



Conferință de presă

---

# Raport asupra inflației

Mai 2016

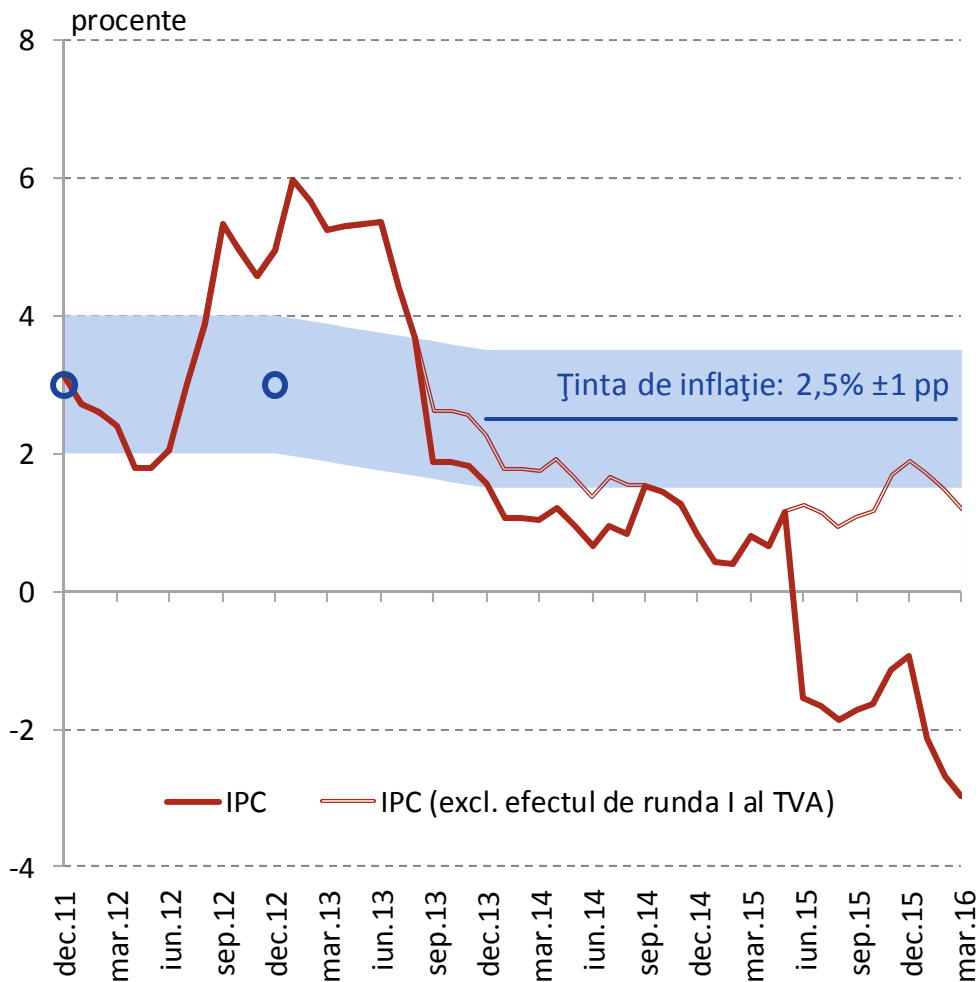
Mugur Isărescu

Guvernator

---

București, 10 mai 2016

## În linie cu proiecția anterioară, rata anuală a inflației s-a adâncit în teritoriu negativ în T1 2016



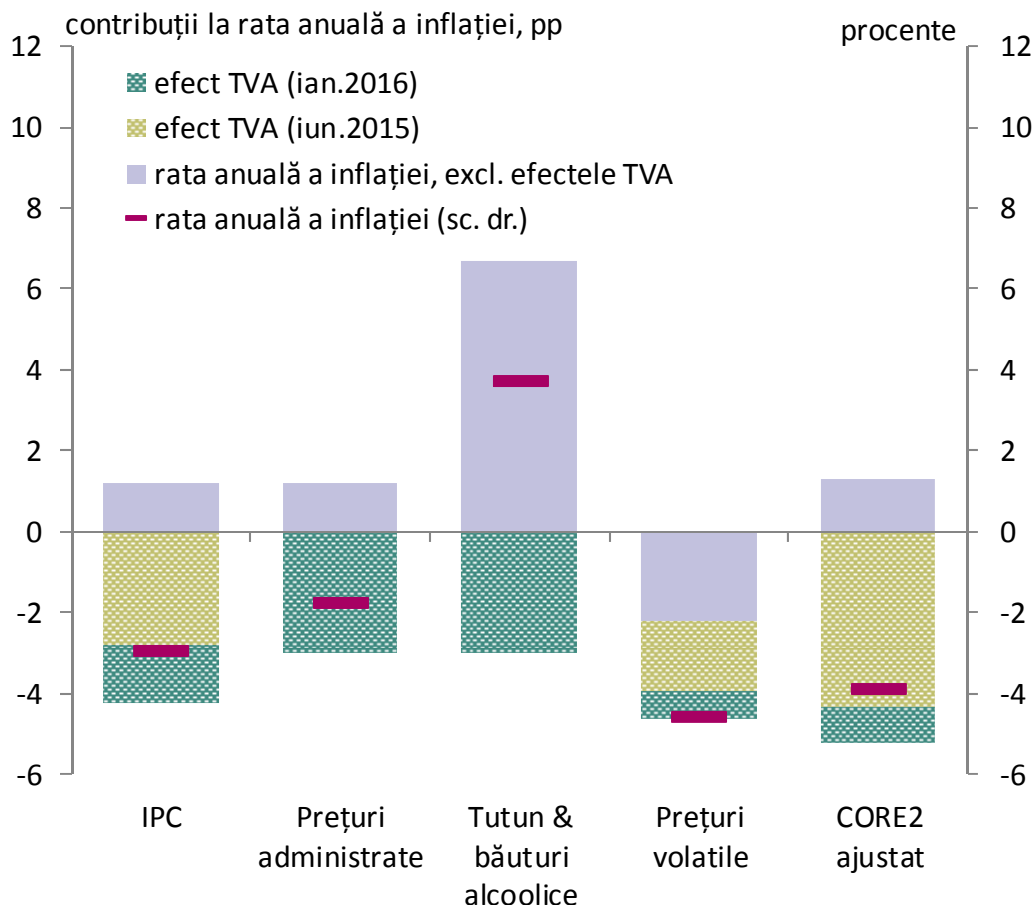
Sursa: INS, calcule BNR

### Factori de influență

- ↓ Reducerea cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016
- ↓ Diminuarea inflației importate (cu precădere în cazul produselor energetice și alimentare), la care au contribuit atât evoluția prețurilor externe, cât și cea a cursului de schimb
- ↑ Restrângerea rapidă a deviației negative a PIB față de nivelul potențial

# Reducerile succesive ale cotelor TVA afectează mai mult de 80 la sută din coșul de consum

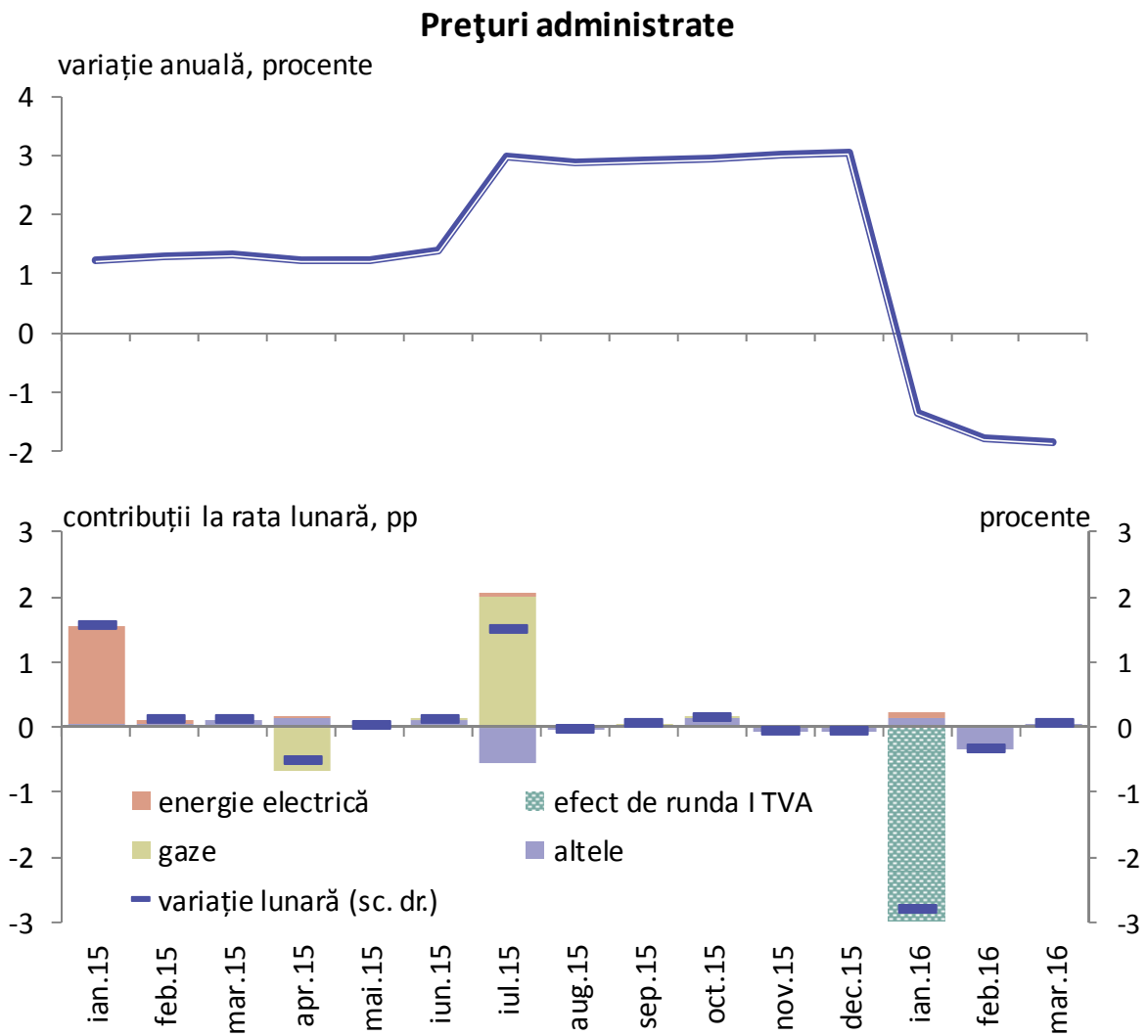
## Impactul estimat de runda I al modificărilor cotei TVA - martie 2016 -



- Reducerea cotei standard a TVA (ian. 2016) a vizat circa jumătate din coșul de consum
- Coeficientul de transmisie a fost estimat la **71 la sută**, inferior celorlalte etape de reducere (93 la sută în sept. 2013 și 80 la sută în iun. 2015)
  - ✓ Posibile explicații: îmbunătățirea rapidă a poziției ciclice a economiei, concurența mai redusă pe segmentele de piață vizate și vizibilitatea mai scăzută a produselor respective comparativ cu episoadele anterioare
- În structură, transmisia a fost neuniformă:
  - ✓ Aproape completă în cazul bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate
  - ✓ 50 la sută și respectiv 21 la sută în cazul bunurilor nealimentare și serviciilor cu prețuri libere (excl. telefonie), în corelație cu presiunile concurențiale

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

# Dinamică anuală negativă a prețurilor administrate, pe fondul:

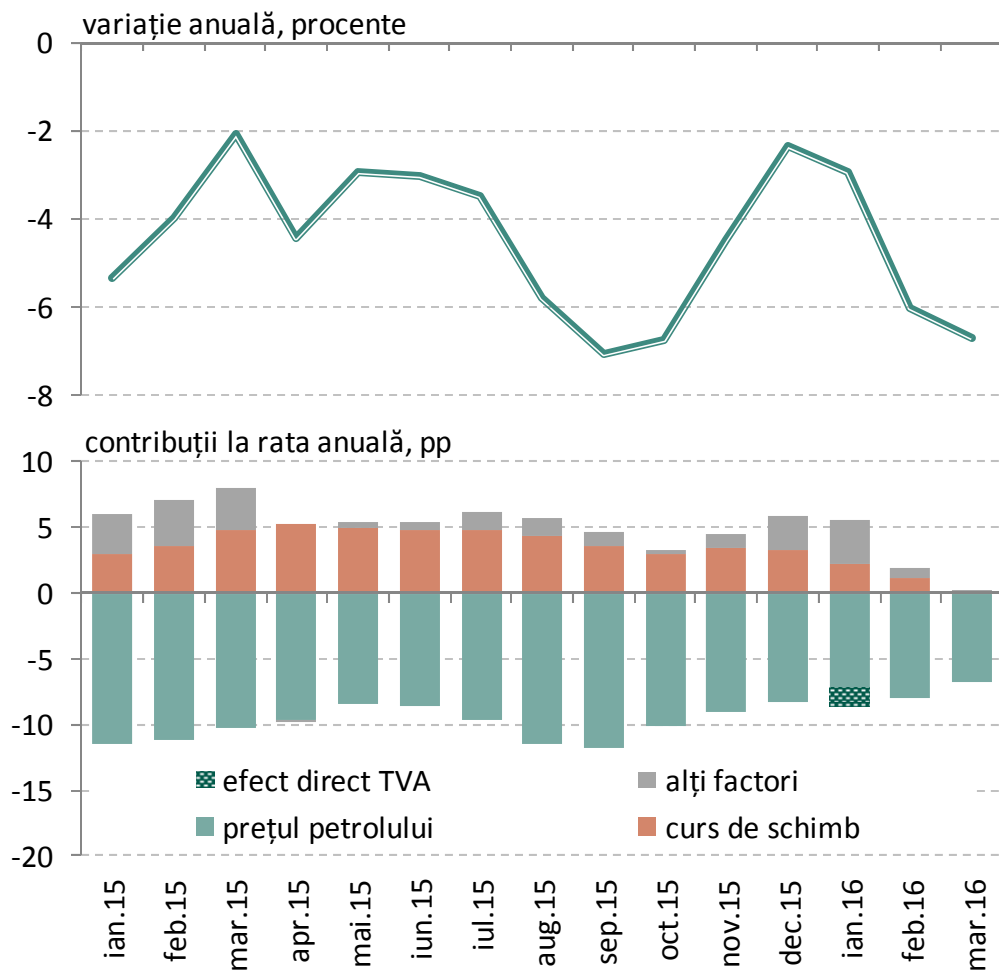


- Transmisiei ample a reducerii cotei standard a TVA
- Diminuării tarifelor de distribuție a energiei electrice, care a compensat efectele noii etape de liberalizare a prețului
- Reticenței operatorilor de a efectua majorări de preț (observate istoric), posibil în contextul anului electoral

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

# Declinul în termeni anuali al prețului combustibililor s-a accentuat în T1 2016, în principal pe seama scăderii prețului în lei al țițeiului

## Prețul combustibililor

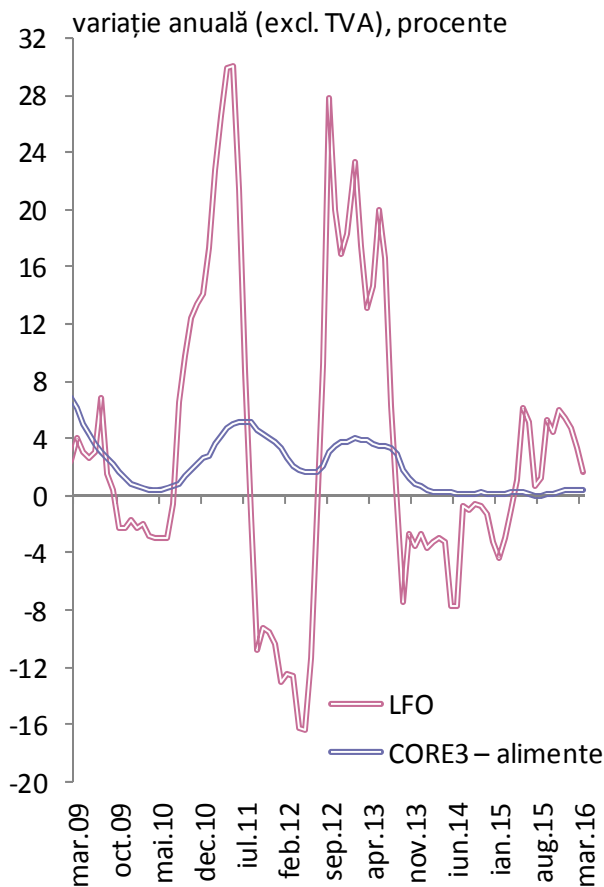


- ↓ Deprecierea dolarului SUA în raport cu euro
- ↑ Atenuarea scăderii în termeni anuali a cotațiilor petrolului spre finele T1 2016, pe fondul semnalelor privind contractia producției în SUA și ale unei posibile înțelegeri între principalii producători de a îngheța oferta

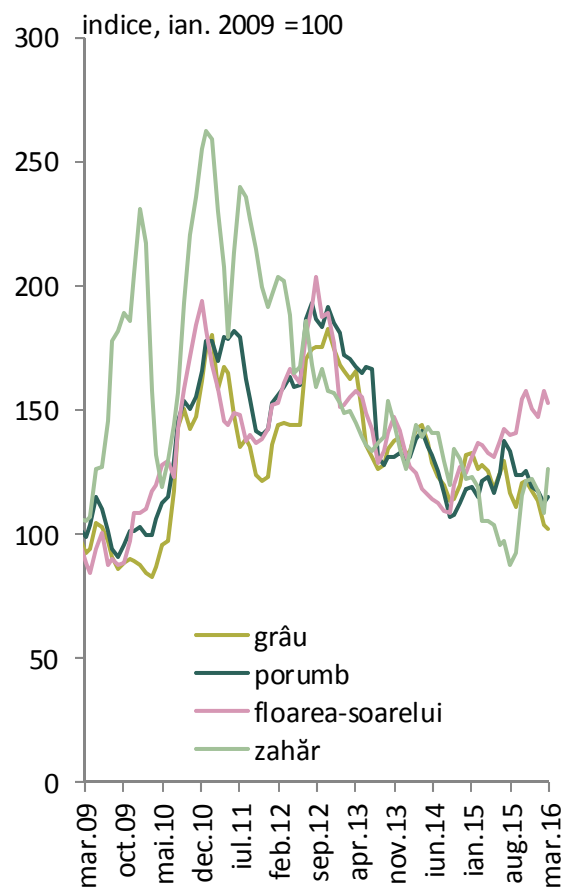
Sursa: INS, Bloomberg, calcule și estimări BNR

# Dinamica prețurilor bunurilor alimentare continuă să reflecte supraoferta creată pe piața europeană de restricțiile comerciale în relația cu Rusia

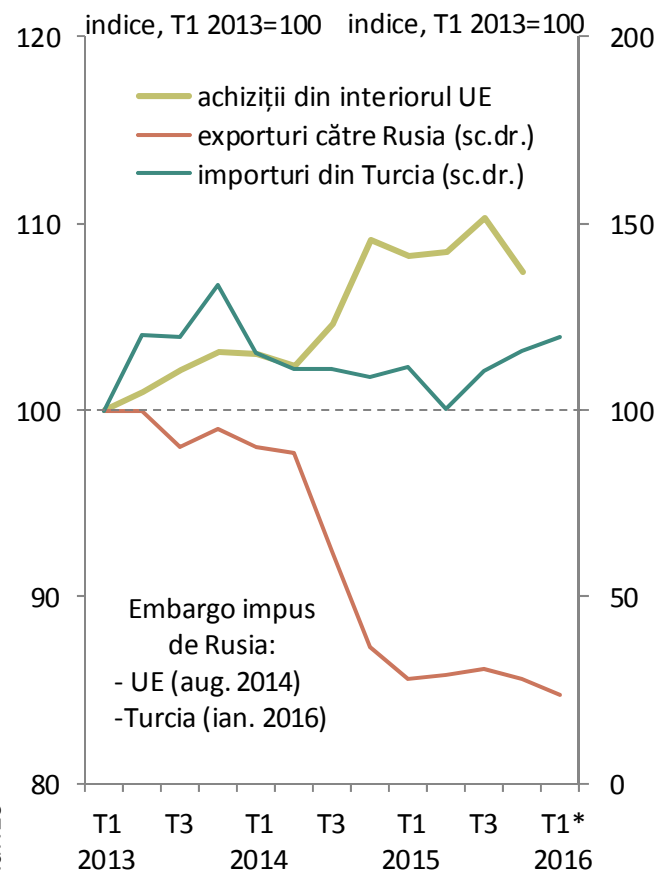
**Prețuri de consum pe piața autohtonă**



**Prețuri internaționale materii prime agricole**



**Tranzacții comerciale cu mărfuri alimentare – UE28\*\***



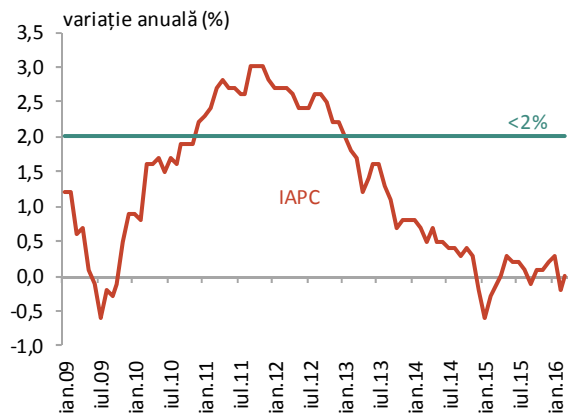
\*) ian.

\*\* ) date ajustate sezonier

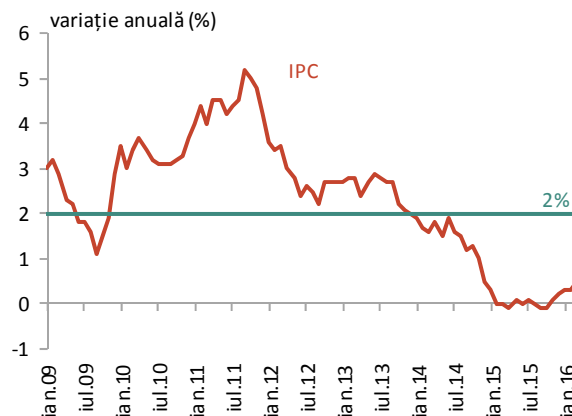
Sursa: INS, Comext, Bloomberg, calcule și estimări BNR

# Inflație joasă persistentă la nivel global, în corelație cu evoluția prețurilor materiilor prime

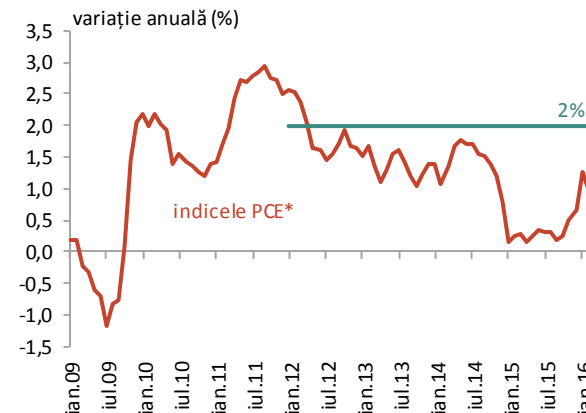
**Zona euro**



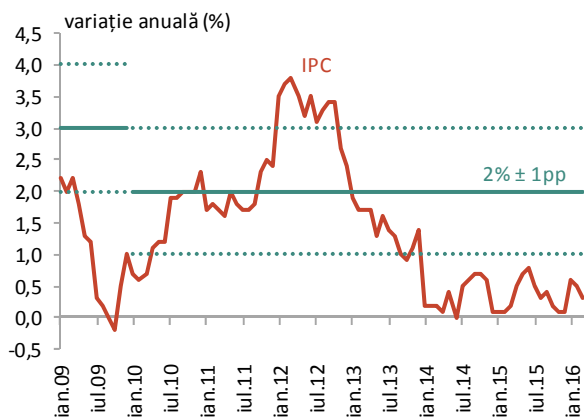
**Marea Britanie**



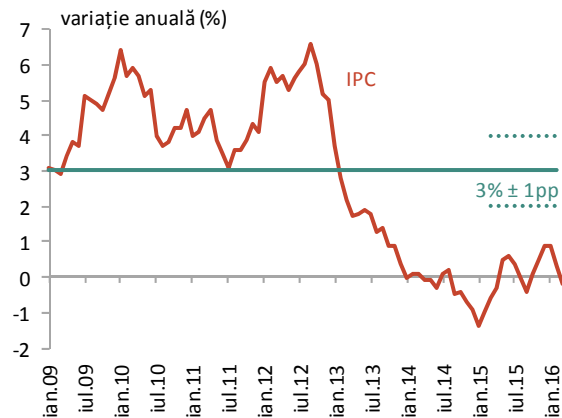
**SUA**



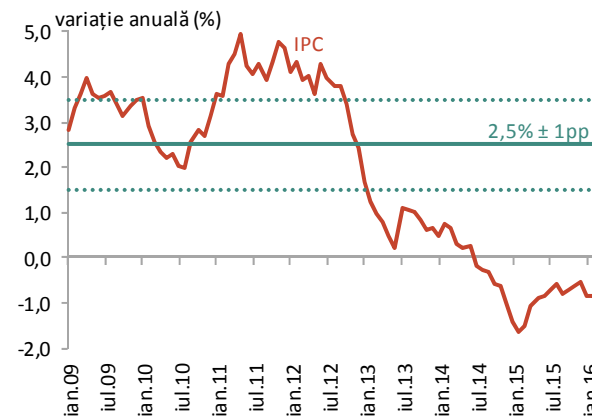
**Republica Cehă**



**Ungaria**



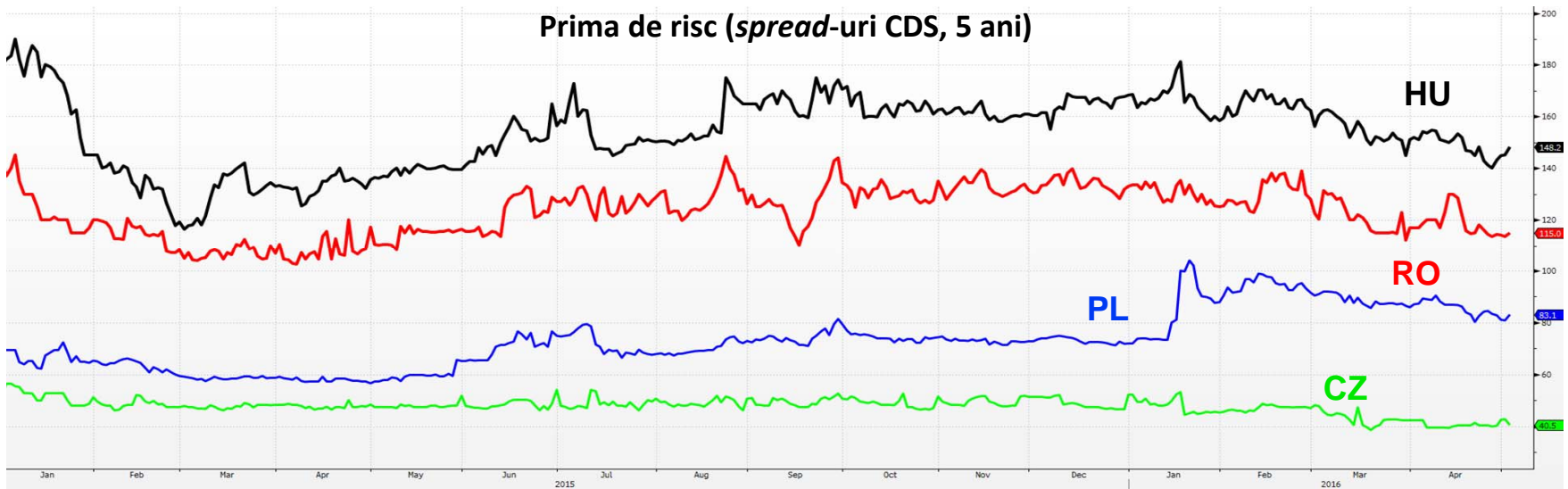
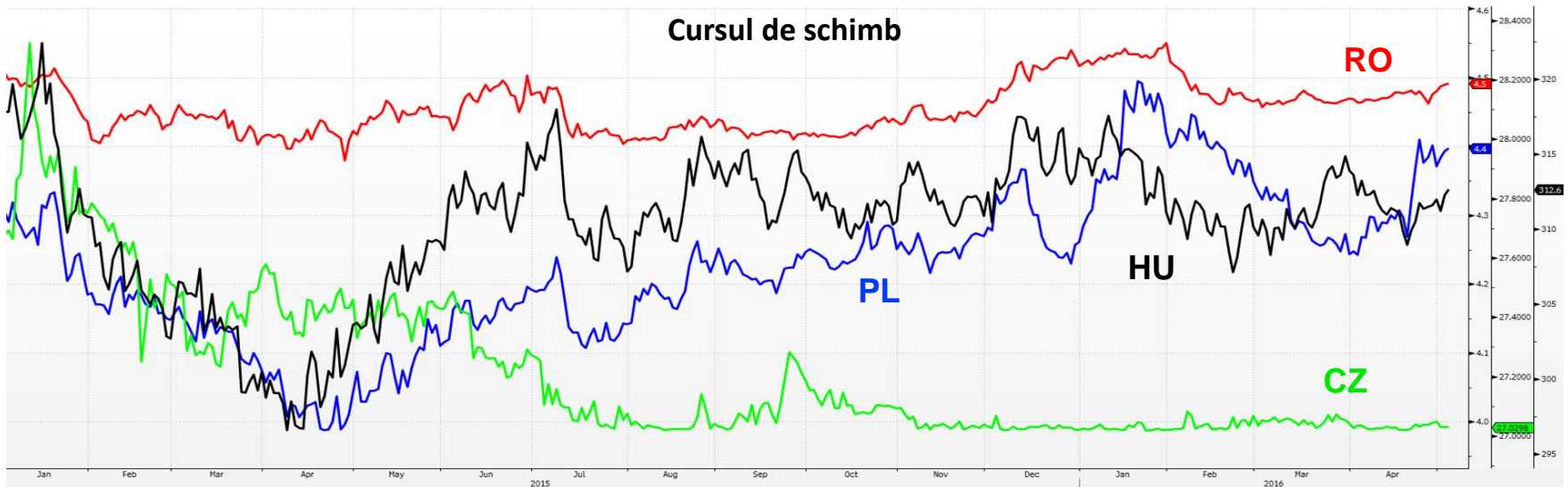
**Polonia**



Sursa: OCDE, website-urile băncilor centrale, Federal Reserve Bank of St. Louis

\*) Personal Consumption Expenditure

# Ușoară creștere a volatilității pe piețele financiare regionale

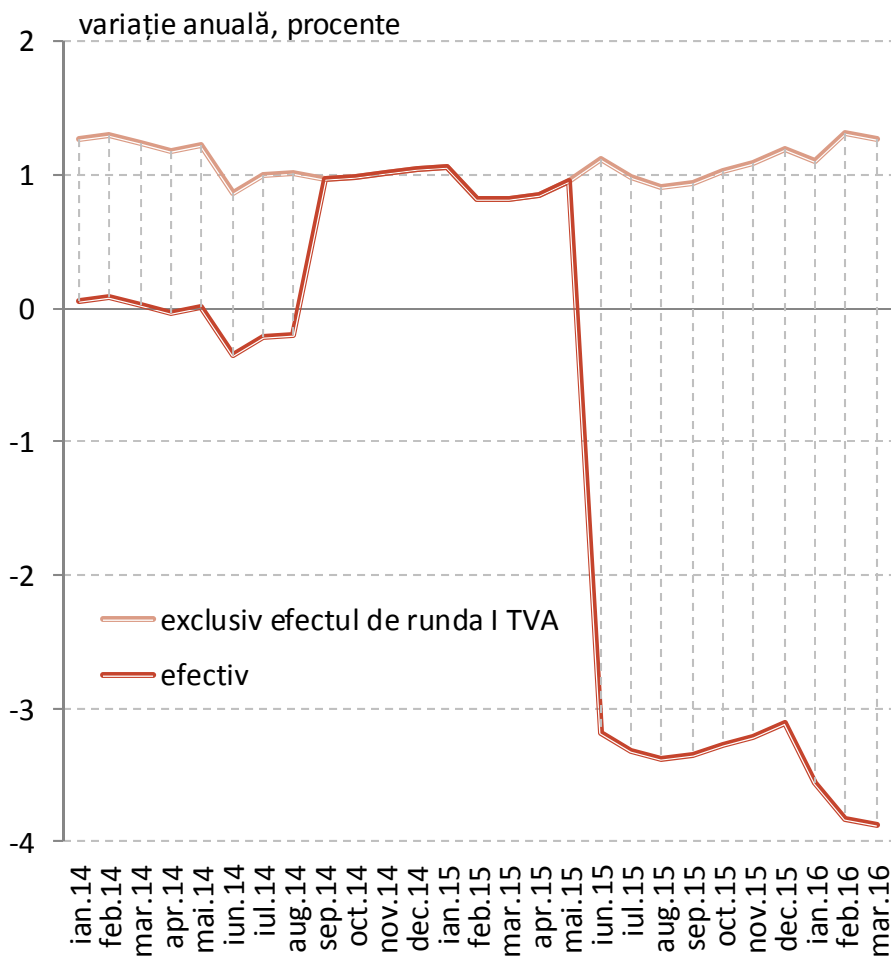


Sursa: Bloomberg



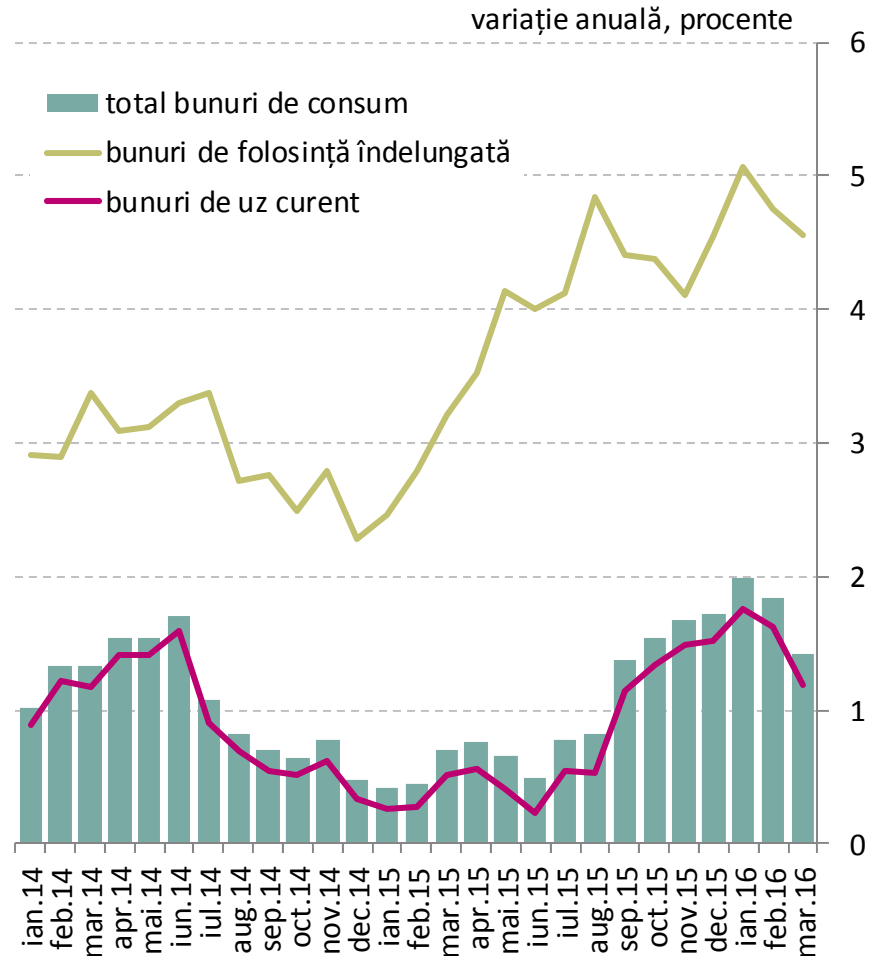
Ritmul susținut de creștere a prețurilor de producție ale bunurilor de consum semnalează formarea unor presiuni inflaționiste care se vor regăsi în cele din urmă și la nivelul IPC, ...

### Inflația de bază CORE2 ajustat



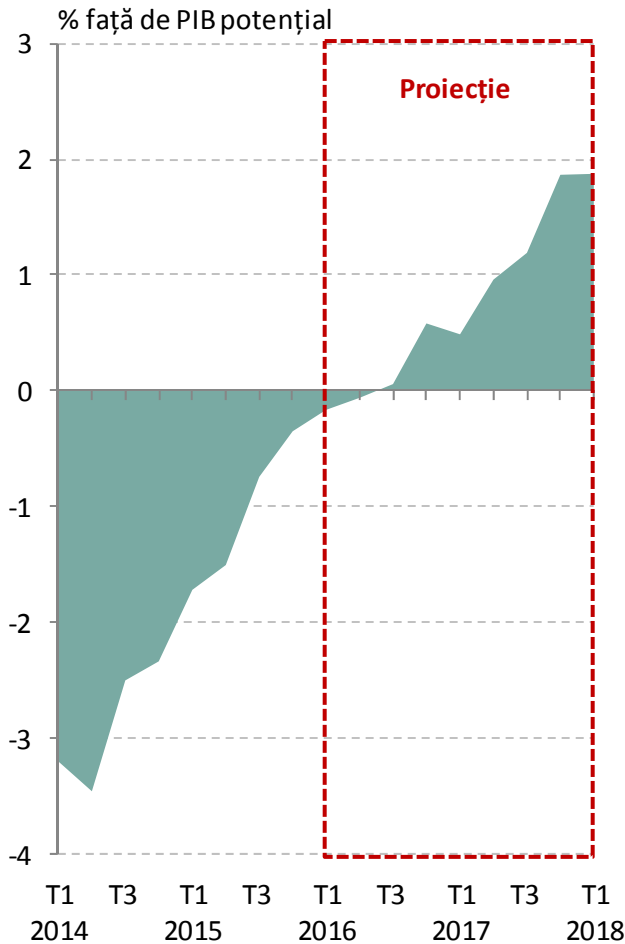
Sursa: INS, calcule și estimări BNR

### Prețurile producției industriale pentru piața internă

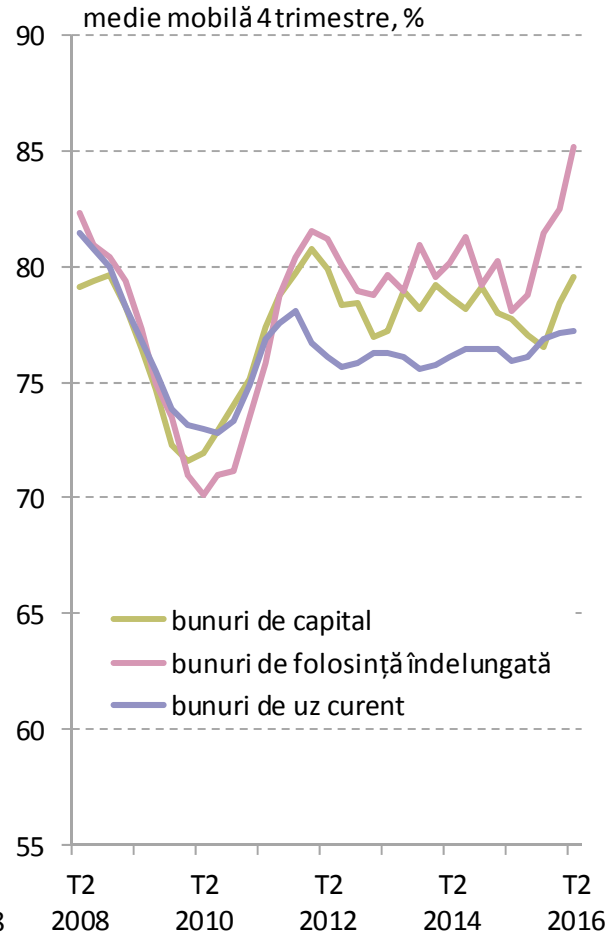


# ... mai ales în condițiile restrângerii deficitului de cerere agregată

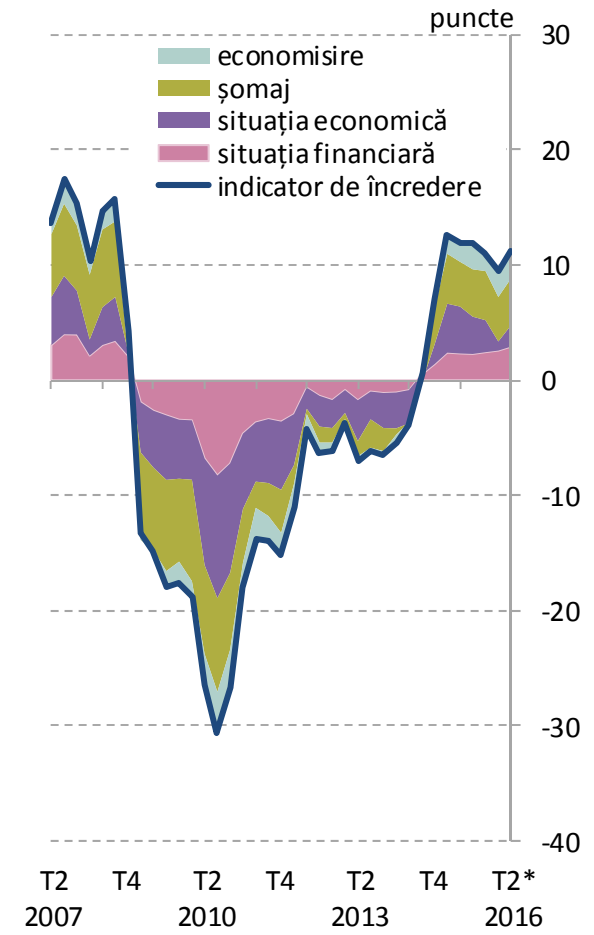
### Deviația PIB



### Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie



### Încrederea consumatorilor\*\*

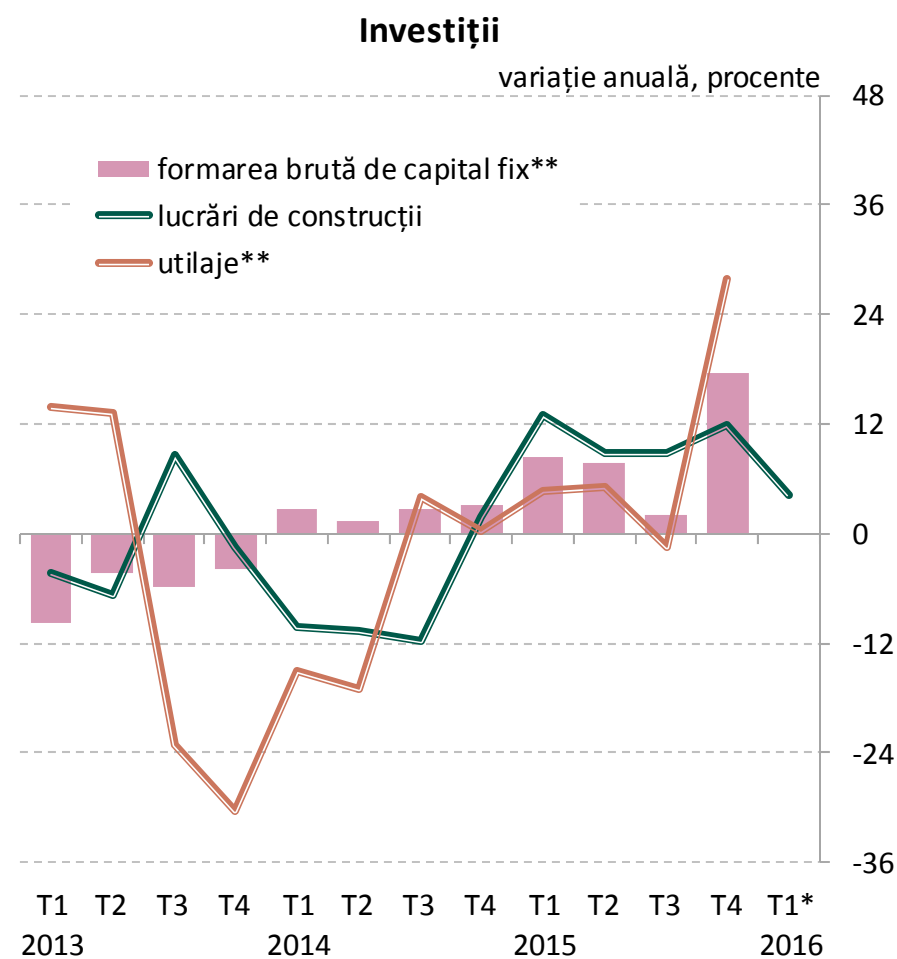
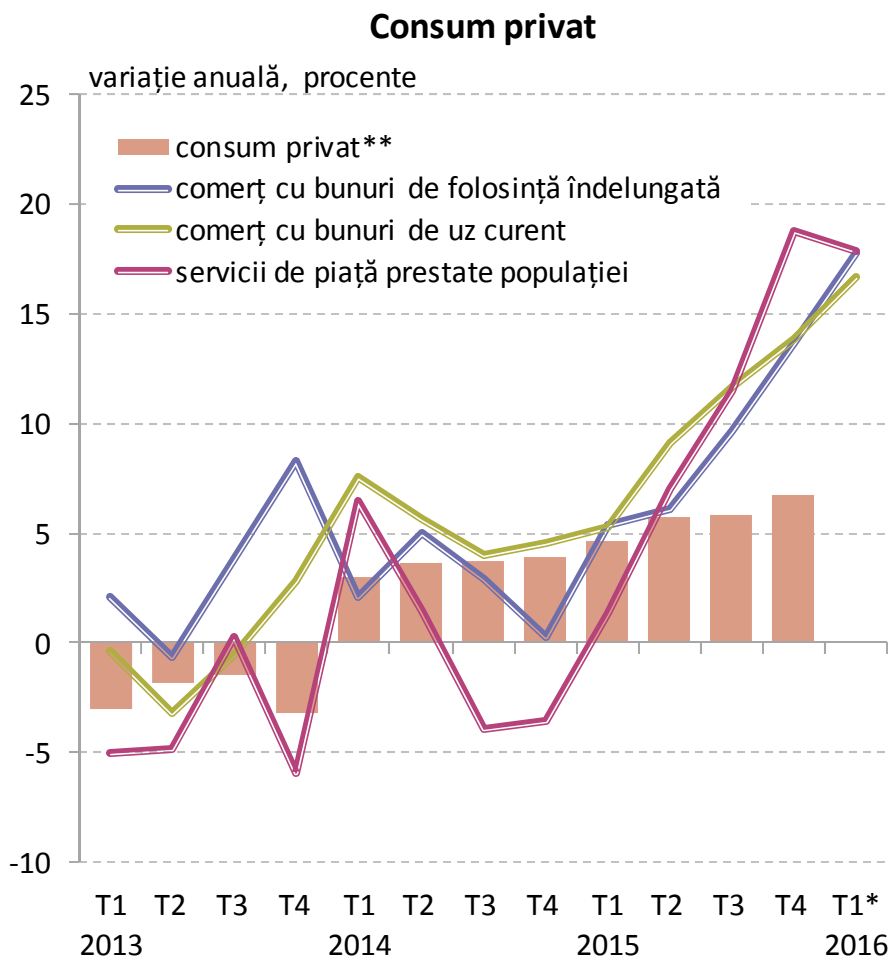


\*) apr.

\*\*\*) deviație față de media istorică (iul. 2001 – apr. 2016)

Sursa: INS, sondaj CE-DGECFIN, estimări și proiecții BNR

# Creștere puternică a absorbției interne, ...



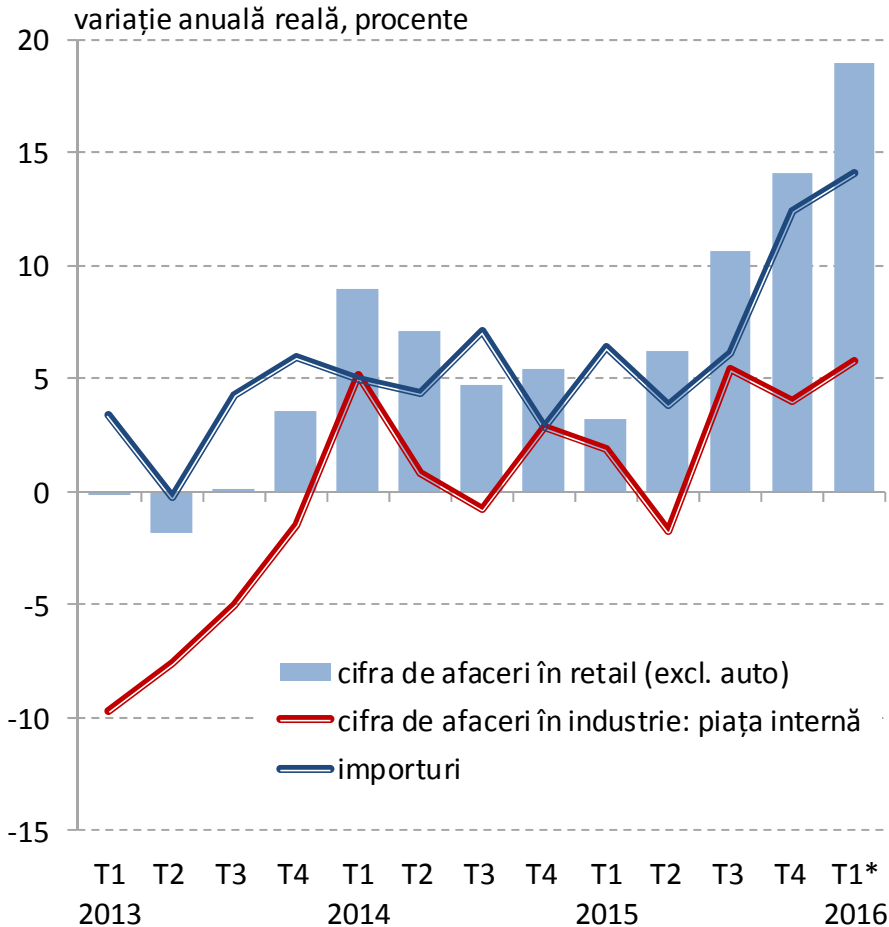
\*) ian. - feb., cu excepția comerțului cu bunuri de uz curent (date integrale pentru T1'16)

\*\*\*) date disponibile până la T4'15

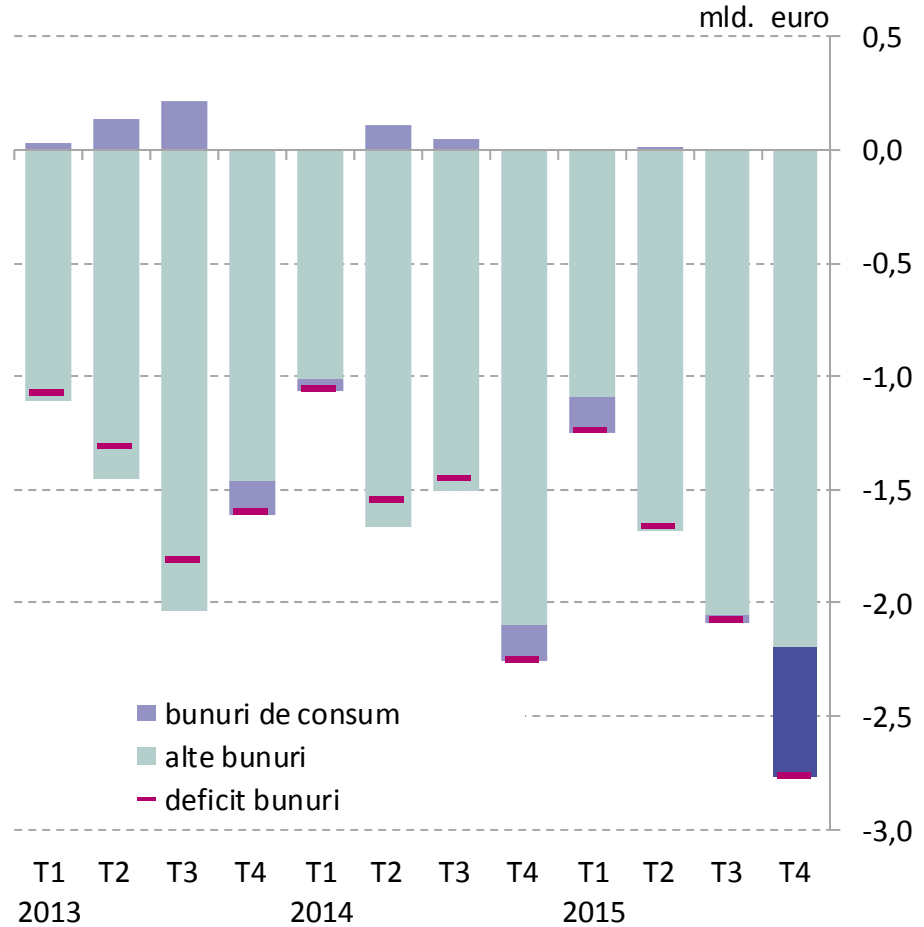
Sursa: INS, calcule BNR

# ... însă oferta locală nu reușește să acomodeze avansul cererii interne

## Cererea și oferta de bunuri de consum



## Balanța bunurilor

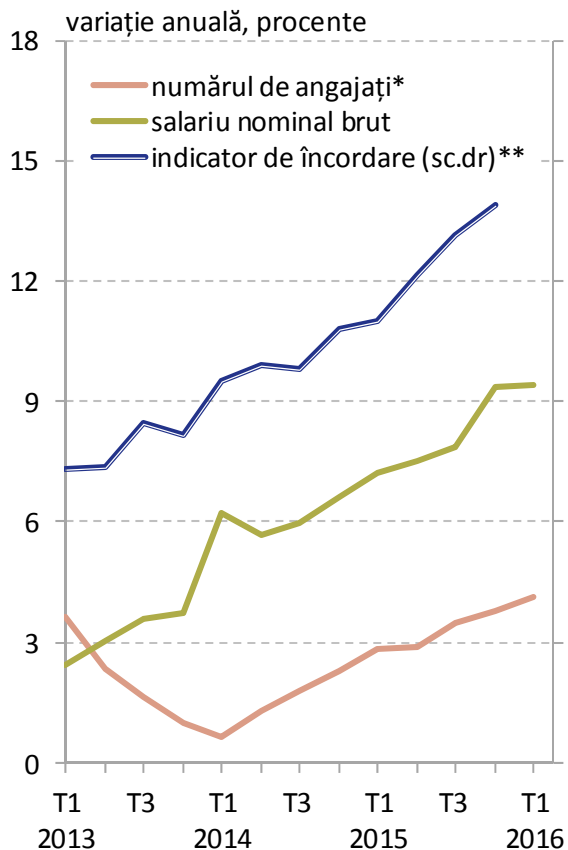


\*) ian.-feb. pentru cifra de afaceri industrială; ian. pentru importuri

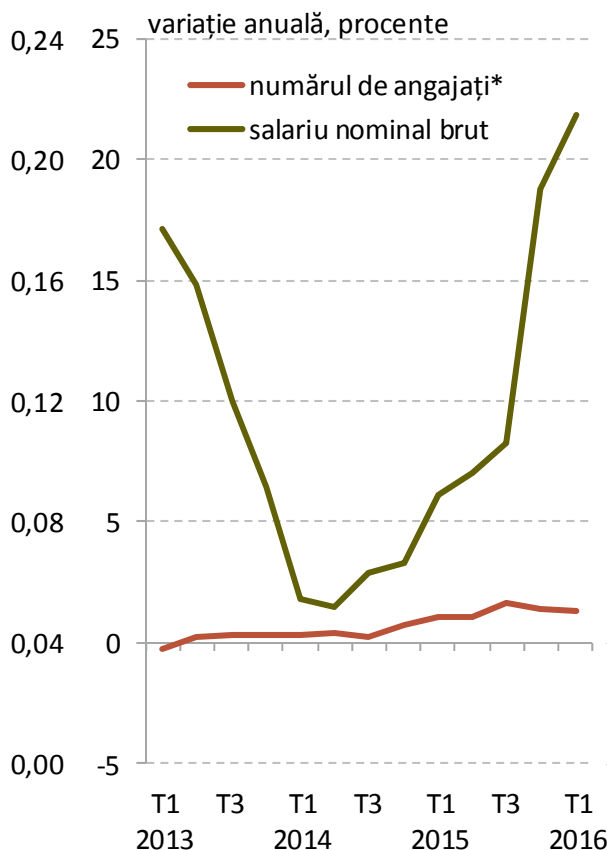
Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

# Eliminarea deficitului de cerere este semnalată nu doar de indicatorii de activitate, ci și de tendința de încordare a pieței muncii

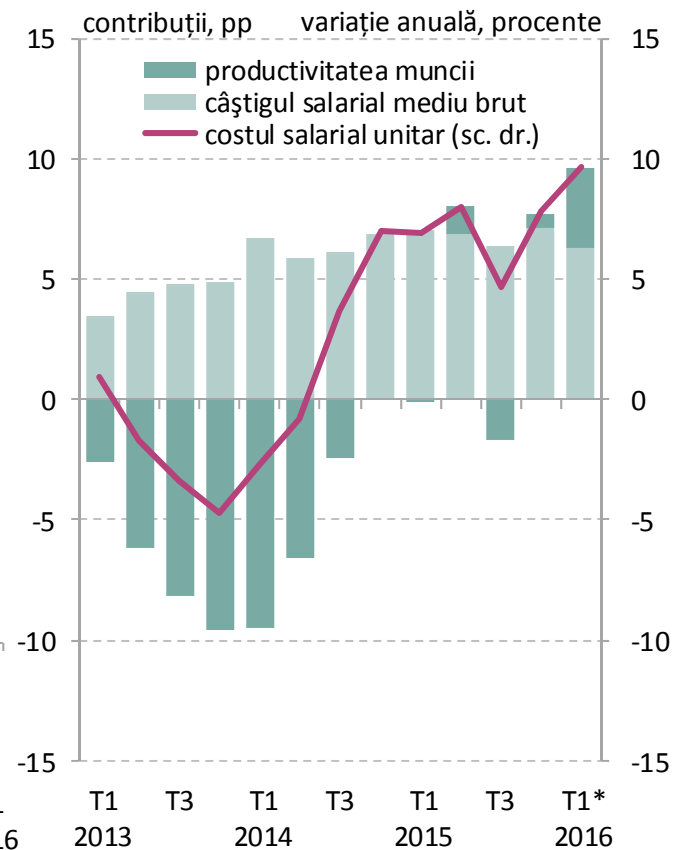
## Sector privat



## Sector bugetar



## Industrie



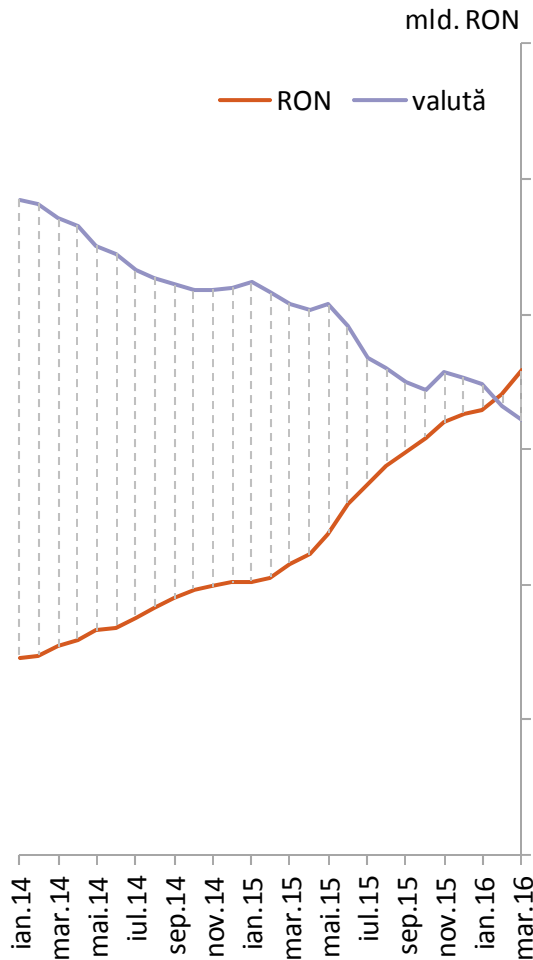
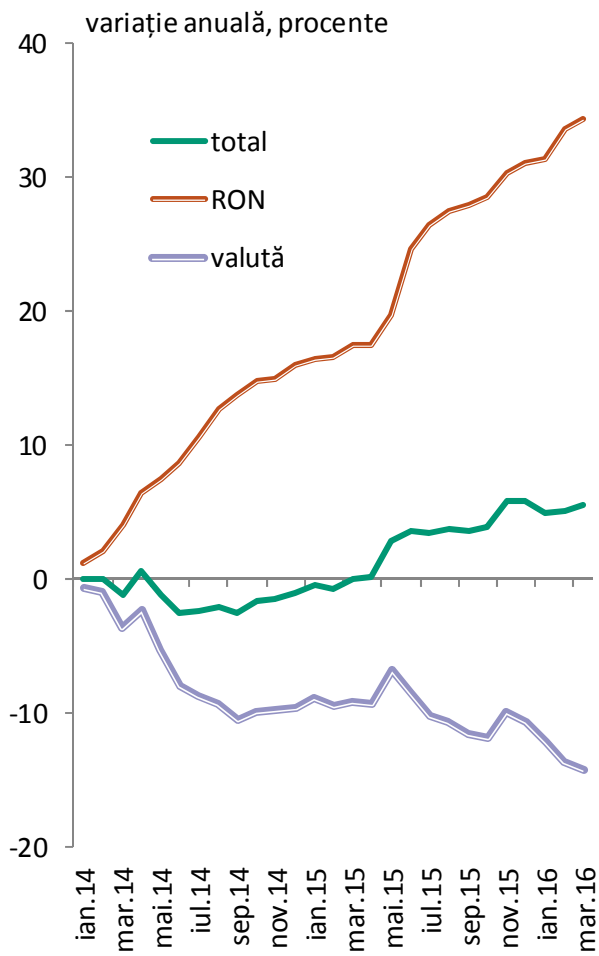
\*) ian. - feb.

\*\*\*) Calculat ca raport între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului, date ajustate sezonier.

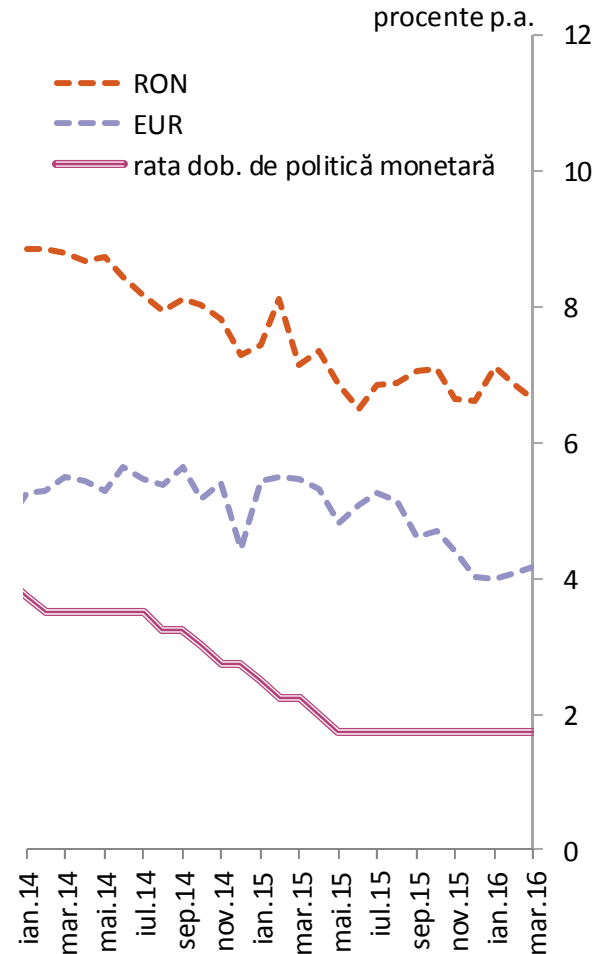
Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

# Creditul în lei acordat populației și-a accelerat ritmul de creștere, deținând în prezent ponderea majoritară în totalul împrumuturilor acordate

## Stocul creditelor acordate populației



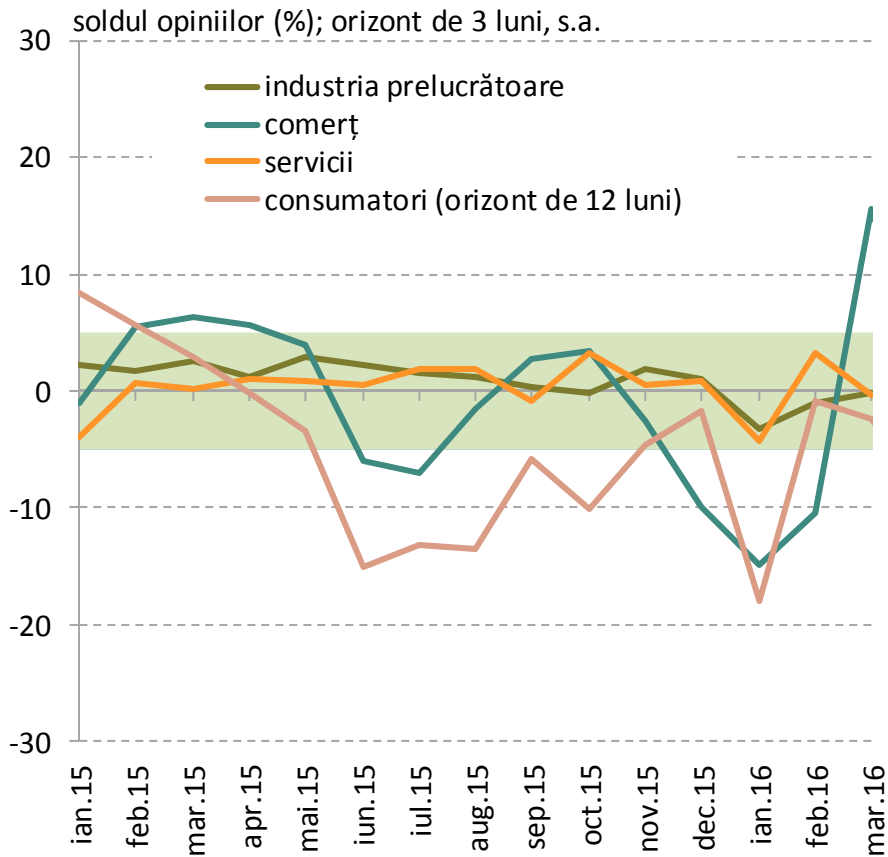
## Rata dobânzii la creditele noi acordate populației



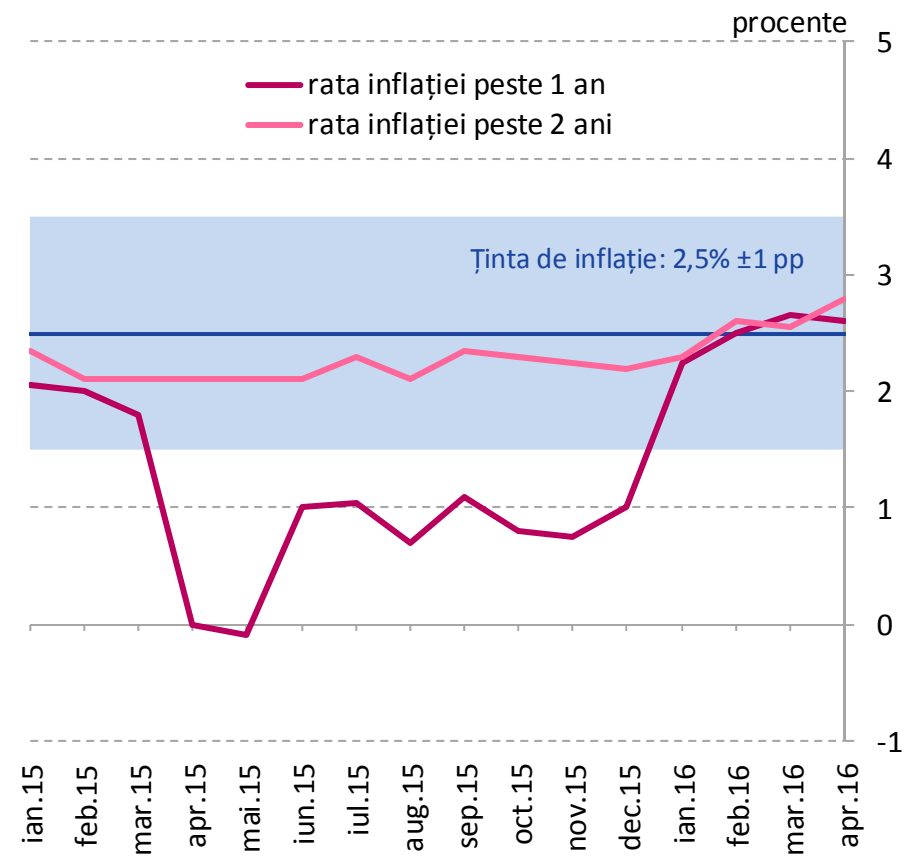
Sursa: BNR

# Reducerile succesive ale cotelor TVA nu au avut un impact persistent asupra anticipațiilor privind inflația ale agenților economici

## Așteptările operatorilor economici\*



## Așteptările analiștilor bancari



\*) Plasarea în interiorul benzii  $[\pm 5\%]$  indică o relativă stabilitate a prețurilor pe orizontul anticipațiilor

Sursa: Sondajul CE-DG ECFIN, sondajul BNR în rândul analiștilor bancari

## Proiecția ratei anuale a inflației IPC

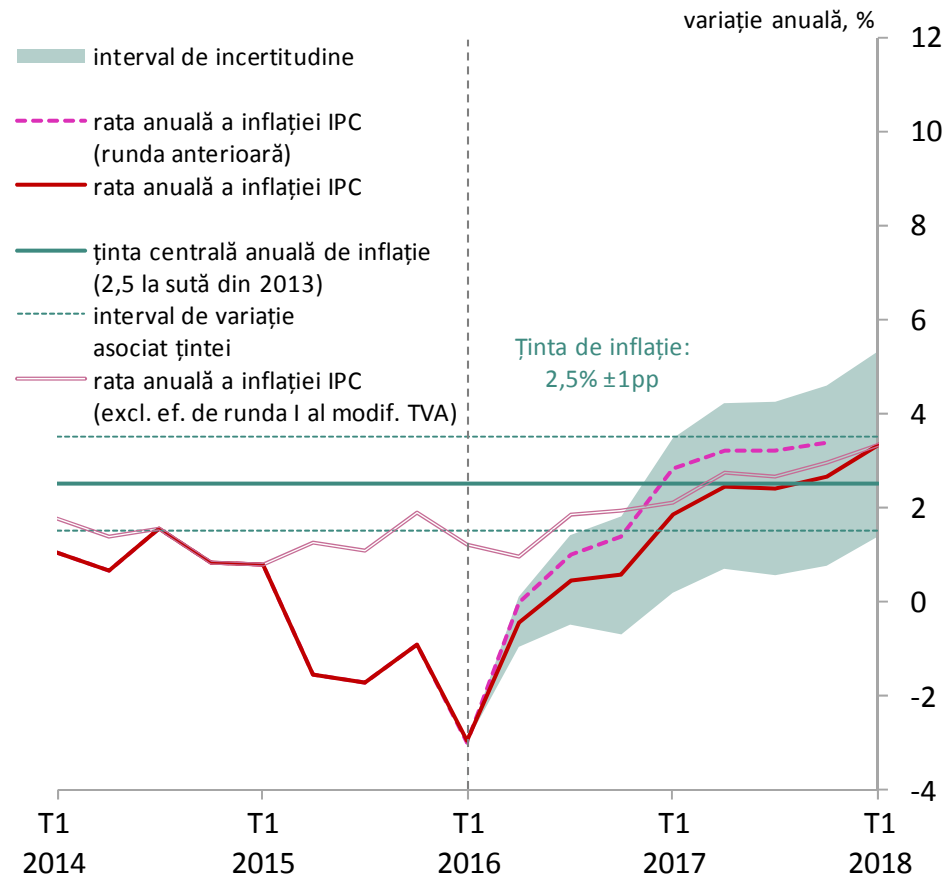
### □ Traietorie a ratei anuale a inflației IPC inferioară celei din RAI februarie 2016:

✓ Valori prognozate: **0,6 la sută** în 2016 (-0,8 pp) și **2,7 la sută** în 2017 (-0,7 pp)

✓ Revizuirii descendente datorate:

- Reducerilor recente ale prețurilor administrate pentru energie
- Revizuirii în jos a deviației PIB, ca urmare a efectelor probabile ale implementării *Legii privind darea în plată*
- Mediului extern persistent dezinflaționist (inflația din zona euro)

### □ Fără impactul de runda I al reducerilor cotei TVA, rata inflației ar atinge **1,9 la sută** în 2016 și **2,9 la sută** în 2017

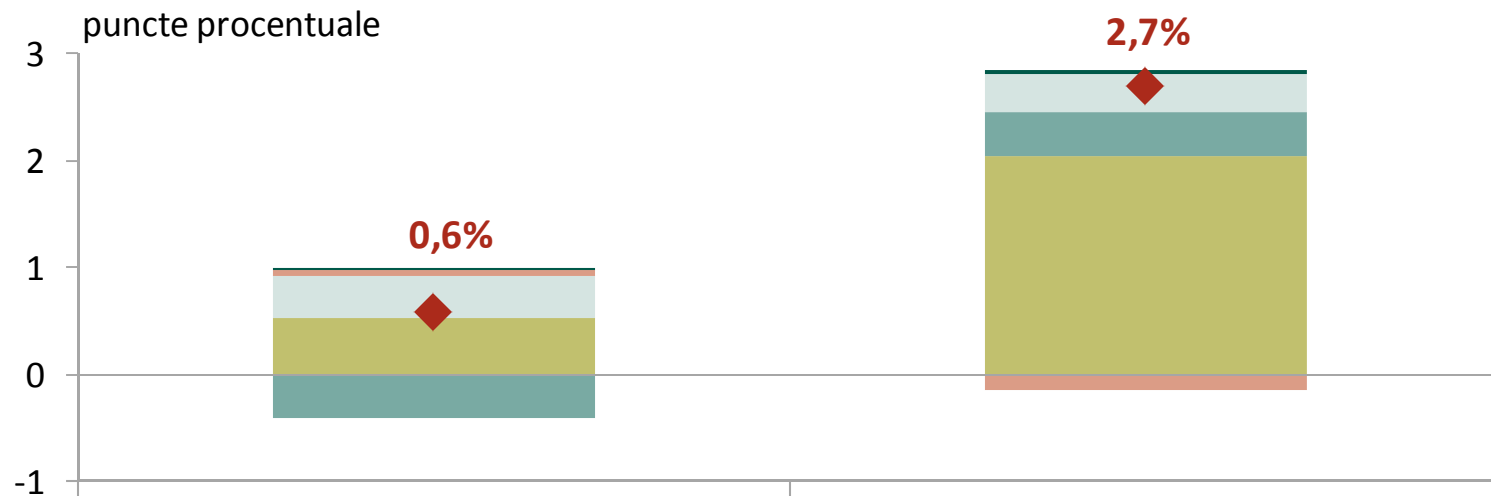


Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2015. Magnitudinea erorilor de prognoză este corelată pozitiv cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR



# Contribuția componentelor la proiecția ratei anuale a inflației – dec. an T/dec. an T-1 –



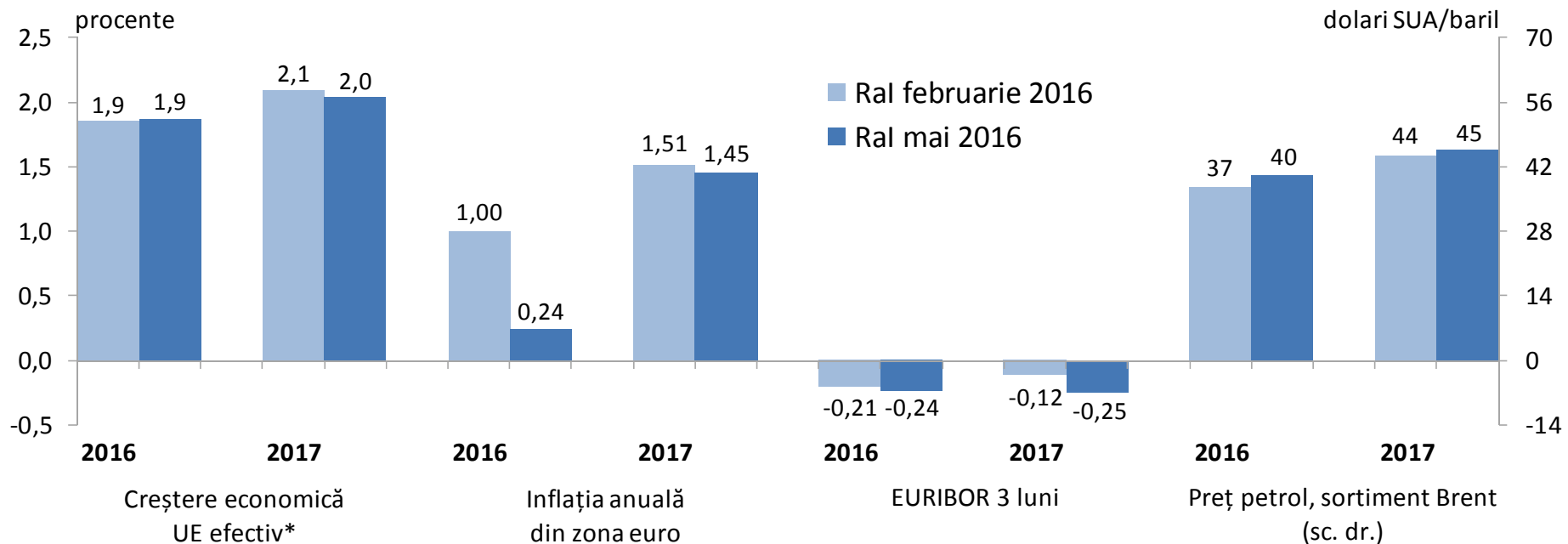
	2016	2017
■ produse din tutun și băuturi alcoolice	0,0	0,0
■ combustibili	0,1	-0,2
■ prețuri LFO	0,4	0,4
■ prețuri administrate	-0,4	0,4
■ CORE2 ajustat	0,5	2,0
◆ inflația IPC	0,6	2,7

Notă: Valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală.

Sursa: proiecții BNR

## Ipoteze externe ale proiecției

- ❑ Scenariul de evoluție a PIB UE efectiv\* prevede consolidarea graduală a cererii externe
- ❑ Rata anuală a inflației IAPC pentru zona euro este prognozată a se menține sub nivelul reper de 2 la sută, înregistrând o majorare treptată până la orizontul proiecției
- ❑ Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni se va situa la valori ușor negative pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție, pe fondul anticipării unui caracter persistent acomodativ al politicii monetare a BCE



\* Cererea externă este aproximată prin indicatorul PIB UE efectiv, calculat pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE.

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

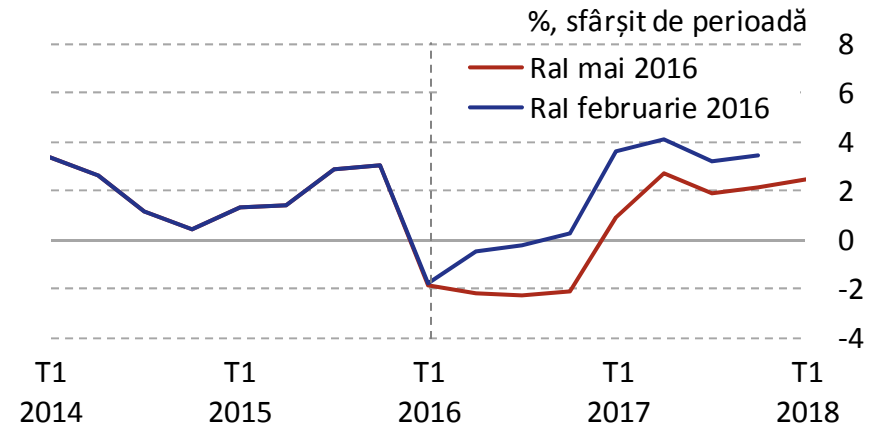
# Presiuni exogene asupra inflației

## □ Dinamica **prețurilor administrate**:

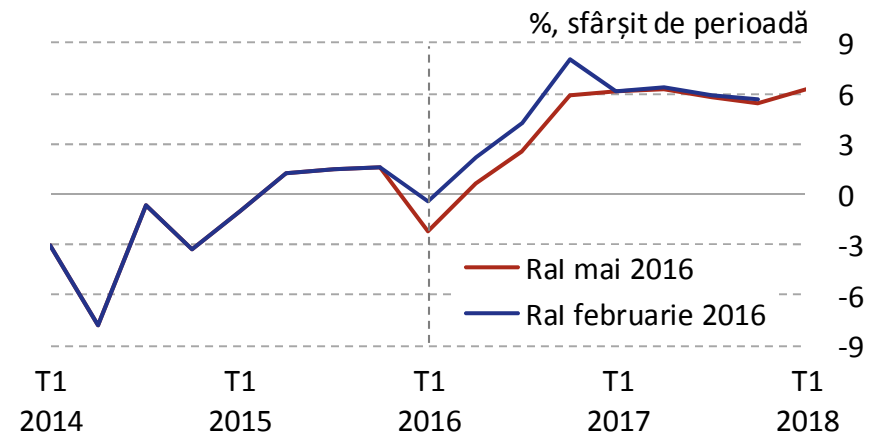
- ✓ Încorporează cele mai recente evoluții, cunoscute la momentul finalizării proiecției, ale acestor categorii de prețuri, precum și informațiile provenite de la autoritățile de profil
- ✓ Prognoza pentru anul în curs a fost revizuită în jos cu 2,4 puncte procentuale îndeosebi pe fondul reducerilor recente ale prețurilor administrate pentru energie

- Traectoria prețurilor volatile ale alimentelor este marcată în principal de epuizarea în luna iunie 2016 a efectului de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA la alimente, stabilizându-se la orizontul proiecției în jurul valorii de 6 la sută

### Variația anuală a prețurilor administrate



### Variația anuală a prețurilor alimentare volatile



Sursa: INS, proiecții BNR

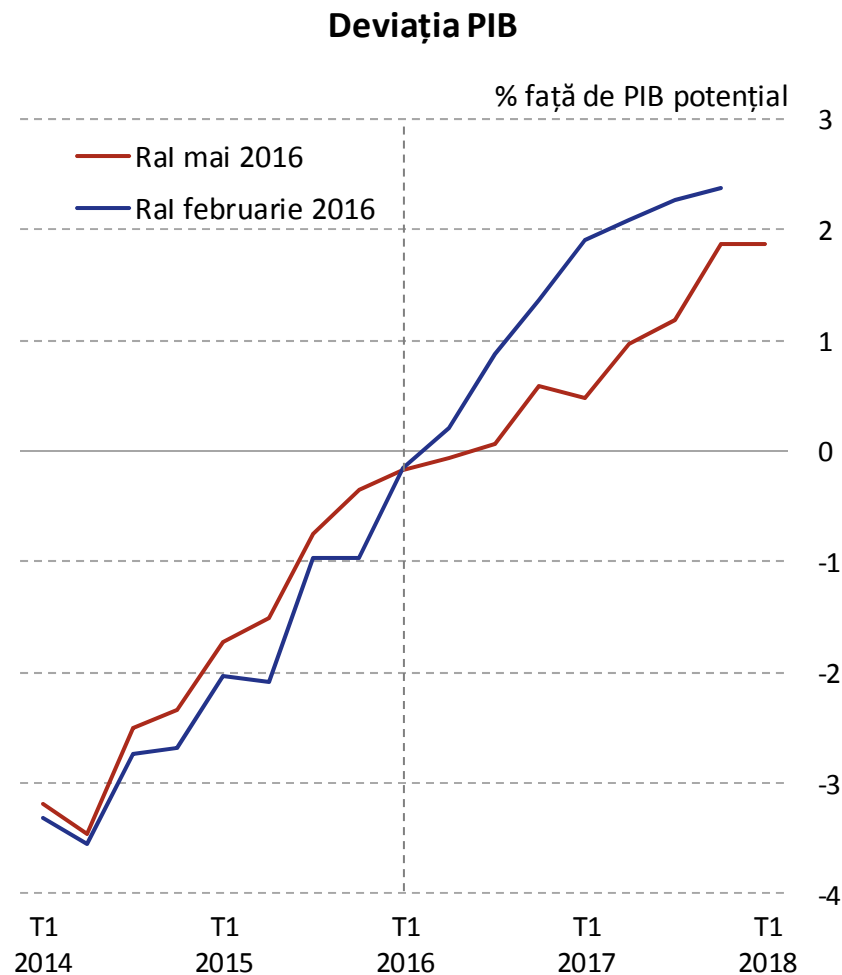
# Revizuirea proiecției deviației PIB

## – comparație cu runda anterioară de prognoză –

Factori	Sensul de acțiune asupra revizuirii deviației PIB*	
	2016	2017
Conduita politicii fiscale	↓	↓
Condițiile monetare reale în sens larg: adecvate asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, contribuind la realizarea unei creșteri economice sustenabile	↓	↓
Cererea externă	–	–
Implementarea Legii privind darea în plată**	↓	↓

\*) Săgețile orientate în jos semnifică influențe mai restrictive sau mai puțin stimulative asupra deviației PIB comparativ cu runda anterioară de prognoză.

\*\*) Impactul acestui factor asupra deviației PIB a fost inclus în scenariul de bază în această rundă de proiecție și este evaluat a fi restrictiv.



Sursa: estimări și proiecții BNR

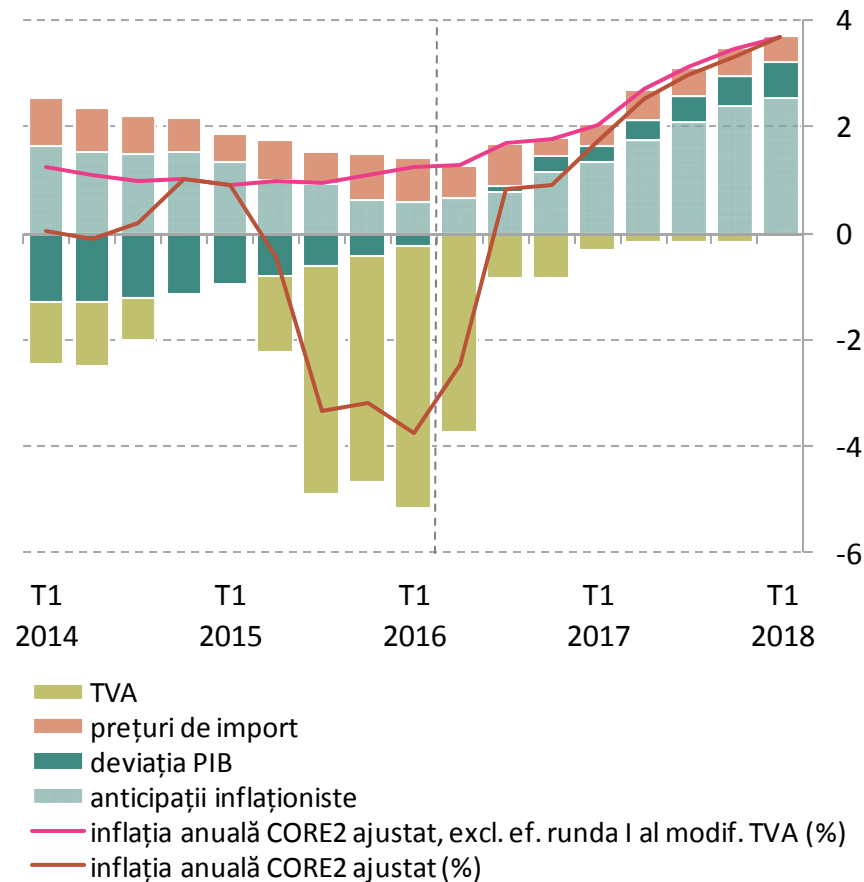
# Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat – determinanți –

□ Traectoria ratei inflației anuale CORE2 ajustat este marcată, pe de o parte, de reducerile succesive ale cotei TVA și, ulterior, de epuizarea efectelor statistice de runda întâi ale acestor reduceri, iar pe de altă parte, de intensificarea presiunilor inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali:

- ✓ Inversarea poziției ciclice a economiei în T3 2016, inclusiv pe fondul conduitei expansioniste a politicii fiscale, urmată de o amplificare a excedentului de cerere, concomitent cu o accelerare a dinamicii costurilor salariale unitare din economie
- ✓ Ajustarea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste\*, pe măsura disipării efectelor de runda întâi și a temperării celor de runda a doua ale reducerilor cotei TVA
- ✓ Creșterea treptată a prețurilor de import, pe fondul evoluției preconizate a prețurilor externe

\*) adaptive și anticipative

Contribuții la inflația anuală CORE2 ajustat (pp)



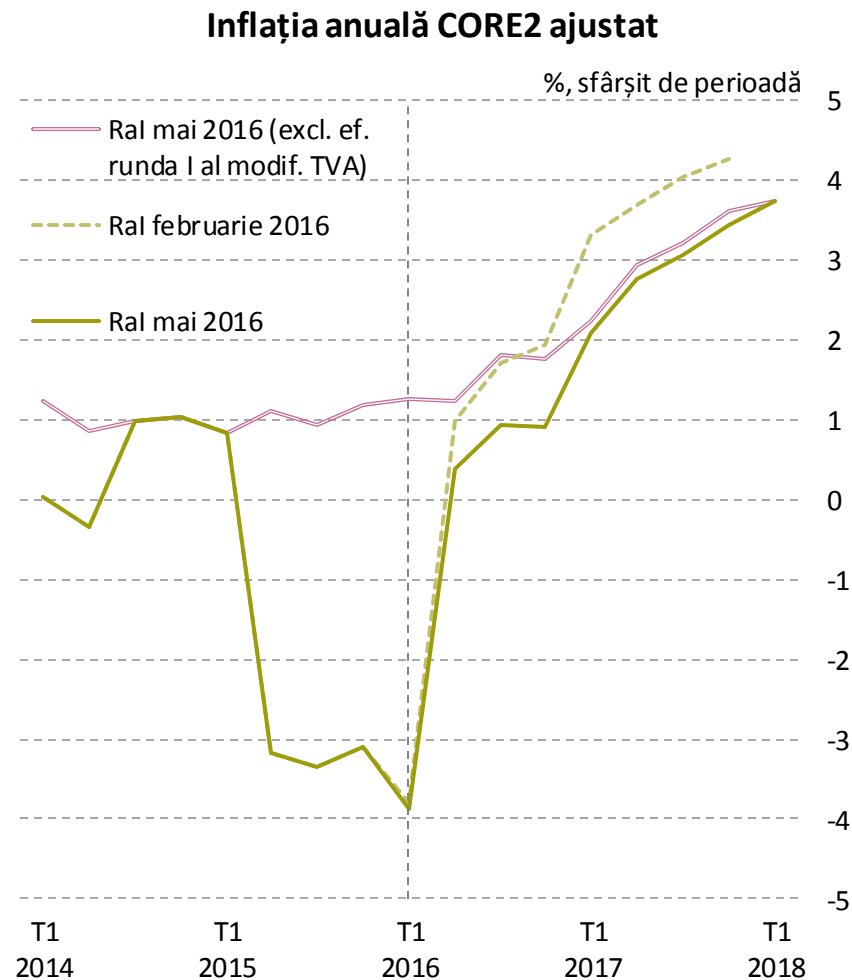
Notă: În grafic, inflația anuală CORE2 ajustat este calculată ca medie trimestrială, în concordanță cu determinanții săi modelați econometric.

Sursa: calcule BNR

# Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat – comparație cu runda anterioară de prognoză –

□ Inflația anuală CORE2 ajustat este prognozată pe o traiectorie inferioară celei din runda anterioară în contextul:

- ✓ Proiectării unor presiuni inflaționiste mai puțin accentuate din partea cererii agregate, inclusiv pe seama efectelor anticipate ale Legii privind darea în plată
- ✓ Reevaluării descendente a presiunilor inflaționiste provenind din partea prețurilor de import pe fondul unei dinamici semnificativ revizuite descendent a prețurilor externe



Sursa: INS, proiecții BNR

# Potențiale cauze de abatere a inflației de la traiectoria proiectată

Cauze	Balanța riscurilor referitoare la traiectoria inflației
<p><b>Coordonatele mediului extern:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– perspectivele de evoluție a zonei euro și a principalelor economii emergente, cu precădere China</li><li>– volatilitatea fluxurilor de capital adresate economiilor emergente, în contextul tensiunilor geopolitice globale, al ajustării conduitei politicii monetare a principalelor bănci centrale din lume, al potențialei ieșiri a Marii Britanii din UE, precum și al problemelor privind sustenabilitatea datoriei suverane a statului grec</li></ul>	Echilibrată, caracterizată de incertitudini ridicate
<p><b>Incertitudini privind mixul de politici macroeconomice interne:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– conduita politicii fiscale, în contextul incertitudinilor referitoare la impactul pe care măsurile de relaxare fiscală anunțate l-ar putea avea asupra echilibrelor macroeconomice</li><li>– politica veniturilor, prin prisma impactului pe care majorările salariale implementate la finele anului 2015, precum și posibilele creșteri suplimentare l-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor fiscali și asupra dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă</li><li>– impactul Legii privind darea în plată</li></ul>	În sus
<p><b>Prețurile materiilor prime pe piețele internaționale</b></p>	În jos
<p><b>Dinamica prețurilor administrate</b> (evaluări condiționate de posibile reconfigurări ale informațiilor provenite de la autoritățile de profil)</p>	În jos

## Hotărârile Consiliului de administrație al BNR\*

- ❑ Menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an
- ❑ Gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar
- ❑ Păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit

\*) ședința din 5 mai 2016



# Calendarul ședințelor Consiliului de administrație al BNR pe probleme de politică monetară

30 iunie 2016

4 august 2016\*

30 septembrie 2016

4 noiembrie 2016\*

6 ianuarie 2017

7 februarie 2017\*

*\*) discutarea și aprobarea Raportului trimestrial asupra inflației*

La încheierea conferinței de presă, următoarele materiale vor fi disponibile pe *website*-ul BNR ([www.bnr.ro](http://www.bnr.ro)):

- ❑ Versiunea integrală a Raportului asupra inflației – mai 2016 (limba română)
- ❑ Sinteza Raportului asupra inflației – mai 2016 (limba engleză)
- ❑ Versiunile e-PUB ale sintezei Raportului asupra inflației (limba română și limba engleză)
- ❑ Prezentarea Guvernatorului BNR (disponibilă și în format video la adresa [www.youtube.com/bnrro](http://www.youtube.com/bnrro))

# Țintirea directă a inflației: un deceniu de la adoptare

## *Pro memoria*

- ❑ Strategia de țintire directă a inflației a fost adoptată în România în august 2005
- ❑ Trecerea la această strategie a fost preanunțată în documente oficiale ale statului român – Programele Economice de Preaderare, începând cu 2001
- ❑ Noua strategie de politică monetară a presupus:
  - ✓ Conduită proactivă a politicii monetare (reacție în prezent la evoluții viitoare anticipate)
  - ✓ Transparență sporită a politicii monetare prin comunicarea către public a obiectivelor, a deciziilor adoptate, a rațiunilor care le-au determinat

## Caracteristicile strategiei, anunțate public încă de la adoptare (2005)

- ❑ Țintă definită în termeni de IPC
- ❑ Țintă centrală cu interval de variație
- ❑ Țintă anuală cu perspectivă multianuală
- ❑ Stabilirea țăintelor prin consultare cu guvernul
- ❑ Definirea *ex ante* a unor clauze de exonerare care condiționează responsabilitatea BNR în a atinge țintele de inflație

# Stabilirea țintelor

- Țintele de inflație au fost stabilite prin consultare cu guvernul și oficializate în programele de convergență ale României (aprobate în ședință de guvern)
  - ✓ De exemplu, ținta staționară multianuală curentă de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual a fost preanunțată în Programul de convergență 2011-2014:

*„Politica monetară va rămâne ferm orientată în direcția atingerii țăintelor de inflație stabilite de BNR împreună cu guvernul și implicit a reducerii durabile a ratei inflației pe termen mediu spre niveluri compatibile cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de BCE. Un sprijin în acest sens este de așteptat să-l ofere adoptarea începând cu anul 2013 a unei ținte staționare multianuale de inflație, situată la nivelul de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual”*

- Țintele au figurat, de altfel, și în documentele semnate de statul român în contextul derulării acordurilor de finanțare sau precauționare cu UE-FMI-IFI

# Transparența deciziilor de politică monetară

## □ Asigurată prin:

- ✓ Publicarea calendarului ședințelor CA dedicate politicii monetare
- ✓ Publicarea de comunicate de presă și prezentarea acestora de către Guvernatorul BNR în cadrul unor briefing-uri de presă, după fiecare ședință de acest tip a CA
- ✓ Publicarea datelor folosite în analizele de politică monetară
- ✓ Prezentarea de către Guvernatorul BNR, în cadrul unei conferințe de presă, a Raportului asupra inflației, publicat trimestrial
  - Raportul prezintă prognozele macroeconomice, argumentează deciziile de politică monetară și explică evoluția inflației în raport cu ținta și cauzele eventualelor devieri temporare de la țintă
  - După prezentarea publică, raportul este transmis principalelor instituții ale statului (Președinție, Parlament, Guvern)
- ✓ Prezentarea publică a cadrului de politică monetară prin organizarea periodică de conferințe

## Publicarea minutelor ședințelor CA

- ❑ Publicarea transcriptului ședințelor forului care ia decizii în domeniul politicii monetare nu este deloc o practică larg răspândită la nivel european
- ❑ În general, băncile centrale care publică minute (în decurs de cel mult o lună) o fac sub forma rezumatelor, fără nominalizarea intervențiilor
  - ✓ Este și cazul BCE, care a adoptat această practică abia în 2015
- ❑ În cazul BNR, decizia de politică monetară este motivată
  - ✓ Într-o formă restrânsă, în cadrul comunicatului de presă
  - ✓ În formă argumentată și detaliată, în cadrul Raportului asupra inflației și al prezentării publice susținute de Guvernator la lansarea acestuia
    - Subcapitolul „Evaluarea de politică monetară” din Raportul asupra inflației este aproape similar – din perspectiva conținutului – minuterelor publicate de unele bănci centrale



## Publicarea minutelor ședințelor CA (2)

Publicare			
	Minuta (rezumatul discuțiilor)	Transcript	Voturi
BCE	Da (fără nominalizare)	Nu	Nu
FED	Da (cu nominalizare)	Da	Da
Banca Angliei	Da (fără nominalizare)	Nu	Da
Banca Israelului	Da (fără nominalizare)	Nu	Nu
Banca Națională a Poloniei	Da (fără nominalizare)	Nu	Da

# Clauzele de exonerare

- ❑ Definirea *ex ante* a unui set restrâns de circumstanțe excepționale, independente de influența politicii monetare, care condiționează responsabilitatea băncii centrale pentru atingerea țintei figurează în cadrul de țintire a inflației al mai multor bănci centrale
  - ✓ Exemple: Noua Zeelandă, Canada, Republica Cehă
  
- ❑ În cazul României, clauzele de exonerare se referă la:
  - ✓ Creșteri/scăderi substanțiale ale prețurilor externe ale materiilor prime, surselor de energie și ale altor bunuri
  - ✓ Calamități naturale sau alte evenimente extraordinare asimilate, cu impact inflaționist prin intermediul costurilor și al cererii, inclusiv modificări imprevizibile ale pieței produselor agricole
  - ✓ Fluctuații ample ale cursului de schimb al leului datorate unor cauze aflate în afara fundamentelor economice interne și a implementării politicii monetare a BNR
  - ✓ Abateri majore ale prețurilor administrate de la programul de corecții anunțat de guvern atât în ceea ce privește amplitudinea acestora, cât și respectarea calendarului de aplicare propus
  - ✓ Abaterea de la program a implementării și a rezultatelor politicii fiscale și a celei a veniturilor

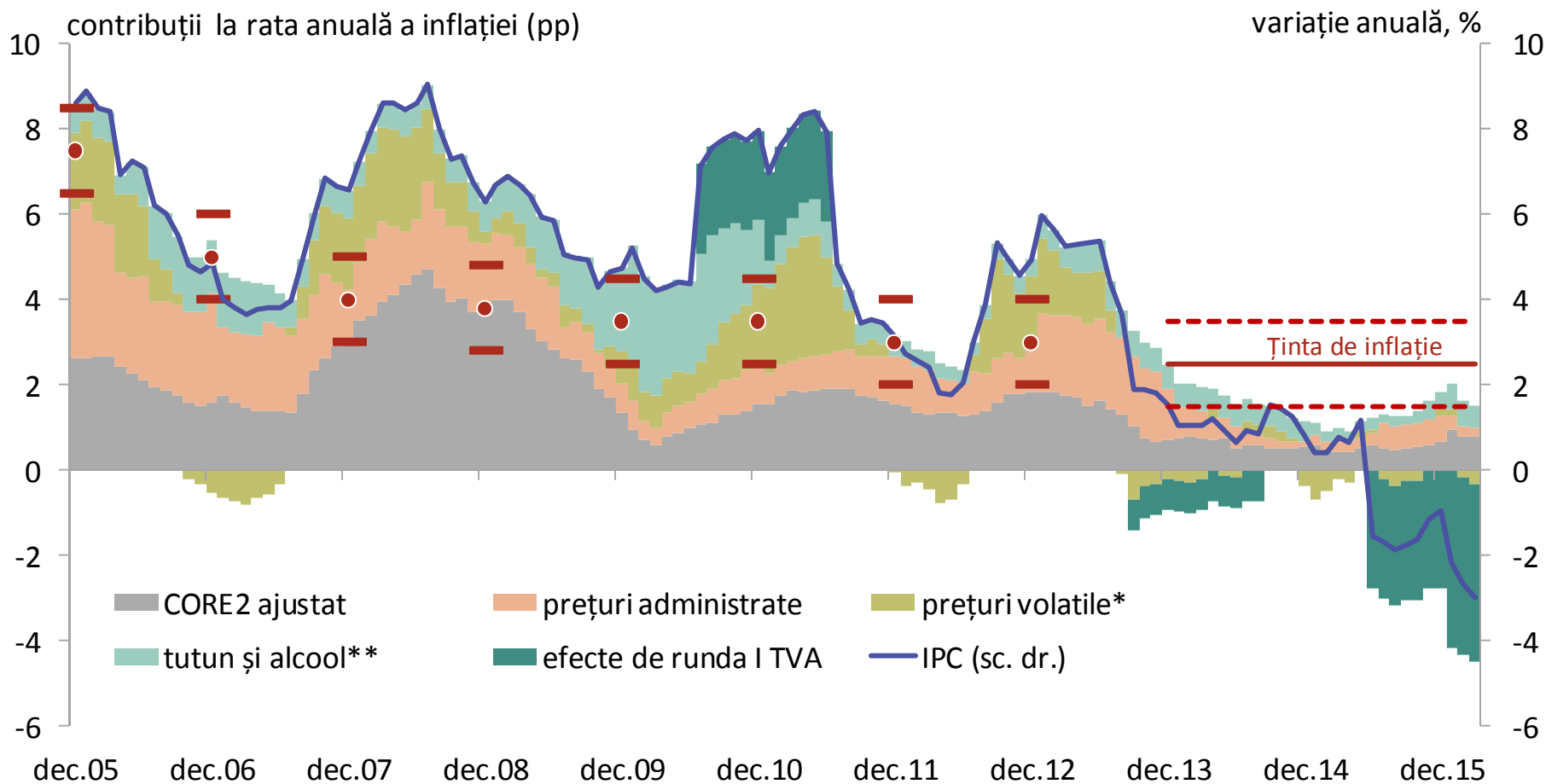
# De ce sunt necesare clauzele de exonerare?

- ❑ Acțiunea politicii monetare asupra inflației este mijlocită de influența exercitată asupra cererii agregate și așteptărilor publicului privind inflația

## DAR

- ❑ Inflația poate fi afectată temporar de șocuri de natura ofertei
  - ✓ Exemple: fluctuații ample ale prețurilor materiilor prime agricole sau energetice, modificări ale impozitelor indirecte (TVA, accize)
- ❑ Răspunsul potrivit al politicii monetare la astfel de șocuri este acomodarea **efectelor directe**, o tentativă de contracarare fiind nu doar ineficace, ci chiar contraproductivă
  - ✓ Forțarea unei corecții rapide a deviației de la țintă a ratei inflației prin combaterea efectelor directe ar presupune mișcări bruște și ample ale instrumentelor de politică monetară ➔ destabilizarea economiei reale ➔ noi deviații pe termen mediu ale inflației de la țintă ➔ este preferabilă acceptarea unor abateri temporare ale inflației de la țintă
  - ✓ O reacție de contracarare este justificată doar în cazul unui risc semnificativ de dezancorare a anticipațiilor privind inflația pe termen mediu, care ar genera **efecte secundare** prin modificarea comportamentului de stabilire a prețurilor și salariilor

# Influența șocurilor exogene asupra ratei inflației



\*) Combustibili, legume, fructe, ouă

\*\*\*) Prețuri afectate de modificări ample ale accizelor

Sursa: INS, calcule BNR