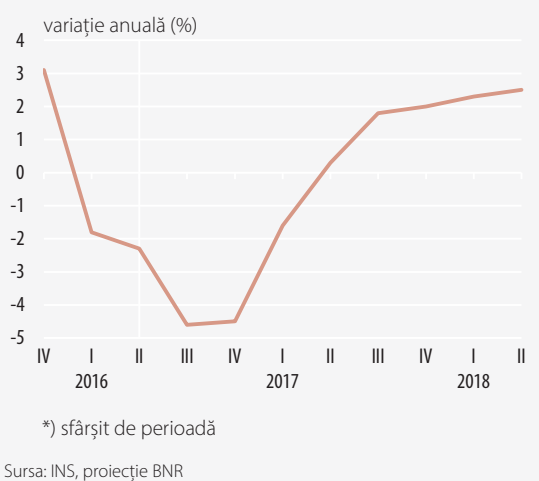
Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este marcată de adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale pe plan intern, atât în 2016, cât și în 2017, în paralel, însă, cu persistența pe piețele europene a unei supraoferte de produse

alimentare, cu efecte dezinflaționiste inclusiv asupra prețurilor interne finale la consumatori (Grafic 4.4). În aceste condiții, grupa va înregistra o dinamică anuală de 2,3 la sută la finele anului 2016 și de 3 la sută la sfârșitul anului 2017, valori revizuite în jos comparativ cu raportul anterior.

Dinamica anuală a prețurilor administrate va fi de -4,5 la sută la sfârșitul anului curent și de 2 la sută la finele celui viitor (Grafic 4.5). Pentru anul curent, revizuirea în jos de 2,3 puncte procentuale provine din actualizarea ipotezei comunicate de ANRE de reducere a prețului mediu al energiei electrice în luna iulie, datorită scăderii tarifelor componente de piață concurențială, serviciului de transport, serviciului de sistem și a contribuției pentru cogenerarea de înaltă eficiență aplicată în semestrul II 2016. De asemenea, ipoteza privind dinamica aferentă subgrupeii „gaze naturale” a fost reevaluată tot în jos pe baza celor mai recente informații comunicate de autorități⁶⁵.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate*

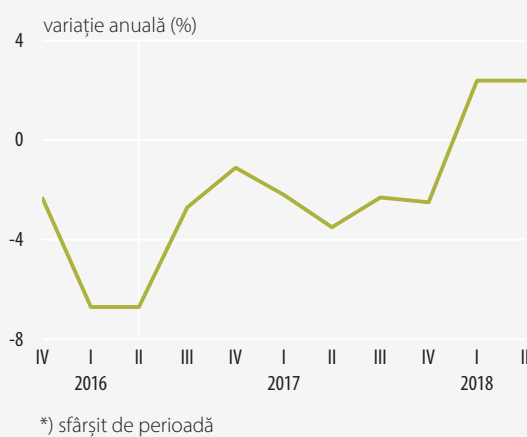


Traectoria ratei anuale a inflației produselor din tutun și băuturi alcoolice este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse și a celor mai recente

⁶⁵ Pentru mai multe detalii a se consulta comunicatele ANRE din data de 30.06.2016 privind prețurile reglementate de furnizare a gazelor naturale (<http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-30-06-2016-preturi-reglementate-furnizare-gaze-naturale>) și din data de 23.06.2016 privind tarifele reglementate la energia electrică (<http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-23-06-2016-tarife-reglementate-ee-incepand-cu-01-07-2016>).

informații și este marcată și în cazul acestei categorii de produse de reducerile cotei standard a TVA din 2016 și 2017. Pentru anul 2016, nivelul proiectat este mai ridicat cu 2,3 puncte procentuale ca urmare a creșterii de către comercianți în perioadele recente a prețurilor de vânzare ale acestor produse, mai mult decât se anticipa anterior, iar pentru anul 2017 se prevede un nivel similar celui din raportul precedent.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor*

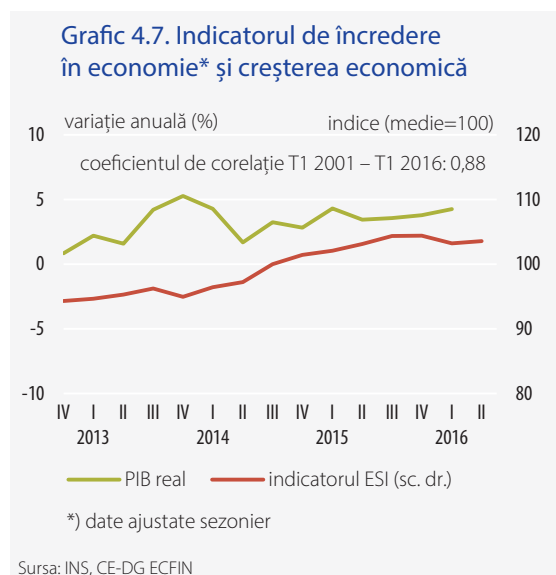


Dinamica anuală a prețurilor combustibililor va înregistra valori negative în vrasitotalitatea intervalului de prognoză, atingând -1,1 la sută la sfârșitul anului curent și -2,5 la sută la finele celui viitor. Valorile sunt revizuite în jos cu 1,7 puncte procentuale, și, respectiv, cu 0,6 puncte procentuale. Reevaluarea s-a produs îndeosebi pe fondul înregistrării în perioadele recente a unor dinamici mai reduse decât se anticipa anterior asociate prețului benzinei și componenteii „non-benzină-motorină” în contextul persistenței la valori reduse a cotațiilor principalelor materii prime (de exemplu, petrol, gaze naturale) pe piețele internaționale și al plasării anticipațiilor inflaționiste, cu impact și asupra acestei categorii a coșului de consum, la valori mai scăzute (Grafic 4.6). Principalii factori care acționează în sensul scăderii prețurilor asociate acestei grupe de produse sunt reducerea în două etape a cotei standard a TVA și eliminarea supraaccizei la carburanți, în timp ce influențe de sens contrar dar de mai mică amploare provin în principal din plasarea prețului petrolului pe o traiectorie ascendentă pe tot intervalul de prognoză.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁶⁶

Deviația PIB

În trimestrul I 2016, PIB real ajustat sezonier a înregistrat o creștere semnificativă (1,5 la sută) față de trimestrul anterior⁶⁷, pe fondul unei evoluții ascendente a cererii interne. Pentru trimestrele II și III 2016, se anticipează menținerea în teritoriu pozitiv, dar în atenuare, a dinamicii trimestriale a PIB real. Analiza indicatorilor corelați susține prognozele menționate. De exemplu, indicatorul de încredere în economie a crescut cu 0,4 puncte în trimestrul II 2016 (Grafic 4.7), iar comerțul cu amănuntul (cu excepția auto-moto) și producția industrială s-au majorat cu 1,4 la sută și, respectiv, 0,8 la sută în perioada aprilie-mai 2016 față de media trimestrului I; volumul serviciilor de piață prestate populației s-a redus, însă, cu 1,3 la sută în perioada menționată. În formularea prognozelor pe termen scurt privind creșterea economică, un impact suplimentar provine din partea efectelor Legii privind darea în plată, a căror cuantificare continuă să fie marcată de unele incertitudini.



⁶⁶ 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.

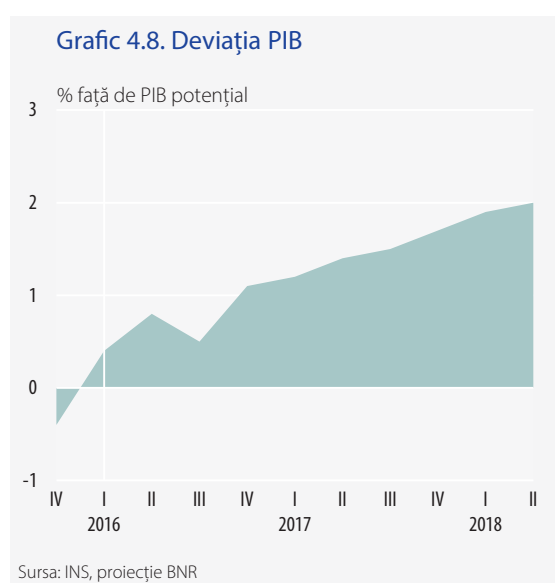
⁶⁷ Comunicatul INS nr. 174 din 8 iulie 2016. În termeni anuali, creșterea economică în trimestrul I 2016 a fost de 4,3 la sută.

Pe parcursul intervalului de prognoză, creșterea PIB potențial reflectă evoluțiile stocului de capital și ale forței de muncă care înglobează traiectoriile favorabile ale investițiilor și, respectiv, ale gradului de ocupare a populației active. Dinamica productivității totale a factorilor este anticipată a rămâne pozitivă, fără însă a manifesta o tendință de accelerare. Proiecția reflectă ipoteza prudentă a unei capacități încă limitate a agenților economici de a utiliza fonduri (inclusiv structurale și de coeziune) pentru derularea unor programe de cercetare-dezvoltare, la care se adaugă, pentru evoluția indicatorului din anul curent, efectul statistic de reportare (engl. *carry-over effect*) al evoluției modeste a sectorului agricol din anul 2015. Asupra dinamicii anticipate ale factorilor de producție planează incertitudinea asociată evoluțiilor din mediul extern și, implicit, posibilei volatilități a fluxurilor de capital adresate economiilor emergente din Europa.

Față de runda anterioară de prognoză, deviația PIB aferentă trimestrului I 2016 a fost revizuită la valori pozitive, implicând, *caeteris paribus*, apariția mai devreme a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate. Revizuirea a survenit în principal pe seama unei dinamici peste așteptări a PIB în trimestrul I 2016. Evaluarea traiectoriei recente a deviației PIB este susținută de indicatori corelați precum rata șomajului BIM sau gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie.

Excesul de cerere este proiectat a avea o tendință graduală de intensificare până la orizontul de prognoză (trimestrul II 2018) (Grafic 4.8), cu influențe în sensul stimulării creșterii prețurilor bunurilor de consum. La această evoluție contribuie atât măsurile de relaxare fiscală și cele care vizează politica veniturilor în sectorul public (cu efecte de demonstrație asupra câștigurilor salariale din sectorul privat), cât și reducerea treptată a deficitului de cerere externă și caracterul stimulat al setului condițiilor monetare reale în sens larg. În sensul atenuării excesului de cerere acționează efectele adverse asociate *Brexit* (prin intermediul cererii externe efective), în timp ce în cazul Legii privind darea în plată, intrată în vigoare la jumătatea lunii mai, acestea se află în continuare într-un stadiu

incipient al evaluării. Comparativ cu Raportul precedent asupra inflației, revizuirea proiecției deviației PIB reflectă: (i) înregistrarea unei dinamici substanțial mai ample a PIB în prima parte a anului curent; (ii) atenuarea ușoară a caracterului stimulat al politicii fiscale (prin intermediul impulsului fiscal), cu precădere spre finele intervalului de proiecție; (iii) efectele nefavorabile, marcate însă de incertitudini inerente în evaluare, ale *Brexit* și (iv) condițiile monetare reale, al căror caracter este proiectat a fi ușor mai stimulat.



Scenariul de bază prevede o creștere economică accelerată în 2016, urmată de temperarea acesteia pe parcursul anului 2017. Dinamica PIB se datorează cu precădere consumului, dar și investițiilor. Contribuțiile pozitive ale acestor componente sunt diminuate de efectele nefavorabile anticipate ale implementării Legii privind darea în plată. În condițiile avansului semnificativ al cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este proiectată a o depăși pe cea a exporturilor, contribuind, pe această cale, și la propagarea prețurilor externe reduse asupra celor interne ale produselor. Contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este astfel anticipată a fi negativă, cu tendință de atenuare pe parcursul intervalului de prognoză.

Componentele cererii agregate

În trimestrul I 2016 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a consemnat o creștere de 2,9 la sută față de trimestrul anterior, pe fondul

reducerii cotei standard a TVA. Estimările privind dinamica acestei componente indică menținerea ritmului pozitiv de creștere în trimestrele II și III 2016, în ușoară atenuare față de cel din trimestrul I. Această creștere este susținută de creșterea în continuare a venitului disponibil real, sub impactul majorărilor salariale (creștere în termeni reali de 2,6 la sută a salariului mediu net în economie în perioada aprilie-mai 2016 față de media trimestrului I). Semnale pozitive provin și din partea comerțului cu amănuntul (exclusiv auto-moto) și a indicatorului de încredere a consumatorilor, care s-au majorat, față de media trimestrului I, cu 1,4 la sută în perioada aprilie-mai și, respectiv, 0,9 puncte în trimestrul II.

Pe parcursul intervalului de proiecție consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a consemna ritmuri alerte de creștere. Prognoza reflectă impactul asupra venitului real disponibil al gospodăriilor al măsurilor de relaxare fiscală și al celor care vizează politica veniturilor în sectorul public, precum și al majorărilor salariale anticipate a se produce în sectorul privat pe seama evoluțiilor favorabile ale activității economice și productivității muncii. Pe de altă parte, implementarea Legii privind darea în plată este estimată a exercita o influență nefavorabilă, afectând resursele disponibile ale gospodăriilor, în contextul modificărilor operate de instituțiile financiare la nivelul condițiilor de creditare aplicate acestui segment de debitori. Pe parcursul intervalului de prognoză, sub impactul stimulat al măsurilor de politică fiscală și de venituri, *gap*-ul consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este evaluat a se menține în teritoriu pozitiv.

În trimestrele II și III 2016 consumul colectiv efectiv al administrației publice este proiectat a înregistra creșteri trimestriale pozitive, însă dinamica acestuia este apreciată a rămâne compatibilă cu menținerea deficitului bugetar în limita agreeată cu Comisia Europeană pentru anul în curs⁶⁸. Pe parcursul intervalului de prognoză, consumul colectiv al administrației publice este anticipat a înregistra o dinamică medie anuală pozitivă atât în 2016, cât și în 2017.

⁶⁸ Limita de 3 la sută fiind prevăzută și de criteriile de convergență nominală instituite prin Tratatul de la Maastricht.

În trimestrul I 2016 formarea brută de capital fix (FBCF) a înregistrat o reducere ușoară față de trimestrul anterior (-0,3 la sută). Pentru trimestrele II și III 2016 se estimează revenirea dinamicii indicatorului în teritoriu pozitiv, însă la valori moderate. Evaluarea privind dinamica acestei componente este caracterizată de un grad ridicat de incertitudine, inclusiv pe fondul revizuirii frecvente și de o magnitudine semnificativă a seriei istorice ajustate sezonier. Semnale pozitive privind dinamica FBCF provin din partea lucrărilor de construcții noi și a cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital destinate pieței interne, care au crescut cu 3 la sută și, respectiv, 7,3 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului I. În sensul atenuării avansului FBCF acționează evoluția indicatorului de încredere aferent operatorilor din construcții (reducere cu 1,5 puncte în trimestrul II 2016 față de trimestrul precedent).

Proiecția prevede menținerea unei evoluții favorabile a formării brute de capital fix pe parcursul perioadei de referință, însă aceasta va cunoaște o decelerare atât în 2016, cât și în 2017, comparativ cu valorile înregistrate în 2015. Această dinamică este anticipată în contextul: (i) creșterii investițiilor în sectorul privat, îndeosebi din partea agenților economici cu deschidere către piețele externe, ca răspuns la tendința de revigorare, pe termen mediu, a economiilor partenerilor comerciali ai României și (ii) îmbunătățirii, pe termen mediu, a absorbției fondurilor structurale și de coeziune de la UE aferente alocării bugetare 2014-2020, cu efect de antrenare a sectorului investițional. Suplimentar, unele măsuri fiscale, precum reducerea impozitului pe dividende și eliminarea taxei pe construcții speciale, au potențial de eliberare de resurse ce pot fi direcționate către programe de investiții. Persistența acestor măsuri pe termen mediu este însă afectată de incertitudine, mai ales în scenariul unei depășiri a țintelor de referință asumate de România în materie de deficite bugetare. Pe de altă parte, depinzând de efectele, incerte la momentul actual, ale Legii privind darea în plată, această componentă ar putea fi afectată, în special pe seama efectului exercitat asupra sectorului construcțiilor. În aceste condiții, se anticipează o tendință de

accentuare pe parcursul intervalului de prognoză a recentei re poziționări a nivelurilor FBCF peste cele de echilibru pe termen mediu.

În trimestrul I 2016 exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 2,9 la sută față de trimestrul anterior. Pentru trimestrele II și III 2016 ritmul de creștere a acestora este estimat a rămâne în teritoriu pozitiv, însă în decelerare comparativ cu trimestrul I. Această dinamică este susținută de perspectivele favorabile privind creșterea economică a partenerilor comerciali pe termen mediu, sub influența unor factori precum persistența măsurilor de relaxare cantitativă ale BCE și prețul scăzut al petrolului. Pentru intervalul de prognoză exporturile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra o dinamică pozitivă care va continua să reflecte persistența îmbunătățirilor structurale înregistrate în ultimii ani⁶⁹. Prognoza presupune redresarea graduală a cererii externe, asupra căreia planează însă un grad sporit de incertitudine, în condițiile anticipării unei diminuări a influenței factorilor favorabili care au acționat anterior (prețul scăzut al petrolului, nivelul mai depreciat al euro de la începutul anului și stimulii fiscali). Un efect stimulativ adițional asupra ritmului prognozat de creștere a exporturilor este exercitat de impactul cursului de schimb real efectiv (prin intermediul competitivității prin preț). Propagarea efectelor *Brexit*, fragilitatea creșterii economice globale și tensiunile geopolitice reprezintă factori de risc la adresa cererii externe, aceștia manifestând o intensificare în runda curentă de prognoză. Astfel, pe intervalul de prognoză deviația de la tendința pe termen mediu a exporturilor de bunuri și servicii este evaluată la valori pozitive și reduse.

Importurile de bunuri și servicii au crescut în trimestrul I 2016 față de trimestrul anterior cu 3,7 la sută. Pentru trimestrele II și III 2016 și pe restul intervalului de prognoză, acestea sunt anticipate a-și continua dinamica pozitivă, depășind-o pe cea

⁶⁹ În perioada postcriză, ponderea grupei „Mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport” în total exporturi FOB ale României s-a menținut la valori de cel puțin 40 la sută, iar sectorul serviciilor și-a mărit contribuția pozitivă. Pentru următorii ani, devine relevantă posibilitatea atingerii limitelor superioare ale capacităților interne de producție, performanța acestui sector fiind condiționată de factori precum extinderea capacităților productive și îmbunătățirea infrastructurii de deservire a acesteia.

a exporturilor, pe fondul avansului semnificativ al cererii interne. Un efect de antrenare suplimentar provine din partea evoluției favorabile anticipate a exporturilor de bunuri și servicii. În acest context, deviația de la tendința pe termen mediu a importurilor de bunuri și servicii este evaluată a se menține la valori pozitive și semnificative.

Deficitul contului curent al balanței de plăți s-a majorat în anul 2015 la 1,1 la sută din PIB nominal, pe fondul accentuării deficitului balanței veniturilor primare și al balanței bunurilor, la aceasta din urmă aducându-și contribuția dinamizarea cererii interne. Pe parcursul intervalului de proiecție, deficitul de cont curent este anticipat a continua să se adâncească. Principalul factor determinant al acestei evoluții este dinamica accelerată a importurilor de bunuri și servicii, pe fondul avansului accentuat al cererii interne, susținut de măsurile de relaxare fiscală și de cele de creștere a veniturilor. În acest context, ponderea deficitului de cont curent în PIB este prognozată a se poziționa pe termen mediu în apropierea valorii de 2,5 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 naturii fluxurilor de capital (non-generatoare versus generatoare de noi datorii). Cu toate acestea, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama majorării celui bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse la adresa echilibrelor macroeconomice.

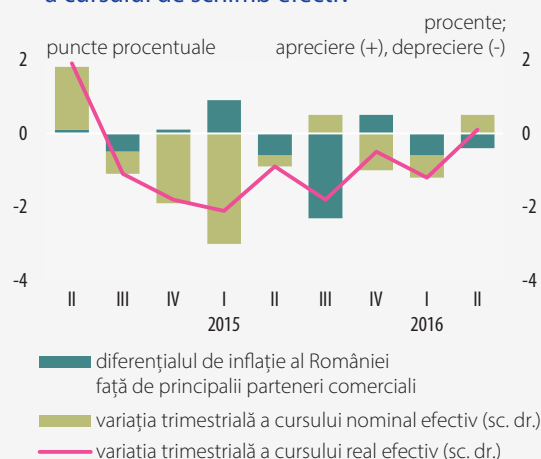
Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari ai acestora și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁷⁰ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul

canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici, deși ponderea creditului în valută acordat sectorului privat s-a înscris pe o tendință importantă de diminuare în perioadele recente.

În termeni nominali, ratele medii ale dobânzilor la creditele noi în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari sunt estimate a se reduce marginal în trimestrele II și III 2016. În cazul depozitelor noi la termen în lei, acestea sunt anticipate a se menține la un nivel ușor inferior celui înregistrat în primul trimestru al anului curent. Influența cumulată a deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor asupra activității economice din perioadele următoare este preconizată a fi în continuare stimulative.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv

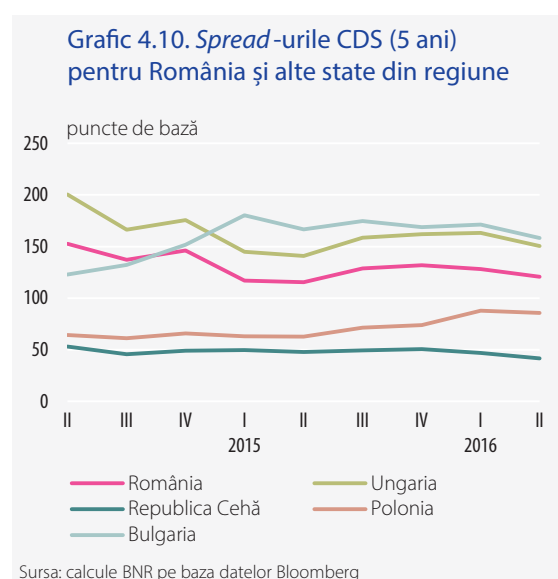


Sursa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

Pe parcursul trimestrului II 2016, comparativ cu cel anterior, moneda națională s-a apreciat ușor în termeni reali efectivi, în principal ca urmare a evoluției nominale în raport cu dolarul SUA, în condițiile în care raportat la euro s-au înregistrat mișcări reduse ca magnitudine (Grafic 4.9). Diferențialul de inflație trimestrială dintre partenerii comerciali și România a fost pozitiv, dar în reducere. În ansamblu, impactul cursului de schimb real efectiv asupra cererii agregate (prin intermediul competitivității prin preț a exporturilor) din perioadele următoare este evaluat a se menține stimulative.

⁷⁰ 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.

În structura efectului de avuție și de bilanț din trimestrele II și III 2016, influențele stimulative asupra cererii agregate viitoare provin preponderent din partea poziționării sub nivelul de echilibru a ratei reale a dobânzii externe, în condițiile anticipării unei evoluții ușor oscilante a cursului de schimb real efectiv. Prima de risc suveran este evaluată a se situa în proximitatea tendinței pe termen mediu, având un impact aproximativ neutru. În medie, raportat la trimestrul anterior, cotațiile *credit default swaps* (CDS) asociate economiei naționale s-au diminuat marginal în trimestrul II 2016, însă au manifestat o tendință ascendentă spre finalul lunii iunie, pe fondul amplificării volatilității de pe piețele financiare internaționale în urma rezultatelor referendumului din Marea Britanie (Grafic 4.10). Pe de o parte, persistă incertitudinile aferente perspectivelor economiei globale, amplificate de cele legate de implicațiile geopolitice și efectele macroeconomice pe plan internațional ale statutului Marii Britanii în raport cu Uniunea Europeană. Pe de altă parte, menținerea politicii acomodative a BCE, dar și caracterul precaut al abordării Fed referitor la înăsprirea politicii monetare contribuie la diminuarea percepției riscului. Pe plan intern, dinamica primei de risc continuă să fie grevată de incertitudinile asociate conduitei politicii fiscale și a celei a veniturilor în contextul anului electoral, precum și de implicațiile Legii privind darea în plată.



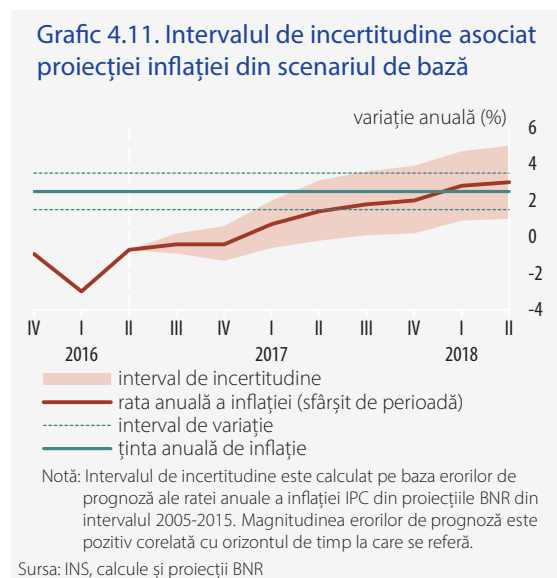
Pe ansamblu, condițiile monetare reale în sens larg din trimestrele II și III 2016 sunt evaluate a fi stimulative la adresa activității economice din trimestrele următoare, contribuind la accentuarea presiunilor inflaționiste reflectate prin intermediul excesului de cerere agregată. În structura acestora, predomină impactul favorabil aferent cursului de schimb real efectiv (acționând prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor), la care se adaugă contribuțiile din partea efectului de avuție și de bilanț și cele ale deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denuminate în lei.

Condițiile monetare reale în sens larg sunt anticipate a se menține stimulative la adresa activității economice pe întregul interval de prognoză. Efectul favorabil predominant provine în continuare din partea 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. Traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară vizează asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile. Conduita prudentă a politicii monetare și dozarea adecvată a instrumentelor sale, alături de măsurile preventive din domeniul supravegherii prudențiale a sectorului bancar, vor fi calibrate astfel încât să permită întărirea capacității economiei românești de a face față șocurilor.

1.4. Riscuri asociate proiecției

În perioadele recente, s-au materializat unii dintre factorii de risc menționați în raportul anterior, cu precădere cei vizând referendumul din Marea Britanie (Caseta 3) și operarea unor ajustări ale prețurilor administrate din partea autorităților de profil, ambele influențe având ca efect valori mai reduse ale inflației proiectate (Grafic 4.11). Cu toate acestea, balanța riscurilor la adresa

proiecției ratei anuale a inflației continuă să fie evaluată a fi înclinată în sensul unor abateri în jos de la traiectoria inflației descrisă în scenariul de bază, sursele de risc fiind localizate atât în mediul extern, cât și în cel intern.



Factorii externi de risc și-au accentuat relevanța subliniată în runda anterioară de prognoză. Rezultatele referendumului din Marea Britanie și incertitudinile sporite legate de perioada de timp necesară clarificării statutului acestei țări în raport cu Uniunea Europeană, situația politică a Turciei, precum și dificultățile din sistemul bancar italian conduc, în magnitudini variabile, la o creștere a volatilității piețelor financiare globale. Alte surse de risc asociate mediului extern care și-au păstrat importanța vizează evoluția viitoare a creșterii economice globale, alimentate cu precădere de incertitudinile privind evoluțiile viitoare ale activității economice din China și din alte economii emergente majore, precum și de modul de gestionare pe termen lung a datoriei suverane a Greciei.

Materializarea unor scenarii legate de aceste surse de risc ar putea avea efecte nefavorabile transmise preponderent prin canale indirecte asupra economiei românești ținând cont de impactul pe care astfel de evoluții le-ar putea avea asupra cererii externe din partea UE efectiv, principalul

partener comercial al României. În același timp, prin consecințele adverse asupra încrederii investitorilor și accentuarea aversiunii globale față de risc⁷¹, ar putea antrena importante realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial și, implicit, fluctuații impredictibile ale cursului de schimb al leului.

Acestea din urmă, în special în contextul discriminării de către investitori a economiilor în raport cu fundamentele acestora, pot avea drept consecință o reconfigurare a traiectoriei inflației față de cea din scenariul de bază. Din aceste motive, sunt necesare menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor macroeconomice majore și de creștere a rezilienței economiei interne la șocuri printr-o coerență adecvată a politicilor macroeconomice.

Pe plan intern, în contextul evenimentelor electorale programate în intervalul analizat și al absenței acordurilor cu instituțiile financiare internaționale, rămân preocupante incertitudinile privind implementarea unui mix de politici macroeconomice adecvat asigurării unei creșteri economice sustenabile și menținerea unui cadru macroeconomic stabil. Componenta acestui mix, considerată a avea cea mai mare relevanță este reprezentată de conduita politicii fiscale, în acest sens fiind de interes inclusiv modul de finanțare a deficitului bugetar, preconizat a crește semnificativ în 2016 față de 2015 ca urmare a implementării setului de măsuri prevăzute de Codul fiscal. O altă sursă de risc este reprezentată de implicațiile pe care majorările salariale deja implementate⁷², cele prevăzute pentru a doua jumătate a anului curent⁷³, precum și alte posibile creșteri viitoare în contextul

⁷¹ În perioadele recente s-a observat o ușoară încetinire a fluxurilor de capital adresate economiilor emergente în urma rezultatului referendumului desfășurat în Marea Britanie, semnalând astfel o potențială intensificare a incertitudinilor la nivel mondial și deteriorarea încrederii investitorilor cu privire la perspectivele de creștere economică ale acestor țări.

⁷² Majorarea salariilor personalului din sectorul sanitar cu 25 la sută în octombrie 2015, a salariilor pentru tot personalul din învățământ cu 15 la sută în decembrie 2015 și cu 10 la sută în aceeași lună a celor din sectorul public (mai puțin a angajaților din sectoarele educației și sănătății publice), precum și creșterea salariului minim cu 200 RON în luna mai a anului curent.

⁷³ Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 20/2016 pentru modificarea și completarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 57/2015 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice în anul 2016, intrată în vigoare la data de 09.06.2016.

evenimentelor electorale programate, le-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor fiscali. În plus, efectele de demonstrație ale acestor creșteri asupra dinamicii salariilor din sectorul privat ar putea adânci și mai mult decalajul manifestat recent între creșterea salariilor pe ansamblul economiei și avansul productivității muncii, exercitând pe această cale presiuni inflaționiste suplimentare.

Relevanța acestor riscuri este accentuată în contextul trenării realizării investițiilor publice și implementării reformelor structurale, precum și al valorificării sub potențial a fondurilor europene, cu efecte directe asupra potențialului de creștere și competitivității economiei românești. O sursă suplimentară de risc, subliniată și în cadrul Raportului asupra inflației precedent, este reprezentată de aplicarea Legii privind darea în plată, din perspectiva incertitudinii inerente asociate evaluării impactului acesteia asupra cadrului macroeconomic intern.

În cazul prețurilor administrate, în lipsa unor repere clare, cunoscute din timp, ale autorităților de profil referitoare la dimensiunea și ritmul ajustărilor viitoare ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice pentru consumatorii finali, balanța riscurilor este înclinată în jos, dată fiind posibilitatea ca scăderi precum cele recente să fie operate și în viitor asupra acestor categorii de prețuri. În privința

evoluției prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă incertitudinile inerente asociate condițiilor meteorologice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole. O altă sursă de risc cu caracter de noutate la adresa ratei anuale a inflației este reprezentată de impactul pe care Legea privind comercializarea în marile magazine a produselor alimentare în proporție de 51 la sută din lanțul scurt de aprovizionare⁷⁴ îl poate avea asupra prețurilor produselor coșului de consum.

În ceea ce privește riscurile induse de traiectoria viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime (inclusiv cele alimentare și energetice) la adresa perspectivelor privind inflația, balanța acestora este apreciată a fi înclinată în jos. Evaluarea are la bază inflația redusă, aflată în vecinătatea unor minime istorice, asociată acestor categorii de produse, cu posibilitatea de a persista și în viitor în condițiile asocierii unei supraoferte de asemenea produse⁷⁵ cu o trenare a cererii globale⁷⁶ și a eliminării, pe termen mediu, a efectelor adverse care au afectat oferta la nivel mondial, mai ales în cazul produselor petroliere. În același timp, depinzând de sensul și magnitudinea reconfigurării conduitei viitoare a politicii monetare a principalelor bănci centrale la nivel mondial, evoluția cursului de schimb EUR/USD ar putea să exercite efecte diferite de cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției asupra cotației RON/USD și, implicit, asupra prețului petrolului exprimat în monedă națională.

⁷⁴ Legea nr. 150/2016 pentru modificarea și completarea Legii nr. 321/2009 privind comercializarea produselor alimentare.

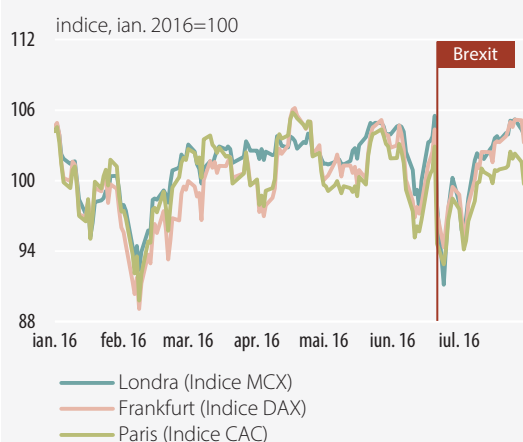
⁷⁵ De exemplu, supraoferta de produse agroalimentare creată pe piața europeană de embargoul impus de Rusia.

⁷⁶ În cazul petrolului, printre factorii care pot determina accentuarea surplusului ofertei mondiale 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 –, perspectivele economice din economiile emergente, cu precădere China și probleme existente pe piața de capital din această țară, precum și existența în continuare a unor stocuri de țiței ridicate în SUA pe fondul renunțării de către OPEC la practicarea politicii cotelor fixe de extracție.

Caseta 3. Impactul rezultatului referendumului cu privire la ieșirea Marii Britanii din Uniunea Europeană asupra evoluțiilor macroeconomice din România

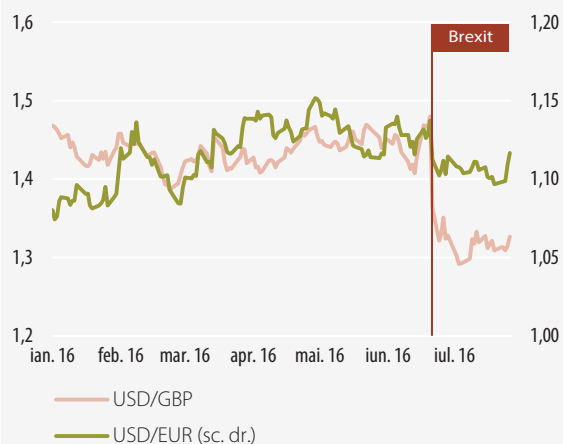
Pe 23 iunie 2016, Marea Britanie a votat pentru părăsirea UE, eveniment ale cărui implicații pe plan internațional, atât geopolitice, cât și economice, sunt caracterizate de incertitudini majore. Evaluarea consecințelor acestei decizii este grevată în prezent de multiple necunoscute, cu atât mai mult cu cât asistăm la un proces fără precedent în istoria UE. Din punct de vedere al orizontului de finalizare a separării, cel mai plauzibil scenariu este cel al unui proces relativ îndelungat, care ar putea dura, odată invocat articolul 50 al Tratatului Uniunii Europene, circa doi ani.

Grafic A. Principalii indici bursieri din Europa



Sursa: London Stock Exchange, Börse Frankfurt, Euronext, calcule BNR

Grafic B. Cursurile de schimb ale GBP și EUR



Sursa: Federal Reserve System

Efectele imediate, produse pe fondul creșterii aversiunii față de risc, au constat în deteriorări ale principalilor indici bursieri din Europa (Grafic A) și în redirecționarea unor fluxuri de capital financiar înspre economii considerate a avea asociat un grad redus de risc, cum ar fi SUA sau Elveția, ceea ce a antrenat deprecierea semnificativă a lirei sterline și, într-o mai mică măsură, a euro față de principalele valute internaționale (Grafic B). Deși aceste evoluții s-au corectat ulterior, nu este exclus ca ele să reapară în viitor, în funcție de modul de desfășurare a negocierilor în cadrul procesului de separare. În ceea ce privește România, evenimentul nu a generat până în prezent un impact advers de amploare la nivelul piețelor financiare.

În perspectivă, economia României poate fi afectată atât direct, cât și indirect. Influențele directe se pot transmite prin canalul comercial, financiar, al migrației forței de muncă și al remiterilor; canalele indirecte vizează posibile efecte de contagiune provenind dintr-o înrăutățire a situației politico-economice din UE. Acestea din urmă pot avea un impact relativ mai ridicat, posibilele efecte adverse asupra principalilor parteneri comerciali și financiari din UE ai Marii Britanii (mai ales în contextul deteriorării sentimentului economic al investitorilor) fiind de natură să aibă repercusiuni și asupra economiei românești, dat fiind gradul ridicat de integrare al acestora în spațiul comunitar.

Riscurile ce provin din relațiile economice directe sunt mai degrabă reduse. Astfel, în anul 2015,

exporturile către Marea Britanie au reprezentat 4,35 la sută din totalul exporturilor de bunuri ale României, iar importurile din această țară au cumulat 2,5 la sută din totalul importurilor. De asemenea, expunerea economiei locale pe valoarea adăugată absorbită în Marea Britanie (calculată ținând cont de faptul că bunurile importate de această țară pot încorpora valoare adăugată creată în România, fără ca acestea să facă obiectul relației comerciale directe) este limitată, respectiv sub 2 la sută din PIB. Prin urmare, atât înrăutățirea perspectivelor economiei

britanice, cât și posibilele creșteri de tarife sau impuneri ale unor bariere netarifare în relația cu această țară sunt anticipate a avea un impact modest asupra comerțului României prin canalul direct.

Analiza legăturilor financiare dintre România și Marea Britanie vizează mai multe planuri. Astfel, ponderea cotei de piață a instituțiilor de credit românești cu capital britanic este ne semnificativă, implicând o expunere directă redusă a sistemului bancar românesc la cel din Marea Britanie, cu toate că, cea indirectă, *via* sectorul bancar european, este destul de importantă. În același timp, conform celor mai recente date statistice⁷⁷, investițiile străine directe (ISD) în România având ca sursă Marea Britanie reprezentau doar 2,5 la sută din totalul ISD și 1 la sută din PIB (1,5 miliarde euro) la sfârșitul anului 2014. Prin urmare, ieșirea Marii Britanii din UE nu prezintă un risc semnificativ din perspectiva unor posibile retrageri ale acestor capitaluri din economia românească, dată fiind și reziliența mai ridicată a acestor categorii de fluxuri financiare. În ceea ce privește evoluția finanțărilor din surse europene, cel puțin pe parcursul următorilor doi ani, atât timp cât Marea Britanie va fi încă membră cu drepturi depline a UE, aceasta nu va fi afectată. Ulterior, cuantumul fondurilor europene alocate României va depinde de modul în care Marea Britanie își va negocia poziția financiară față de UE⁷⁸ – limitarea cotizațiilor acestui stat la bugetul european a devenit relevantă pentru România în contextul ameliorării recente a gradului de absorbție (până la 75 la sută, corespunzător exercițiului financiar 2007-2013), chiar dacă acesta se menține inferior celui din alte noi state membre (90 la sută în Polonia și Ungaria).

Potrivit datelor Eurostat, numărul de emigranți români în Marea Britanie se ridică în 2015 la aproximativ 178 000, reprezentând circa 6,7 la sută din totalul emigranților români în Europa, după țări precum Italia, Spania sau Germania. În funcție de desfășurarea ulterioară a evenimentelor, în situația în care o parte a emigranților români cu rezidență pe teritoriul Marii Britanii ar urma să revină în țară, impactul economic ar fi unul pozitiv, dar relativ redus ca amploare. Referitor la evoluția viitoare a emigrației înspre Marea Britanie, aceasta ar fi scăzut pe termen mediu chiar în absența *Brexit*-ului, în cadrul *summit*-ului Consiliului European din 18-19 februarie 2016 fiind decisă restricționarea accesului noilor emigranți provenind din UE la cheltuielile de asistență socială pe o perioadă de șapte ani, începând cu 2020⁷⁹. În ceea ce privește remiterile⁸⁰, sub impulsul deschiderii pieței britanice a muncii în 2014, acestea s-au plasat pe o traiectorie puternic ascendentă, ajungând la aproximativ 500 milioane euro în anul 2015 (o cincime din totalul remiterilor încasate de lucrătorii români în străinătate și aproximativ 0,3 la sută din PIB).

Din punct de vedere al influențelor indirecte, diferite studii și sondaje realizate în rândul analiștilor financiari (de exemplu, *Consensus Economics*) sugerează faptul că materializarea *Brexit*-ului, fără alte efecte de domino asupra UE, ar reduce ritmul creșterii economice la nivelul blocului comunitar cu până la 0,4 puncte procentuale până la orizontul prognozei macroeconomice din scenariul de bază. În acest caz, evaluările interne realizate de către BNR indică o încetinire a creșterii economice din România în anul 2017 cu aproximativ 0,2 puncte procentuale prin intermediul canalului comercial și o reducere a ratei inflației IPC la finele aceluiași an cu aproximativ 0,1 puncte procentuale.

În condițiile în care *Brexit*-ul ar antrena slăbirea la nivel instituțional a proiectului european, efectele de contagiune asupra noilor state membre din afara zonei euro ar putea fi mai accentuate – retrageri ample de capitaluri, volatilitate mai pronunțată a cursului de schimb, materializarea unor șocuri asupra sistemelor financiare ca urmare a înrăutățirii sentimentului investitorilor cu privire la aceste economii, frânarea activității economice interne prin intermediul canalului comercial.

⁷⁷ „Investițiile străine directe în România în anul 2014”, Banca Națională a României.

⁷⁸ În funcție de aranjamentul negociat cu UE, Marea Britanie ar putea continua să cotizeze la bugetul UE sau acorda ajutoare nerambursabile noilor state membre ale UE.

⁷⁹ Acest acord ar fi intrat în vigoare dacă Marea Britanie ar fi rămas în cadrul UE.

⁸⁰ Sunt cumulate intrările nete corespunzătoare pozițiilor „remunerarea salariaților” și „transferurile lucrătorilor din străinătate” din balanța de plăți.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor, rata anuală a inflației a continuat să se adâncească în teritoriul negativ în prima parte a trimestrului II 2016 (la -3,5 la sută în luna mai)⁸¹, pentru ca în iunie, odată cu epuizarea impactului direct al extinderii aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele⁸², să consemneze o amplă corecție ascendentă, urcând la -0,7 la sută. Accentuarea declinului ratei anuale a inflației și rămânerea ei ulterioară în teritoriul negativ s-a datorat aproape în totalitate celor două categorii de prețuri volatile⁸³ și prețurilor administrate, ale căror dinamici anuale și-au amplificat/menținut în acest interval valoarea negativă. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a revenit în iunie la o valoare pozitivă (0,4 la sută), după ce în primele două luni a stagnat la un nivel mai pronunțat negativ (-4,9 la sută). Pe lângă efectul de bază mai amplu asociat extinderii în 2015 a cotei reduse de TVA, evoluția inflației de bază a reflectat influențele inversării poziției ciclice a economiei în primul trimestru al anului, dar și semnificativele efecte de sens opus generate de dinamica foarte scăzută/negativă a prețurilor de consum și a unor prețuri de producție din zona euro – inclusiv pe fondul creșterii importurilor –, precum și de reajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste. Astfel, recalculată prin excluderea impactului *one-off* al reducerii cotei standard a TVA, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a menținut în iunie la nivelul înregistrat în luna martie (1,3 la sută), în timp ce rata anuală a inflației totale recalculată în mod similar s-a diminuat de la 1,2 la sută la 0,7 la sută.

Actualizarea, în acest context, a prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, prin încorporarea celor mai recente date și informații disponibile, evidențiază o traiectorie a ratei anuale proiectate a inflației sensibil mai joasă decât cea previzionată anterior, dar având un caracter la fel de divergent ca în precedentele exerciții de prognoză.

⁸¹ Începând cu 1 ianuarie 2016, cota standard a TVA a fost redusă de la 24 la sută la 20 la sută.

⁸² În luna iunie 2015 a fost extinsă aplicarea cotei reduse de TVA, de 9 la sută, pentru toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică.

⁸³ Prețurile volatile ale produselor alimentare și prețul combustibililor.

Astfel, pe termen scurt aceasta rămâne confortabil sub limita de jos a intervalului țintei staționare – cantonându-se în teritoriul negativ, în jurul valorii de -0,4 la sută, până în luna decembrie a anului curent⁸⁴, – pentru ca în 2018 să urce în jumătatea superioară a intervalului țintei, plasându-se la finele orizontului proiecției la un nivel doar ușor inferior celui din proiecția anterioară (3 la sută, față de 3,3 la sută). Corespunzător evoluțiilor actualizate, valoarea medie anuală a ratei inflației prognozată pentru anii 2016 și 2017 se reduce la -1,5 la sută (de la -1,0 la sută), respectiv la 1,4 la sută (de la 2,2 la sută).

În condițiile în care tăierile succesive ale cotei standard a TVA resimțite pe orizontul prognozei⁸⁵ nu-și modifică impactul așteptat, rolul esențial în remodelarea *pattern*-ului previzionat al inflației îl dețin șocurile dezinflaționiste de natura ofertei/costurilor produse la nivel global, constând în scăderile ample și persistente ale prețurilor internaționale ale materiilor prime, mai cu seamă ale celor energetice și agricole; în contextul noii proiecții, acestea își amplifică efectele directe și indirecte exercitate pe plan intern printr-o multitudine de canale, inclusiv prin intermediul importurilor de bunuri de consum și bunuri intermediare, anticipate să crească și să adâncească în consecință deficitul balanței comerciale.

Intensificarea acestor efecte este reflectată prioritar de previziunile privind principalele componente exogene ale IPC – prețurile combustibililor, prețurile volatile ale produselor alimentare și prețurile administrate –, care suferă în contextul actualei proiecții ajustări descendente semnificative, mai cu seamă pe orizontul scurt de timp. Și perspectiva actualizată a componentei de bază a inflației este în mai mare măsură afectată de șocurile dezinflaționiste globale, inclusiv pe fondul persistenței deficitului de cerere agregată în zona euro/UE, precum și de anticipațiile inflaționiste relativ mai joase, plasate

⁸⁴ Recalculată prin excluderea impactului *one-off* al scăderii operate asupra cotei standard a TVA la începutul anului curent, rata anuală prognozată a inflației se situează în decembrie 2016 la 0,8 la sută, față de 1,9 la sută în proiecția anterioară.

⁸⁵ Noul Cod fiscal prevede reducerea la 19 la sută a cotei standard a TVA și eliminarea supraaccizei la carburanți începând cu 1 ianuarie 2017.

totuși pe un trend ascendent. Impactul acestora este însă parțial contrabalansat de presiunile inflaționiste mai mari anticipate a emerge din creșterea mai alertă a excedentului de cerere agregată pe orizontul proiecției – în condițiile inversării în devans a poziției ciclice a economiei⁸⁶ – și din prelungirea pe termen scurt a dinamicii înalte a costurilor salariale unitare. Pe lângă recenta accelerare a creșterii economice, o asemenea perspectivă are ca premise și ipoteze continuarea relaxării politicii fiscale și a celei de venituri – prioritar prin ajustări de impozite indirecte și creșteri de salarii în sectorul bugetar⁸⁷ – și prezervarea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, de natură să anihileze influențele contrare anticipate să decurgă din Legea privind darea în plată și din persistența ritmului modest al creșterii economice în zona euro, inclusiv ca efect al votului din Marea Britanie; premise importante pe plan intern sunt și tendința de încordare a pieței muncii evidențiată recent, precum și cea de accelerare a creșterii masei monetare, pe seama expansiunii alerte a celei mai lichide componente a acesteia (M1). Pe acest fond, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat coboară semnificativ sub valorile prognozate anterior, dar își accentuează panta ascendentă ce o caracterizează începând cu primul trimestru al anului viitor, urcând în decembrie 2017 la 2,8 la sută (3,4 la sută, anterior), iar la finalul orizontului prognozei la 3,4 la sută (3,7 la sută, anterior).

Noua configurație a perspectivei inflației și determinanții ei sunt de natură să justifice menținerea în actualul context a conduitei curente a politicii monetare în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile, în relativă consonanță cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune și din zona euro. O asemenea abordare este justificată și de natura duală a incertitudinilor mari legate de evoluția unor factori fundamentali ai inflației – inducând riscuri în dublu sens la adresa perspectivei mai îndepărtate a acesteia –, precum

și de capacitatea relativ scăzută a șocurilor recente/viitoare pe partea ofertei de a afecta durabil anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, implicit evoluția IPC pe un orizont mai lung de timp.

Astfel, prognoza inflației continuă să fie marcată, pe de o parte, de incertitudinile semnificative circumscrise conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, ce generează riscuri în sens ascendent la adresa perspectivei pe termen mediu a inflației, dat fiind caracterul măsurilor în sfera fiscalității, salarizării personalului bugetar și a prestațiilor sociale implementate recent, dar mai ales al celor ce ar mai putea fi aprobate în contextul anului electoral. Relevanța acestor riscuri este sporită de ritmul inconstant de realizare a investițiilor publice și a reformelor structurale, de relativa slăbire a absorbției fondurilor UE în contextul noului cadru financiar multianual, precum și de unele caracteristici structurale ale pieței muncii, ce pot afecta potențialul de creștere și competitivitatea economiei românești, în ipoteza persistenței lor. Pe acest fond, o relaxare suplimentară a politicii fiscale și de venituri ar fi de natură să amplifice pe orizontul proiecției presiunile inflaționiste ale excedentului de cerere agregată și costurile salariale unitare ale companiilor – prin intermediul efectelor de demonstrație –, dar și să determine o mai mare adâncire a deficitului de cont curent; acestea ar putea antrena o deteriorare a percepției investitorilor asupra economiei și pieței financiare românești, cu implicații adverse asupra costurilor de finanțare externă și a comportamentului cursului de schimb al leului, mai ales într-un context internațional volatil.

Pe de altă parte, prognoza continuă să se caracterizeze prin incertitudini ridicate legate de creșterea economică globală și de redresarea economică a zonei euro. Alimentate inițial de slăbiciunea economiei Chinei și a altor state emergente majore și amplificate recent de votul din Marea Britanie, dar și de tensiuni geopolitice și de probleme ale sistemului bancar european, acestea induc substanțiale riscuri în sens descendent la adresa perspectivei inflației, materializabile atât pe calea prețului importurilor, cât mai ales prin efecte contracționiste suplimentare exercitate pe

⁸⁶ În trimestrul I al anului curent.

⁸⁷ Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 20/2016 pentru modificarea și completarea Ordonanței de urgență nr. 57/2015 privind salarizarea personalului plătit din fonduri publice în anul 2016.

termen mediu asupra poziției ciclice a economiei românești⁸⁸. Efecte similare celor din urmă ar putea decurge și din Legea privind darea în plată – în ipoteza afectării peste așteptări a activității de creditare, implicit a dinamicii cererii interne pe orizontul prognozei –, dar și din alte inițiative legislative care își propun să reglementeze domeniul financiar-bancar prin intervenția retroactivă în contractele încheiate între bănci și clienți, în eventualitatea aprobării lor.

Și factorii de natura ofertei generează riscuri predominant dezinflaționiste pe orizontul scurt al proiecției, în principal datorită potențialei prelungiri a evoluției sub așteptări a prețurilor internaționale ale materiilor prime, mai ales a prețului petrolului. Un asemenea context ar putea determina noi abateri descendente ale inflației interne de la coordonatele prognozate, inclusiv prin intermediul efectelor propagate asupra prețurilor altor categorii de importuri, dar și prin influențarea directă/indirectă a ajustărilor de prețuri administrate. Excepție face eventuala intrare în vigoare a legii referitoare

la comercializarea în marile magazine a produselor alimentare în proporție de 51 la sută din lanțul scurt de aprovizionare⁸⁹, considerată a induce pe termen scurt riscuri în sens ascendent la adresa prognozei inflației, probabil atenuate însă în acest an de producția agricolă superioară previziunilor.

Având în vedere caracteristicile traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației și determinanții săi, precum și riscurile la adresa acesteia decurgând din conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri, dar și din incertitudinile privind creșterea economică globală și redresarea economiei zonei euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 august 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.

⁸⁸ În principal prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii.

⁸⁹ Legea nr. 150/2016 pentru modificarea și completarea Legii nr. 321/2009 privind comercializarea produselor alimentare.

Abrevieri

APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
ECE	Europa Centrală și de Est
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
LFO	legume, fructe, ouă
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	31
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	32
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	35
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	36
Caseta 2		
Tabel A	Ponderi în IPC la nivelul anului 2015	37
Tabel B	Deviația inflației IPC de la nivelul reper	40
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	41
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	41

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	12
Grafic 1.2	Prețurile de import și de consum ale produselor alimentare	12
Grafic 1.3	Importurile de bunuri de consum și cererea internă	13
Grafic 1.4	Salariile și productivitatea muncii din economie	13
Caseta 1		
Grafic A	Factorul comun și inflația IAPC din zona euro și unele state ECE	14
Grafic B	Descompunerea istorică a dinamicii anuale a IPC	15
Grafic C	Descompunerea istorică a dinamicii anuale a CORE2 ajustat	15
Grafic D	Așteptările privind inflația și prețul petrolului	16
Grafic E	Așteptările privind inflația pe orizontul de 2 ani	16
Grafic 2.1	Cererea	18
Grafic 2.2	Oferta	18
Grafic 2.3	Investiții	19
Grafic 2.4	Balanța bunurilor	20
Grafic 2.5	Balanța bunurilor de consum	21
Grafic 2.6	Gradul de utilizare a capacităților de producție	21
Grafic 2.7	Intensitatea capitalului	22
Grafic 2.8	Efectivul salariaților din economie	22
Grafic 2.9	Curba Beveridge	23
Grafic 2.10	Dinamica salariilor brute	23

Grafic 2.11	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	24
Grafic 2.12	Prețurile producției industriale pentru piața internă	24
Grafic 2.13	Prețurile de producție în industria bunurilor de consum	25
Grafic 2.14	Costurile salariale unitare din industrie	25
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	27
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	29
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	29
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	30
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	30
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	31
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	32
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	33
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	33
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	36
Caseta 2		
Grafic A	Revizuri ale proiecțiilor de inflație ale unor bănci centrale începând cu anul 2014	38
Grafic B	Revizuri ale proiecțiilor BNR privind inflația IPC (panel stânga) și inflația IPC exclusiv efectele de runda I ale modificării cotei TVA (panel dreapta), începând cu anul 2014	39
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	40
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA	40
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	41
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	42
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	42
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	43
Grafic 4.8	Deviația PIB	44
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	46
Grafic 4.10	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	47
Grafic 4.11	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	48
Caseta 3		
Grafic A	Principalii indici bursieri din Europa	50
Grafic B	Cursurile de schimb ale GBP și EUR	50

