

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

noiembrie 2015

Anul XI, nr. 42

Raport asupra inflației

Noiembrie 2015

NOTĂ

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 noiembrie 2015, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 27 octombrie 2015.

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

Cuprins

SINTEZĂ	7
<hr/>	
1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	13
<hr/>	
2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	16
<hr/>	
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	18
2. Prețurile de import și prețurile de producție	21
2.1. Prețuri de import	21
2.2. Prețuri de producție	22
<hr/>	
3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	24
<hr/>	
1. Politica monetară	24
2. Piețe financiare și evoluții monetare	26
2.1. Ratele dobânzilor	26
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	28
2.3. Moneda și creditul	29
<hr/>	
4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	32
<hr/>	
1. Scenariul de bază	32
1.1. Ipoteze externe	32
1.2. Perspectivele inflației	33
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	37
1.4. Riscuri asociate proiecției	42
2. Evaluarea de politică monetară	43
<hr/>	
Abrevieri	47
Lista tabelor din text	48
Lista graficelor din text	48

SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Pe parcursul trimestrului III 2015, rata anuală a inflației IPC a continuat să coboare în teritoriu negativ, plasându-se în luna septembrie la nivelul de -1,7 la sută, cu 0,2 puncte procentuale sub valoarea de la finele trimestrului anterior, menținându-se astfel sub limita inferioară a intervalului de variație al țintei staționare de inflație (2,5 la sută \pm 1 punct procentual). Rata inflației s-a situat la valori negative cu începere din luna iunie, sub impactul extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică. Rata medie anuală a inflației IAPC¹ a coborât în septembrie 2015 la valoarea de 0,2 la sută, semnificativ sub nivelul de la finele trimestrului precedent (1 la sută).

Accentuarea ușoară a valorii negative a ratei anuale a inflației IPC în trimestrul III s-a datorat în mare măsură continuării declinului cotațiilor țigeteiului pe piețele internaționale, care au atins în luna august nivelul minim postcriză. Influențe de același sens au provenit din partea evoluției prețurilor incluse în indicele CORE2 ajustat² și a diminuării dinamicii prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice.

Extinderea cotei reduse a TVA la mărfurile alimentare a condus în luna iunie la coborârea abruptă a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat la nivelul de -3,2 la sută³. Rata inflației de bază s-a redus în continuare în trimestrul III, atingând -3,4 la sută în septembrie.

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.

³ Ponderele mărfurilor alimentare în coșul de consum asociat inflației de bază este de aproximativ 50 la sută.

La aceasta au contribuit decelerarea semnificativă a creșterii anuale a prețurilor de import, inclusiv pe seama atenuării deprecierii în termeni anuali a monedei naționale față de euro și dolarul SUA, precum și nivelurile scăzute ale anticipațiilor privind inflația, afectate de perceperea efectelor temporare ale reducerii cotei TVA. În același timp, restrângerea deficitului de cerere a semnalat slăbirea presiunilor dezinflaționiste provenind din partea poziționării ciclice a economiei.

Impactul dezinflaționist al factorilor menționați a fost atenuat de accelerarea în trimestrul III a creșterii prețurilor administrate, cu precădere pe seama majorării în luna iulie a prețului gazelor naturale.

Rata anuală a inflației IPC înregistrate la sfârșitul trimestrului III s-a situat cu 0,7 puncte procentuale sub nivelul prognozat în Raportul asupra inflației din luna august. Eroarea de prognoză este explicată în principal de scăderea peste așteptări a cotațiilor țigeteiului.

După ritmurile rapide înregistrate în trimestrele IV 2014 – II 2015, creșterea anuală a costurilor salariale unitare în industrie a decelerat în perioada iulie-august, cu precădere pe seama redresării productivității muncii. Dinamica salariilor brute în cadrul sectorului a rămas însă alertă, încetinind doar ușor față de trimestrul II.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 4 august 2015, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an, având în vedere reconfigurarea perspectivelor macroeconomice relevantă de

actualizarea proiecției trimestriale. Comparativ cu evaluarea anterioară, aceasta indica o revizuire substanțială a traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației ca urmare a încorporării impactului anticipat al măsurilor fiscale adoptate de Parlament și aflate, la data finalizării prognozei, în procedură de reexaminare. Între aceste măsuri, un impact semnificativ asupra revizuirii provenea din partea preconizatei reduceri a cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută de la 1 ianuarie 2016. Ca urmare a suprapunerii acestui impact celui al reducerii de la 1 iunie 2015 a cotei TVA pentru toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică de la 24 la sută la 9 la sută, noua prognoză prevedea menținerea ratei anuale a inflației, până la începutul anului 2017, sub limita de jos a intervalului țintei, pentru primele trei trimestre ale perioadei de referință anticipându-se valori negative.

În analiza efectuată, Consiliul de administrație a apreciat că una dintre consecințele accentuării pe termen scurt a impactului dezinflaționist tranzitoriu al măsurilor fiscale menționate era cea de ecranare a acumulării unor presiuni inflaționiste pe termen mediu, în condițiile închiderii mai rapide a deficitului de cerere agregată, anticipat a fi succedată de creșterea graduală a unui excedent de cerere, și ale majorării costurilor unitare cu forța de muncă. Riscurile la adresa proiecției erau generate atât de evoluțiile mediului extern, cât și de cele de pe plan intern, în principal de incertitudinile privind politicile economice și perspectiva relațiilor cu instituțiile internaționale.

Ulterior deciziei de la începutul lunii august, datele statistice aferente sfârșitului lunii au relevat continuarea coborârii ratei anuale a inflației în teritoriu negativ pe seama scăderii prețurilor volatile ale combustibililor și produselor alimentare. Evoluția a avut loc în paralel cu o relativă temperare a ritmului de creștere economică, inclusiv ca urmare a unor performanțe mai slabe ale agriculturii, dar și cu un avans consistent al costurilor salariale unitare în industrie. De asemenea, noul Cod fiscal a fost aprobat la începutul lunii septembrie într-o formă care diferă de cea utilizată în fundamentarea

scenariului de bază al proiecției din luna august prin amânarea pentru anul 2017 a unor măsuri prevăzute inițial a se aplica integral în 2016.

În acest context, reevaluarea perspectivelor inflației indica prelungirea efectelor dezinflaționiste temporare ale factorilor de natura ofertei (impactul reducerii cotei TVA, evoluția prețurilor combustibililor etc.). În ședința din 30 septembrie 2015, Consiliul de administrație al BNR a reiterat evaluarea conform căreia aceste perspective pe termen scurt ecranează acumularea unor presiuni inflaționiste pe termen mediu, având ca sursă perspectivele încă incerte ale conduitei politicii fiscale și ale corelației dintre dinamica salariilor și cea a productivității muncii, precum și evoluțiile pe plan global, de natură să afecteze percepția investitorilor asupra economiei românești. Ca urmare, Consiliul de administrație al BNR a luat decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Evoluția prețurilor de consum din perioada recentă și de pe parcursul intervalului de prognoză este afectată semnificativ de măsurile fiscale cu privire la reducerea succesivă a impozitelor indirecte, fiecare dintre acestea având însă un efect de runda întâi asupra ratei anuale a inflației cu durată limitată la un an de la implementare. Între aceste măsuri, efecte cumulate de cea mai mare amploare sunt generate de reducerea cotei standard a TVA de la 24 la 19 la sută în două etape și de extinderea sferei de aplicabilitate a celei reduse, de 9 la sută, pentru unele categorii de bunuri și servicii. Față de prevederile variantei Codului fiscal avute în vedere la elaborarea prognozei inflației din luna august, modificările ulterioare cu impact semnificativ – alături de alte influențe – asupra revizuirii proiecției în runda curentă sunt: amânarea cu un an (de la 1 ianuarie 2016 pentru 1 ianuarie 2017) atât a aplicării unui punct procentual de reducere a cotei standard a TVA, cât și a eliminării accizei speciale la combustibili, precum și extinderea cotei reduse a TVA la serviciile de livrare a apei potabile.

În scenariul de bază curent, rata anuală a inflației IPC este prognozată la valori negative până în luna mai 2016, urmând a reveni ulterior la valori pozitive, anticipate a se re poziționa în interiorul intervalului țintei începând din ianuarie 2017, până la orizontul proiecției, când va atinge nivelul de 2,8 la sută. În același timp, rata anuală a inflației IPC, recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA, este proiectată la valoarea de 2,1 la sută și de 2,7 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016. Această măsură alternativă a ratei inflației exclude șocurile cu impact tranzitoriu ale măsurilor fiscale menționate, punând, astfel, mai bine în evidență presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali ce se manifestă în economie.

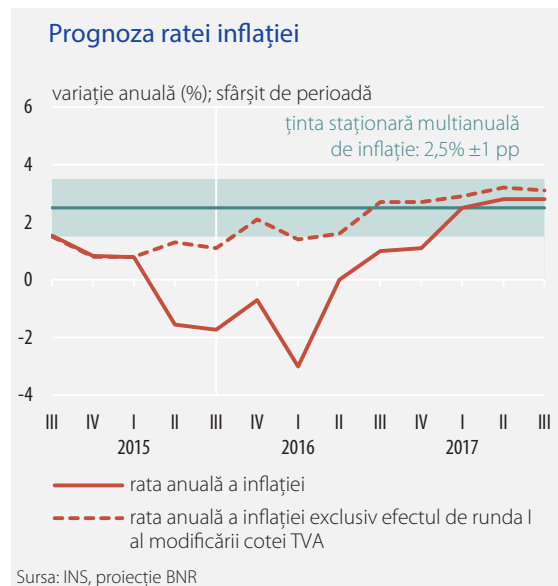
Scenariul de bază prevede consolidarea creșterii economice în anul 2015, în pofida unei producții agricole sub media pe termen lung, și o accelerare semnificativă în 2016, sub impactul evoluției alerte a cererii interne, pe seama creșterii susținute a consumului și a redresării anticipate a investițiilor. Principala sursă a creșterii consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este majorarea așteptată a venitului disponibil real al acestora, impulsionată de ansamblul măsurilor de relaxare fiscală implementate și de cele anunțate, precum și de creșterile câștigurilor salariale deja produse și de cele programate pentru intervalul de referință. Formarea brută de capital fix va avea, de asemenea, un aport pozitiv la creșterea economică, în principal pe seama revigorării activității investiționale a sectorului privat, anticipată a fi susținută de dinamizarea treptată a activității economice în țările partenere externe ale României, de continuarea eforturilor de absorbție a fondurilor europene, avută în vedere ca ipoteză în scenariul de bază, la care se adaugă efectele cu potențial de antrenare din partea măsurilor fiscale anunțate recent (e.g. reducerea impozitului pe dividende). Atât consumul, cât și investițiile vor beneficia de un set stimulativ al condițiilor monetare reale pe întreg intervalul de referință, inclusiv ca efect al propagării impactului reducerilor anterioare succesive ale ratei dobânzii de politică monetară asupra evoluției ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit.

Dat fiind avansul semnificativ al cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a fi mai alertă decât cea a exporturilor, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB fiind proiectată a deveni negativă pe intervalul de prognoză. Această evoluție implică proiectarea unei creșteri a ponderii deficitului de cont curent în PIB de la minimele istorice înregistrate recent către niveluri în apropierea valorii de 2 la sută pe termen mediu. 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 ponderii fluxurilor generatoare *versus* non-generatoare de noi datorii. Cu toate acestea, redeschiderea acestuia pe seama majorării deficitului bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse la adresa echilibrului macroeconomice interne pe termen mediu.

Prognoza curentă prevede eliminarea graduală a deficitului de cerere și acumularea, pe parcursul anului 2016, a unui exces de cerere în creștere treptată până la orizontul proiecției. Față de runda din august 2015, aceasta implică presiuni dezinflaționiste mai accentuate în prima jumătate a intervalului de prognoză și mai accentuat inflaționiste pe restul intervalului. Pornind de la cele mai recente valori ale deviației PIB, la reevaluarea acesteia au contribuit: efectul mai stimulativ al componentei discreționare a politicii fiscale în a doua parte a intervalului de prognoză, influența ușor mai puțin stimulativă a condițiilor monetare reale pe cea mai mare parte a perioadei de referință și poziționarea ciclică ușor mai favorabilă a cererii externe efective (susținută de conduita politicii monetare a BCE).

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC se va plasa la -0,7 la sută la sfârșitul anului 2015 și la 1,1 la sută la finele anului 2016, niveluri situate cu 0,4 puncte procentuale sub și, respectiv, peste cele din Raportul asupra inflației precedent. Pentru anul curent, se anticipează o contribuție mai redusă din partea indicelui CORE2 ajustat, a prețurilor combustibililor și ale celor ale LFO. Pentru 2016, valorile mai ridicate prognozate pentru a doua parte

a anului au drept sursă proiectarea unor creșteri mai rapide ale prețurilor incluse în indicele CORE2 ajustat și ale prețurilor combustibililor.



Traectoria ratei anuale a inflației IPC se plasează pe cea mai mare parte a intervalului de referință sub cea din prognoza precedentă, cu excepția trimestrelor III și IV 2016. Reducerea în două etape a cotei TVA incluse în varianta finală a Codului fiscal, urmând a fi aplicată de la 1 ianuarie 2016 și, respectiv, 1 ianuarie 2017, este anticipată a avea un impact semnificativ asupra prețurilor tuturor componentelor coșului de consum, cu excepția celor aferente segmentului mărfurilor alimentare, care au fost deja afectate de extinderea cotei reduse a TVA la alimente de la 1 iunie 2015. Efectele de runda întâi ale acestor măsuri sunt, așa cum s-a menționat, tranzitorii; efectele de runda a doua, anticipate a fi relativ moderate, se vor disipa treptat, urmând a se epuiza după orizontul proiecției.

Rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat va înregistra valori negative până în mai 2016, după care se va re poziționa la valori pozitive, atât ca urmare a epuizării efectelor statistice ale măsurii cu privire la extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA adoptate la 1 iunie 2015, cât și a acumulării treptate a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. Dintre aceștia, o influență semnificativă va avea evoluția proiectată a deviației PIB, inclusiv schimbarea de semn (de la

negativ la pozitiv) a acestora în cursul anului viitor. La aceasta vor contribui: conduita expansionistă a politicii fiscale și a celei a veniturilor (reducerea impozitelor indirecte, cu impact asupra veniturilor reale ale gospodăriilor; majorări ale salariului minim pe economie și ale salariilor din sectorul bugetar, implicând creșteri anticipate a fi superioare pe ansamblul economiei celei a productivității muncii), precum și condițiile monetare reale cu caracter stimulativ asupra activității pe întreg intervalul de referință, inclusiv ca urmare a propagării efectelor reducerilor succesive anterioare ale ratei dobânzii de politică monetară. Alte presiuni de creștere a inflației de bază sunt anticipate pe seama revenirii până la orizontul proiecției a așteptărilor privind inflația la niveluri mai apropiate de punctul central al țintei de inflație și a unei dinamici ușor ascendente a prețurilor de import.

În aceste condiții, rata anuală a inflației de bază se va situa la finele anilor 2015 și 2016 la -3,3 și, respectiv, 1,3 la sută. Cu începere din ianuarie 2017, când efectul de runda întâi al reducerii cotei standard a TVA de la 1 ianuarie 2016 va fi eliminat din rata anuală CORE2 ajustat, aceasta va reveni în intervalul țintei de inflație, urcând până la orizontul proiecției la nivelul de 3,4 la sută. Măsura alternativă a ratei anuale a inflației de bază din care au fost excluse efectele de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA indică plasarea acestora la 0,9 la sută la finele anului 2015, la 2,1 la sută la sfârșitul anului 2016 și la 3,6 la sută la orizontul proiecției.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august 2015, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și în sus cu 0,2 puncte procentuale la finalul celui viitor. Pentru anul 2015, această reevaluare este în principal rezultatul înregistrării în trimestrul III 2015 a unor valori inferioare celor prevăzute în scenariul de bază anterior. Pentru anul 2016, revizuirea în sus se datorează cu precădere reducerii într-o mai mică măsură (la 20 la sută în ultima variantă a Codului fiscal față de 19 la sută) a cotei standard a TVA și dinamicii mai alerte a cererii agregate.

Contribuția cumulată a componentelor IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare (prețurile administrate, cele volatile și cele ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice) a fost revizuită cu 0,3 puncte procentuale în jos și cu 0,2 puncte procentuale în sus pentru finele anilor 2015 și, respectiv, 2016, în principal pe seama reconfigurării scenariului de evoluție a prețurilor combustibililor.

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

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

Pe plan intern, procesul de numire a unui nou guvern accentuează incertitudinile legate de implementarea consecventă a mixului de politici macroeconomice și a reformelor structurale necesare pentru menținerea macrostabilității și asigurarea unei creșteri economice durabile. Din această perspectivă, riscurile sunt asociate, pe de o parte, posibilității ca efectele ansamblului de măsuri fiscale implementate și programate să difere de cele evaluate în cadrul scenariului de bază curent. Pe de altă parte, sunt semnificative incertitudinile privind unele aspecte legate de conduita viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor, mai ales având în vedere că bugetul pentru anul 2016 este încă neconfigurat. O relevanță deosebită este atribuită implicațiilor pe care posibilele majorări salariale prevăzute în proiectul Legii salarizării în sectorul bugetar le-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor fiscali, inclusiv din perspectiva țăntelor asumate de România în cadrul tratatelor europene de guvernare fiscală. Coroborată cu posibile întârzieri în realizarea reformelor structurale și a investițiilor publice, evoluția ar putea avea drept consecințe diminuarea

fluxurilor de capital adresate pieței interne, deteriorarea competitivității economiei naționale și a potențialului de creștere al acesteia. Materializarea acestor riscuri ar induce abateri semnificative de la coordonatele scenariului de bază, cel mai probabil cu efect net inflaționist.

În ciuda unei recente atenuări a tensiunilor globale, mediul extern continuă să reprezinte o sursă importantă de incertitudini, relevante pentru runda curentă fiind perspectivele de evoluție a zonei euro și a principalelor economii emergente – cu precădere China, având în vedere tendința de încetinire a creșterii economice din această țară –, modul de gestionare a crizei datoriei suverane a Greciei, precum și probabilitatea sporită de manifestare a unor divergențe în conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii.

Materializarea unora dintre aceste riscuri ar putea genera efecte indirecte negative asupra economiei românești, prin prisma impactului pe care aceste evoluții l-ar putea avea asupra cererii externe din partea UE, principalul partener comercial al României. În plus, consecințele adverse asupra încrederii investitorilor pe piețele financiare regionale ar putea antrena creșteri ale volatilității fluxurilor de capital adresate acestora și, implicit, economiei românești. Din aceste motive, în contextul expirării recente a acordurilor încheiate de România cu Comisia Europeană⁴ și FMI, este necesară menținerea coerenței politicilor macroeconomice în vederea consolidării progreselor realizate în ultimii ani în ceea ce privește eliminarea dezechilibrelor majore și creșterea rezilienței economiei interne în fața eventualelor șocuri externe adverse.

Pentru componentele indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei, riscurile specifice rundeii actuale de prognoză sunt, pe termen scurt, cele de abatere în sus în cazul prețurilor alimentare volatile – date fiind condițiile agrometeorologice nefavorabile din acest an – și cele de abatere în jos în cazul prețurilor combustibililor – în condițiile evoluțiilor recente

⁴ Începând cu 1 octombrie 2015, România a intrat în etapa de monitorizare post-program, care va dura cel puțin până la rambursarea a 70 la sută din împrumut (în mai 2018).

care indică posibilitatea unei persistențe a tendinței de scădere a prețului internațional al petrolului, pe fondul acumulării unor stocuri de materii prime energetice și al trenării cererii globale.

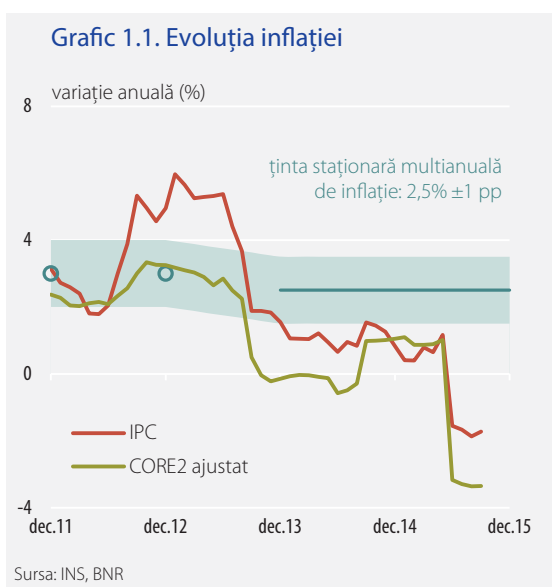
Decizia de politică monetară

Având în vedere sporirea incertitudinilor asociate traiectoriei divergente a ratei anuale prognozate a inflației, având ca sursă contextul politic intern, mai ales în condițiile nefinalizării configurației bugetului public pentru anul 2016, precum și mediul extern,

cu precădere evoluțiile economice din China și din alte state emergente majore, cu implicații asupra creșterii economice a zonei euro, dar și pe plan global, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 noiembrie 2015, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

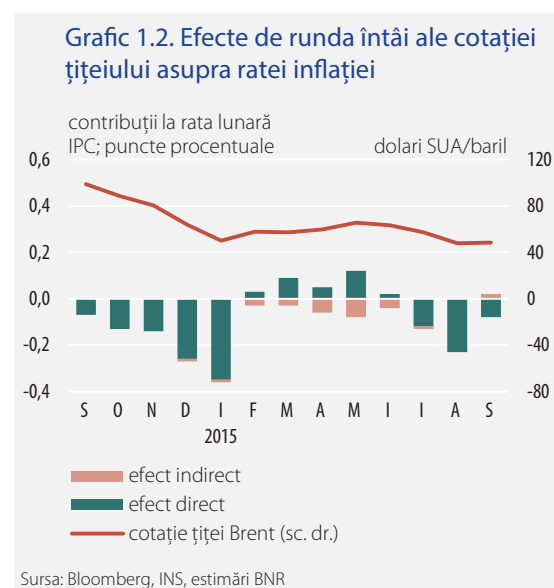
1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Ulterior scăderii abrupte din luna iunie, pe fondul extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 la sută, rata anuală a inflației a continuat să evolueze în teritoriu negativ pe parcursul trimestrului III 2015, sub limita inferioară a intervalului țintei. În bună măsură, reducerea dinamicii anuale a IPC cu 0,2 puncte procentuale, până la -1,7 la sută în luna septembrie, a fost determinată de accentuarea declinului cotațiilor țițeiului pe piețele internaționale, care au atins în luna august nivelul minim postcriză. O traiectorie descendentă a urmat și inflația de bază CORE2 ajustat, influența restrângerii pronunțate a deficitului de cerere fiind contrabalansată de menținerea nivelului scăzut al anticipațiilor inflaționiste și de temperarea dinamicii prețurilor de import (Grafic 1.1).



Accentuarea ușoară a valorii negative a ratei anuale a inflației în trimestrul III s-a datorat preponderent amplificării contracției prețurilor volatile, exclusiv pe seama declinului amplu al prețurilor combustibililor (-7 la sută la finele trimestrului, cu 4 puncte procentuale sub nivelul din luna iunie). Evoluția a fost imprimată de traiectoria descrescătoare a cotației

petrolului pe piețele internaționale, într-un context caracterizat în continuare de o ofertă abundentă și cerere fragilă (asociată inclusiv încetirii activității economice în China), care conduc la acumularea unor stocuri ridicate la nivel mondial (Grafic 1.2). Dincolo de acești factori cu caracter fundamental, efectul de contagiune asociat scăderii semnificative în a doua parte a lunii august a indicelui Bursei de la Shanghai a împins cotația Brent la cel mai scăzut nivel din perioada postcriză (42,8 dolari SUA/baril), aceasta stabilizându-se însă în cursul lunii septembrie ușor sub 50 dolari SUA/baril. În schimb, dinamica prețurilor volatile ale produselor alimentare a variat nesemnificativ în intervalul iulie-septembrie (+0,2 puncte procentuale față de iunie 2015, până la 1,5 la sută), în structură remarcându-se însă evoluții divergente. Astfel, pe fondul unei producții deficitare, ritmul anual de creștere a prețurilor legumelor a revenit în luna septembrie la valori pozitive, în timp ce pe segmentul fructelor nu au fost observate presiuni din partea ofertei, manifestarea unui efect statistic asociat citricelor conducând chiar la valori negative ale dinamicii anuale a prețurilor grupei.



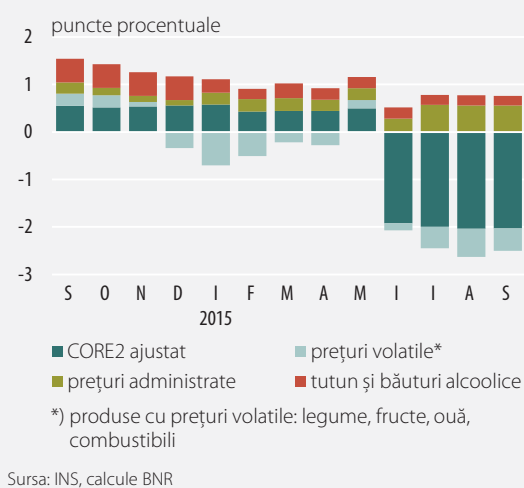
Sub efectul modificărilor operate la nivelul prețurilor energiei, inclusiv ca urmare a continuării procesului de liberalizare a pieței, dinamica anuală a prețurilor administrate s-a majorat în trimestrul III cu 1,5 puncte procentuale, atingând în luna septembrie 2,9 la sută. Cea mai importantă mișcare s-a produs în cazul gazelor naturale, al căror preț final a fost majorat în luna iulie cu 11,2 la sută, fără a mai fi prevăzută însă o altă modificare de amploare până la finalul anului 2015 (spre deosebire de anii anteriori, în care ajustările erau realizate, de regulă, trimestrial). Prețul energiei electrice a crescut doar marginal, efectul noii etape de deschidere a pieței și al creșterii prețurilor pe piața concurențială fiind practic neutralizat de diminuarea contribuției pentru cogenerare. O influență de sens contrar a exercitat în perioada analizată reducerea prețurilor medicamentelor compensate, în contextul aplicării legislației referitoare la practicarea unui preț mai redus sau cel mult egal cu cel al medicamentelor din 12 state membre ale UE cu care se efectuează comparația.

Variația anuală a prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice a continuat să se diminueze și în perioada iulie-septembrie, cu 0,6 puncte procentuale, până la 2,5 la sută, pe seama evoluției aferente componentei „tutun și țigări”, în condițiile în care, deși politica de preț a companiilor de profil prevede în general ajustări trimestriale, acestea nu s-au materializat în intervalului iulie-septembrie 2015.

După ce a coborât abrupt în luna iunie, la -3,2 la sută, ca urmare a extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduce a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat s-a menținut în teritoriu negativ pe parcursul trimestrului III, atingând la finele intervalului -3,4 la sută (Grafic 1.3). Din perspectiva factorilor determinanți, influența restrângerii pronunțate a deficitului de cerere, pe fondul îmbunătățirii veniturilor populației, al creșterii creditării și al stimulilor fiscali, a fost contrabalansată de menținerea anticipațiilor inflaționiste la niveluri reduse, precum și de evoluția descendentă a ritmului de creștere a prețurilor de import. Aceasta din urmă se datorează persistenței cotațiilor scăzute ale principalelor materii prime

(produse energetice, metale, produse agricole) pe piețele internaționale, precum și atenuării deprecierei în termeni anuali a monedei naționale față de euro și de dolarul SUA.

Grafic 1.3. Contribuții la rata anuală a inflației



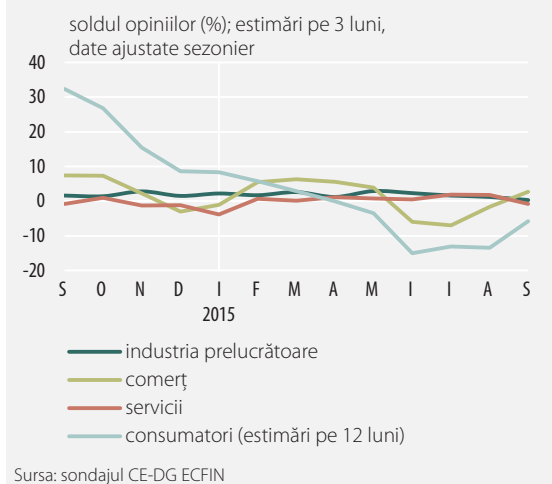
În structură, scăderea ușoară a ratei anuale a indicelui CORE2 ajustat are la bază dezinflația cu 0,6 puncte procentuale consemnată la nivelul serviciilor de piață (până la 1,4 la sută la finele trimestrului III), componentă cu o sensibilitate ridicată la comportamentul cursului de schimb.

Pe segmentul mărfurilor alimentare, dinamica anuală a coborât marginal în perioada analizată (cu 0,1 puncte procentuale, până la -8,4 la sută în septembrie), în condițiile în care prețurile principalelor materii prime agricole s-au menținut la un nivel redus, în pofida unei recolte interne sub medie la majoritatea culturilor de primăvară (existența unei oferte abundente pe plan global și gradul înalt de deschidere a pieței locale au inhibat mișcările ascendente ale prețurilor interne). În plus, înregistrarea unui excedent de ofertă la nivel european – pe fondul eliminării regimului cotelor de lapte în UE începând cu 1 aprilie 2015 și al menținerii embargoului impus de Rusia – a impus la unele categorii de alimente (lapte, produse lactate și produse din carne) ajustări descendente ale prețurilor.

În cazul prețurilor mărfurilor nealimentare, variația anuală a rămas nemodificată (1,5 la sută la finele trimestrului III), în condițiile în care evoluția favorabilă

a prețurilor de import a compensat presiunile în formare pe piața internă, reflectate în accelerarea ritmului anual de creștere a prețurilor de producție în industriile producătoare de bunuri de consum (exclusiv alimente, tutun și băuturi alcoolice).

Grafic 1.4. Așteptările operatorilor economici privind inflația

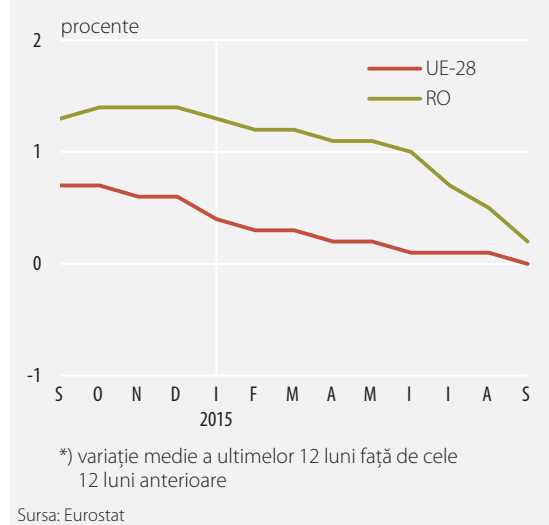


Anticipațiile operatorilor care activează în principalele sectoare economice (industrie, construcții, comerț cu amănuntul și servicii), surprinse de sondajul INS/CE-DG ECFIN, sugerează o relativă stabilitate a prețurilor în perioada imediat următoare, în timp ce așteptările consumatorilor, formulate însă pe un orizont de 12 luni, semnalează o atenuare semnificativă a scăderii prețurilor de consum pe seama disipării efectului extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA în iunie 2015 (Grafic 1.4). Din perspectiva analiștilor bancari,

dinamica anuală a inflației va rămâne în teritoriu negativ până la finele anului curent, tendința urmând a se inversa pe parcursul anului 2016.

Sub influența modificării intervenite la nivelul impozitării indirecte, rata medie anuală a IAPC a decelerat considerabil în trimestrul III, până la 0,2 la sută în luna septembrie, ecartul față de media UE îngustându-se cu 0,7 puncte procentuale (Grafic 1.5).

Grafic 1.5. Rata medie anuală a IAPC*



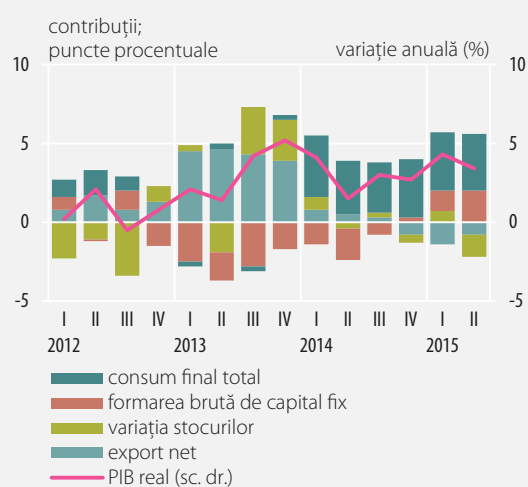
Comparativ cu proiecția publicată în ediția din luna august 2015 a Raportului asupra inflației, variația anuală a prețurilor de consum înregistrată la sfârșitul trimestrului III s-a situat cu 0,7 puncte procentuale sub nivelul prognozat, în principal ca urmare a scăderii peste așteptări a cotațiilor țiteului.

2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

Potrivit datelor din conturile naționale, activitatea economică a încetinit semnificativ în trimestrul II 2015, dinamica anuală a PIB real (3,4 la sută) plasându-se cu 0,9 puncte procentuale sub nivelul din primele trei luni ale anului. Decelerarea nu s-a regăsit însă în evoluția componentelor majore ale cererii agregate: consumul privat și investițiile au consemnat accelerări de ritm, contribuțiile acestora la creșterea economică fiind cele mai ridicate din perioada postcriză, iar cererea externă netă și-a restrâns influența negativă (Grafic 2.1). Din perspectiva ofertei, sectorul terțiar rămâne principalul element de susținere a creșterii PIB real, în timp ce contribuția industriei s-a restrâns, pe fondul accentuării presiunilor concurențiale în ramuri importante producătoare de bunuri de consum.

Grafic 2.1. Cererea

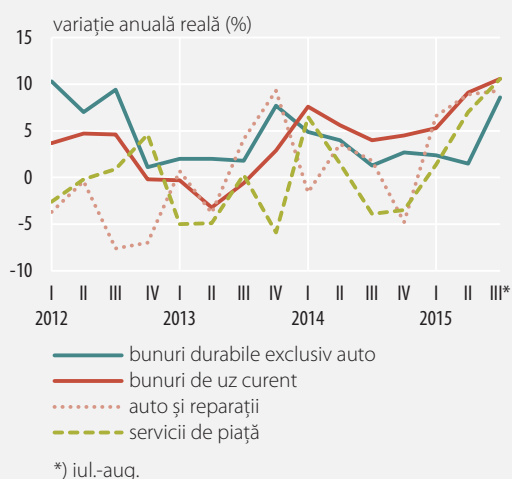


Sursa: INS, calcule BNR

1.1. Cererea

Consumul final privat și-a intensificat dinamica anuală până la 5 la sută, pe seama achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială, stimulate și de unele măsuri guvernamentale adoptate în perioada analizată (Grafic 2.2). O astfel de măsură a fost reprezentată de extinderea cotei reduse a TVA la toate produsele alimentare, care a condus la o creștere de peste 10 la sută a volumului vânzărilor de profil în luna iunie comparativ cu luna anterioară, cu efecte benefice și asupra industriei alimentare.

Grafic 2.2. Achiziții de mărfuri și servicii

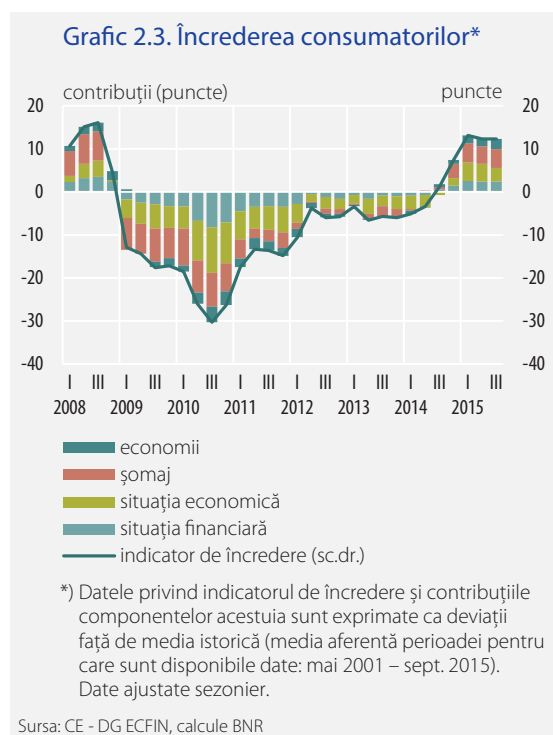


Sursa: INS, calcule BNR

O influență favorabilă a fost exercitată și de lansarea programului de reînnoire a parcului auto la finele lunii aprilie, care a determinat accelerarea până la aproape 19 la sută a ratei anuale de creștere a achizițiilor auto în trimestrul II. Tendința ascendentă a cererii de consum a populației continuă să fie susținută de majorarea resurselor populației, date

fiind: (i) creșterea venitului real disponibil, pe de o parte ca urmare a continuării dezinflației, iar pe de altă parte, datorită majorării salariului minim brut pe economie, a pensiilor, dar și a veniturilor din muncă ale lucrătorilor din străinătate, în corelație cu revenirea graduală a economiei UE; (ii) creșterea alertă a volumului creditelor noi de consum.

Este de așteptat ca traiectoria crescătoare a cererii de consum să se mențină și în următoarele luni, în condițiile în care veniturile populației vor fi influențate favorabil de creșterile salariale din a doua parte a anului – noul avans al salariului minim brut pe economie (1 iulie) și majorarea salariilor din sănătate și din învățământ (rate de creștere cuprinse între 20 și 30 la sută). În același timp, datele efective pentru trimestrul III relevă continuarea expansiunii creditelor de consum. În plus, indicatorul de încredere a consumatorilor continuă să se plaseze semnificativ peste media multianuală, îndeosebi pe fondul optimismului manifestat în privința locurilor de muncă și a situației economice, în general (potrivit CE – DG ECFIN; Grafic 2.3).



Execuția bugetului general consolidat din trimestrul II s-a încheiat cu un sold ușor negativ⁵ (-0,7 miliarde

⁵ Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii iunie 2015.

lei⁶, echivalent cu -0,1 la sută din PIB⁷), după ce în primele trei luni ale anului aceasta generase un surplus de 4,9 miliarde lei (0,7 la sută din PIB). Rezultatul execuției bugetare a reflectat impactul exercitat de accelerarea dinamicii cheltuielilor bugetare totale (la 4 la sută⁸, de la 0,1 la sută în trimestrul precedent) – predominant ca urmare a revenirii în teritoriul pozitiv a variației anuale a cheltuielilor cu dobânzile (8,5 la sută, față de -34,4 la sută) și a celor cu alte transferuri (9 la sută, față de -18,6 la sută) –, precum și de atenuarea ritmului de creștere a veniturilor bugetare totale (la 7,8 la sută, de la 12 la sută). Cea din urmă a avut ca principali determinanți comprimarea avansului încasărilor din TVA (la 15,7 la sută, de la 20,2 la sută), din venituri nefiscale (3,8 la sută, față de 20,6 la sută) și din accize (la 5,9 la sută, de la 10,8 la sută), scăderea veniturilor din impozite și taxe pe proprietate (-20,8 la sută, față de 5,9 la sută), precum și accentuarea declinului contribuțiilor de asigurări (la -3,2 la sută, de la -0,1 la sută)⁹.

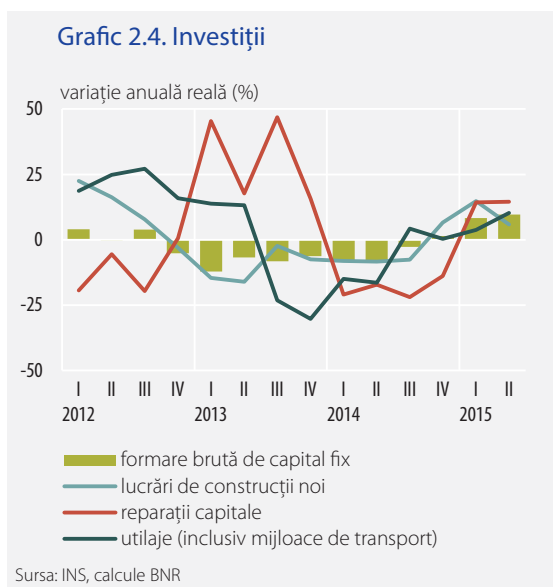
Formarea brută de capital fix a consemnat și în trimestrul II o creștere robustă (9,7 la sută), în principal pe seama dinamizării achizițiilor de utilaje, inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții publice (de la 3,8 la 10,2 la sută, rată anuală), evoluția fiind însoțită de majorarea surselor împrumutate (credite pentru echipamente și contracte de leasing). De asemenea, investițiile în construcții au continuat să se extindă, în condițiile în care construcțiile rezidențiale și cele ingineresti și-au consolidat avansul în termeni anuali, până la 14,5 și respectiv 10,6 la sută. În ceea ce privește lucrările rezidențiale, dinamica anuală și-a inversat semnul, însă exclusiv ca urmare a manifestării unui efect de bază, întrucât activitatea pe acest segment a înregistrat accelerări succesive de ritm trimestrial începând cu finele anului 2014 (Grafic 2.4).

⁶ În trimestrul II din anul anterior execuția bugetului general consolidat a generat un deficit de 2,5 miliarde lei (0,4 la sută din PIB).

⁷ Corespunzător unui surplus primar de 0,5 la sută din PIB.

⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

⁹ O acțiune de sens opus a fost înregistrată din partea majorării semnificative a încasărilor din impozitul pe profit (25,7 la sută, față de -1,1 la sută).



În contextul costurilor scăzute de finanțare, al majorării venitului disponibil și al stimulentei fiscale (acordate și anunțate), perspectiva pe termen scurt a acumulărilor de capital în sectorul privat este în general pozitivă, indicii ferme observându-se în cazul clădirilor rezidențiale (menținerea dinamicii anuale de două cifre a suprafeței autorizate pentru construcții de locuințe) și în cel al investițiilor tehnologice (extinderea creditelor cu această destinație în primele două luni ale trimestrului III). Ritmuri pozitive de creștere, chiar în accelerare, sunt previzibile pentru partea a doua a anului și în cazul investițiilor publice, chiar dacă execuția va rămâne probabil inferioară sumelor bugetate pentru întregul an 2015.

O influență pozitivă asupra venitului disponibil brut real pe ansamblul economiei a continuat să fie exercitată (pentru al treilea trimestru consecutiv) de îmbunătățirea raportului de schimb (*terms of trade*) – creștere cu 4,1 la sută în termeni anuali –, mai vizibilă în cazul comerțului exterior cu anumite produse de bază precum cereale, lemn, minereuri metalifere, dar și în cel al unor mașini și echipamente, materiale de construcții, produse chimice și farmaceutice.

O îmbunătățire s-a observat și în ceea ce privește volumul schimburilor comerciale, relevată de diminuarea diferenței negative dintre ritmul anual al exporturilor și cel al importurilor de bunuri. Această evoluție, coroborată cu majorarea surplusului înregistrat la nivelul balanței serviciilor, a determinat

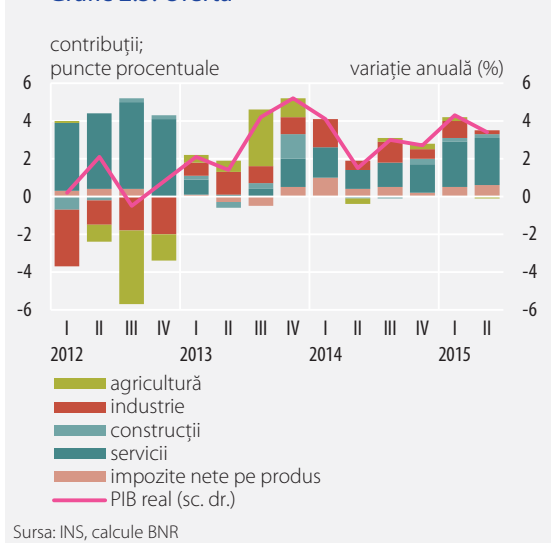
atenuarea cu 0,6 puncte procentuale a contribuției negative a cererii externe nete la dinamica PIB real (până la -0,8 puncte procentuale).

Volumul exporturilor de bunuri a continuat să crească, într-un ritm de aproape 8 la sută în termeni anuali, în corelație cu tendința moderat-ascendentă a economiei UE, care este posibil să se mențină și în a doua jumătate a anului curent. Principala grupă – „mașini, echipamente și mijloace de transport” – a continuat să înregistreze o dinamică susținută, în principal pe seama vânzărilor de echipamente electrice (+10 la sută). Evoluții remarcabile au fost vizibile și în cazul vânzărilor de cereale (orientate în proporție de 70 la sută către parteneri din afara UE), al căror volum s-a majorat de 2,5 ori în termeni anuali, precum și în cazul exporturilor de metale neferoase, pe seama unei revigorări pe relația cu UE, dar și a menținerii unui ritm de 2 cifre pe relația extra-UE. Volumul importurilor de bunuri s-a majorat cu 10,1 la sută, fiind alimentat în continuare de atractivitatea anumitor categorii de prețuri la nivel global. Astfel, dinamica foarte alertă a livrărilor externe de cereale s-a datorat operațiunilor de reexport al unor cantități importante achiziționate (în special din Ungaria și Bulgaria) la un preț extrem de avantajos – valoarea unitară la care s-au efectuat aceste importuri a fost de numai jumătate din cea aferentă trimestrului II 2014. De asemenea, majorarea producției în industria construcțiilor metalice, a prelucrării țigăiului și în metalurgie a antrenat noi creșteri ale volumelor de materii prime importate, mai ales în contextul cotațiilor scăzute ale minereurilor metalifere și ale petrolului.

1.2. Oferta

Aproximativ trei sferturi din avansul PIB real s-au datorat sectorului serviciilor, care și-a intensificat pentru al patrulea trimestru consecutiv ritmul anual al VAB (până la 4,5 la sută). Influența favorabilă exercitată de acest sector (și, în măsură mai mică, de activitatea de construcții) a fost însă erodată de performanțele mai slabe ale industriei și agriculturii – frânare până la aproximativ o cincime a dinamicii anuale a VAB, respectiv contracție cu 2,2 la sută (Grafic 2.5).

Grafic 2.5. Oferta



Rolul determinant în evoluția ascendentă a serviciilor a revenit în continuare activității comerciale și serviciilor IT&C (creșteri anuale cu 6,6 și respectiv cu 14,3 la sută). În cel de-al doilea caz, expansiunea din ultimii ani – imprimată, în bună măsură, de extinderea pe plan autohton a unor companii multinaționale, atrase de plusul de competitivitate oferit de acest segment al pieței forței de muncă – a conferit segmentului IT&C o pondere în PIB superioară (încă de anul trecut) celei deținute de agricultură și apropiată de cea aferentă construcțiilor.

În industrie, contribuții importante la decelerarea ratei anuale de creștere a VAB (până la 0,8 la sută) au revenit industriei alimentare și ramurilor din industria ușoară: (i) producția de bunuri alimentare a fost afectată de presiuni concurențiale din partea importurilor mai ieftine, în contextul surplusului de ofertă creat în urma embargoului impus de Rusia în anul 2014 asupra achizițiilor de carne din UE, dar și al eliminării regimului de cote la producția de lapte la nivelul UE, începând din aprilie 2015; (ii) industria ușoară se află în proces de restructurare, în sensul reorientării companiilor importante de la producția în sistem *lohn* către cea integrată, fapt care a antrenat dispariția multor jucători mici. Aceste influențe au fost atenuate, pe de o parte, de redresarea producției de bunuri intermediare și energetice, stimulată de reducerea în continuare a costurilor – datorită declinului cotațiilor materiilor prime și scutirii parțiale

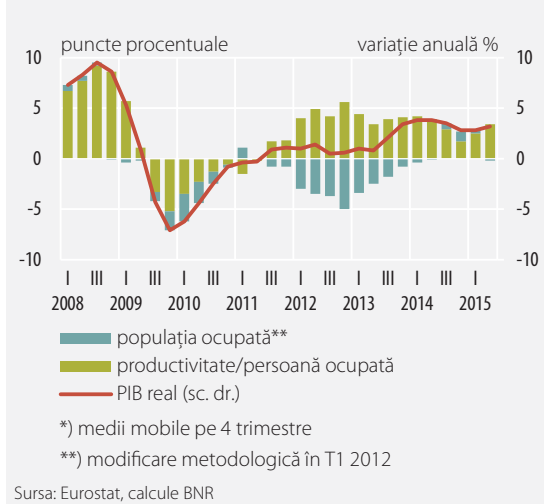
a companiilor metalurgice de la plata certificatelor verzi –, dar și de extinderea investițiilor în construcții. Pe de altă parte, industria mijloacelor de transport și-a accelerat creșterea, cu susținere atât din partea cererii externe, cât și a celei autohtone, inclusiv ca urmare a demarării programului de reînnoire a parcului auto la finele lunii aprilie.

În ceea ce privește evoluția din următoarele luni, rezultatele sondajului INS/CE-DG ECFIN conturează o perspectivă optimistă la nivelul activității din industrie, servicii și construcții, indicatorul sentimentului economic înregistrând cele mai ridicate valori pentru perioada postcriză. Pentru sectorul agricol anticipațiile sunt însă nefavorabile, informațiile disponibile indicând faptul că avansul fragil al producției de grâu față de anul precedent nu va putea compensa randamentele foarte scăzute la culturile de primăvară, afectate de lipsa precipitațiilor (inferioare mediei ultimilor 5 ani cu 21 la sută în cazul porumbului și cu 10 la sută în cazul florii soarelui, potrivit buletinului MARS din luna septembrie al Comisiei Europene).

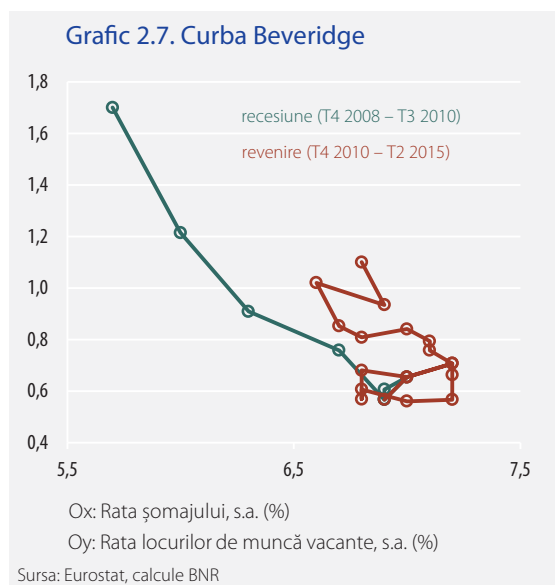
Productivitatea muncii

Productivitatea muncii și-a consolidat contribuția la dinamica PIB real în trimestrul II, creșterea medie din ultimele patru trimestre (3,4 la sută) fiind susținută de majoritatea sectoarelor din economie, iar pentru perioada următoare există indicii în sensul unor câștiguri suplimentare (Grafic 2.6).

Grafic 2.6. Contribuția productivității muncii la dinamica PIB real*



Traectoria ascendentă a productivității muncii poate fi asociată, pe de o parte, creșterii înzestrării cu capital a muncii, imprimată de o nouă accelerare a ritmului trimestrial al formării brute de capital fix, evoluție care este probabil să se mențină, date fiind așteptările favorabile privind investițiile în perioada următoare. Pe de altă parte, o influență pozitivă continuă să fie exercitată de creșterea ocupării în rândul persoanelor cu pregătire superioară, dar piața muncii rămâne marcată de o eficiență scăzută în procesul de identificare a candidatului, respectiv a locului de muncă potrivit. Astfel, evoluția recentă a curbei Beveridge (creștere a numărului de locuri vacante, concomitent cu scăderea ușoară a ratei șomajului) reflectă doar influența ciclului economic; o eficientizare a procesului ar fi determinat o orientare a pantei spre interior, caz în care viteza de ocupare a locurilor de muncă vacante ar fi fost superioară celei aferente creării acestora (Grafic 2.7). Pe termen mediu, o contribuție în acest sens ar putea reveni deciziei recente a guvernului de a oferi posibilitatea persoanelor care nu au promovat examenul de bacalaureat să obțină totuși o calificare profesională, cu posibile influențe benefice și asupra ocupării în rândul tinerilor.



Din perspectiva ramurilor industriale, un aport consistent la creșterea productivității muncii a revenit subsectorului energetic, unde menținerea unui ritm alert al producției (stimulat mai ales de exportul de energie electrică, în urma cuplării piețelor la nivel regional) s-a realizat în paralel cu

reducerea numărului de angajați. Este de așteptat ca această tendință să se păstreze și în următoarele luni, în condițiile în care marile complexuri energetice se află în proces de restructurare, fiind observată totodată o ușoară revigorare a proiectelor de investiții în capacități de producție a energiei regenerabile. La nivelul sectorului manufacturier au existat totuși ramuri importante cu scăderi de productivitate în termeni anuali, și anume industria ușoară și cea alimentară, ambele expuse unor presiuni concurențiale în creștere, inclusiv în contextul majorării alerte a salariului minim brut pe economie (peste 40 la sută din personal este încadrat la pragul minim). În perioada iulie-august 2015 însă, traiectoria productivității muncii în industria alimentară s-a ameliorat semnificativ, ca urmare a plusului de cerere internă activat de extinderea cotei reduse a TVA la toate produsele alimentare începând cu luna iunie.

Evoluții pe piața muncii¹⁰

Capacitatea economiei de a absorbi forța de muncă excedentară s-a intensificat în perioada iulie-august 2015 față de trimestrul II, iar pentru intervalul septembrie-decembrie companiile anticipează că vor continua să își extindă schemele de personal.

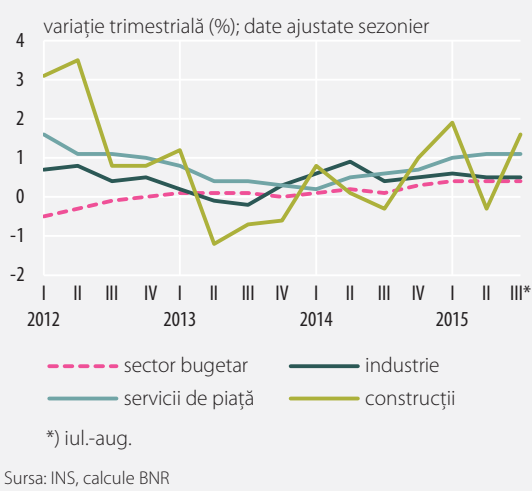
Comparativ cu trimestrul II, numărul salariaților raportat de angajatori a avansat într-un ritm mai alert în perioada iulie-august (+0,3 puncte procentuale, până la 0,9 la sută), pe seama reluării angajărilor în construcții, în contextul unei consolidări a tendinței de creștere a activității sectorului. În schimb, în industrie și în servicii de piață, creșterile de personal au rămas similare celor din trimestrul II, recrutările mai alerte consemnate în industria auto, comerț și serviciile administrative fiind compensate de temperarea din industria alimentară, serviciile de transport și depozitare, hoteluri și restaurante, în posibilă corelație cu presiunile exercitate de majorările ample ale câștigului salarial minim brut din ultimii ani (Grafic 2.8).

Totodată, în intervalul iulie-august 2015, majorarea numărului locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM s-a reflectat într-o restrângere ușoară

¹⁰ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

a ofertei excedentare de forță de muncă, ilustrată de diminuarea ratei șomajului înregistrat cu 0,1 puncte procentuale, până la 5,2 la sută. Totuși, la același nivel al efectivului locurilor de muncă vacante (înainte și după criză), rata șomajului se menține superioară (indiferent de metodologia utilizată, ANOFM sau BIM), o posibilă explicație fiind persistența necorelării pregătirii candidaților cu aptitudinile solicitate de angajatori.

Grafic 2.8. Efectivul salariaților din economie



Pentru ultimele luni ale anului, rezultatele studiului Manpower sugerează continuarea extinderii schemelor de personal, optimismul companiilor privind oportunitățile de angajare apropiindu-se de cel manifestat anterior crizei. În același timp, sondajul INS/CE-DG ECFIN indică o îmbunătățire a perspectivelor privind recrutările în comerț, servicii, precum și în construcții, în timp ce în industrie, așteptările privind noile angajări se atenuază, rămânând totuși pozitive.

2. Prețurile de import și prețurile de producție

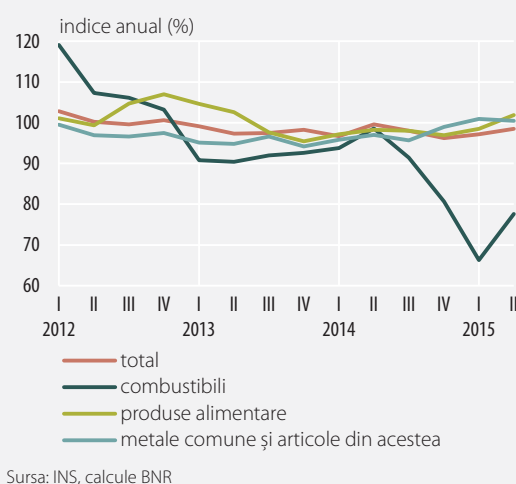
Pe parcursul trimestrului II 2015, menținerea cotațiilor principalelor materii prime la niveluri reduse a continuat să imprime variații anuale negative ale prețurilor de import și ale celor de producție internă, accentuate în ultimul caz de reducerea tarifelor de distribuție a gazelor naturale.

La nivelul prețurilor de producție, tendința este anticipată a continua în trimestrul următor, în condițiile în care declinul amplu al cotației țigăiului va compensa, cel mai probabil, efectele creșterii costurilor salariale și ale înregistrării în 2015 a unei recolte sub media ultimilor cinci ani.

2.1. Prețuri de import

În perioada aprilie-iunie 2015, indicele valorii unitare a importurilor a rămas subunitar, consemnând însă o temperare a variației anuale negative comparativ cu media trimestrului I (cu 1,3 puncte procentuale, până la -1,5 la sută), în contextul în care cotațiile internaționale ale unor materii prime (în special petrol) și-au atenuat ritmul de scădere, iar moneda națională a continuat să se deprecieze față de dolarul SUA (Grafic 2.9).

Grafic 2.9. Indicele valorii unitare a importurilor



Înteruperea temporară a traiectoriei descendente a prețurilor externe a fost imprimată de temperarea ritmului anual de scădere a cotației țigăiului în lunile aprilie-mai, reflectată și de atenuarea semnificativă a valorii subunitare a IVU aferent produselor minerale (cu 10,5 puncte procentuale, până la 77,4 la sută). Evoluția s-a dovedit temporară, fiind alimentată de unele speculații privind restrângerea producției de petrol, care nu s-au materializat însă, stocurile la nivel global majorându-se în continuare; în acest context, cotația țigăiului a revenit spre finele lunii iunie pe un trend puternic descendent.

O majorare a indicelui valorii unitare a importurilor a fost vizibilă și pe segmentul alimentar, pe fondul deprecierei monedei naționale față de dolarul SUA (monedă cu pondere în decontarea importurilor de materii prime agricole), dar și al acțiunii unor factori conjuncturali (de exemplu, restrângerea producției de citrice pe fondul condițiilor meteorologice nefavorabile în țări precum Turcia, Argentina sau SUA). În schimb, menținerea prețurilor principalelor metale pe piețele internaționale la niveluri scăzute, ca urmare a încetirii activității economice în China, s-a reflectat în temperarea dinamicii IVU a metalelor comune și a aparatelor și dispozitivelor mecanice.

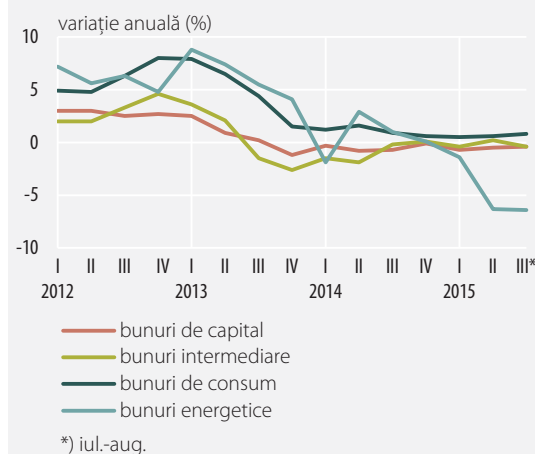
2.2. Prețuri de producție

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a accentuat scăderea în trimestrul II 2015 (-2,1 la sută, comparativ cu -0,5 la sută la începutul anului 2015), sub impactul reducerii semnificative a prețurilor bunurilor energetice, ca urmare a diminuării tarifelor medii de distribuție a gazelor naturale începând cu 1 aprilie 2015 (Grafic 2.10). În ceea ce privește celelalte grupe de bunuri industriale, variațiile anuale au rămas ne semnificative (apropiate de zero), observându-se însă temperări ale ritmului de scădere sau chiar creșteri comparativ cu media trimestrului I, posibil ca urmare a acumulării unor presiuni din partea costurilor salariale.

Menținerea la niveluri reduse a prețurilor celor mai importante materii prime (energetice, metale, agricole) pe piețele internaționale a influențat probabil politica de preț a agenților economici care activează pe piața internă, în special a celor din industria alimentară, chimică și cea a construcțiilor metalice, unde variațiile anuale de preț au rămas negative. În metalurgie însă, aceste influențe au fost anulate de manifestarea unui efect statistic, asociat reducerii în luna martie 2014 a cotei de energie electrică produsă din surse regenerabile care beneficiază de sistemul de promovare prin certificate verzi, determinând astfel o creștere

a prețurilor în termeni anuali. Evoluția cotațiilor materiilor prime a continuat să compenseze la nivelul indicelui agregat impactul majorării costurilor salariale, precum și presiuni specifice anumitor ramuri – impactul taxei *clawback* și reevaluările portofoliilor de produse în industria farmaceutică, actualizarea gamei de motoare Dacia la normele de poluare Euro 6, majorarea prețului reglementat al lemnului și restrângerea ofertei pe acest segment, sub impactul măsurilor luate de autorități începând cu finele anului 2014 în vederea opririi defrișărilor ilegale.

Grafic 2.10. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS

Prețurile producției agricole și-au continuat scăderea și în trimestrul II 2015 (-12,4 la sută în termeni anuali, comparativ cu -8,4 la sută în trimestrul I), evoluția fiind vizibilă atât pe segmentul produselor vegetale (prețurile cerealelor pe piața internă au manifestat o tendință similară celei înregistrate de cotațiile internaționale), cât și pe cel al produselor animale, în special în cazul laptelui și al produselor lactate, pe fondul plusului de ofertă apărut odată cu eliminarea regimului de cote la producția de lapte la nivelul UE.

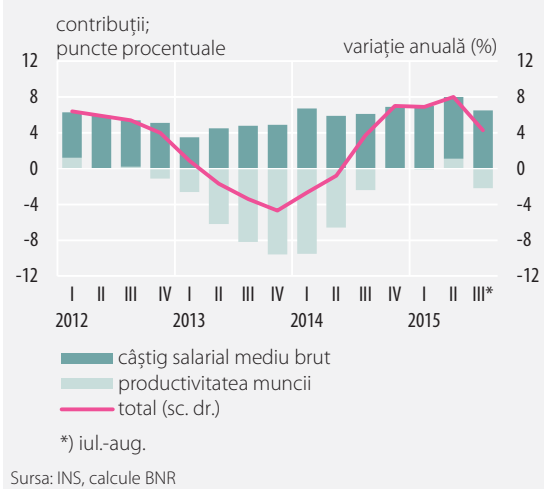
La nivelul trimestrului III, datele disponibile pentru lunile iulie-august indică menținerea în teritoriu negativ a dinamicii anuale a prețurilor de producție pentru piața internă. Declinul amplu al cotațiilor țigăii, care au atins în august cel mai scăzut nivel

din ultimii 6 ani și jumătate, dar și accentuarea tendinței de scădere a prețurilor metalelor vor acționa în continuare ca o contrapondere a presiunilor inflaționiste asociate inversării trendului descrescător al prețurilor unor produse vegetale pe seama recoltei sub medie, precum și tendinței de creștere a costurilor salariale.

Costurile salariale unitare

Acumularea presiunilor din partea costurilor salariale unitare în industrie a continuat pe parcursul trimestrului II, dinamica anuală majorându-se cu 1,2 puncte procentuale, până la 8,1 la sută. Chiar dacă în intervalul iulie-august s-a observat o atenuare a ritmului anual de creștere (până la 4,3 la sută, în cea mai mare parte ca urmare a redresării productivității muncii), acesta rămâne consistent (Grafic 2.11). Astfel, deși manifestarea efectului inflaționist al majorării rapide a costurilor salariale unitare este inhibată pe termen scurt de declinul prețurilor materiilor prime și de faptul că încă există un deficit de cerere, nu pot fi ignorate riscurile asociate continuării acestei tendințe în contextul îmbunătățirii rapide a poziției ciclice a economiei. În plus, atenție reclamă și influența nefavorabilă asupra competitivității externe, în special în ramurile în care factorul muncă este predominant.

Grafic 2.11. Costurile salariale unitare din industrie



În structură, rate ridicate de creștere au continuat să înregistreze atât în trimestrul II, cât și în lunile iulie-august 2015 industria ușoară, prelucrarea lemnului, fabricarea cauciucului și cea de mașini și echipamente. Evoluții favorabile din perspectiva costurilor salariale unitare, asociate expansiunii producției, au avut loc în fabricarea echipamentelor electrice, mijloacelor de transport și a materialelor de construcții; se remarcă, totodată, o redresare în industria alimentară, antrenată de stimulul oferit cererii pe acest segment de extinderea cotei reduse a TVA.

3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În ședințele din lunile august și septembrie 2015, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară – la minimul istoric de 1,75 la sută – și a nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit¹¹, precum și prezervarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar. Prin aceste decizii s-a vizat asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, în condițiile ameliorării transmisiei monetare și într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Decizia din luna august a Consiliului de administrație al BNR a fost justificată de accentuarea sensibilă a divergenței dintre evoluția previzionată pe termen scurt a inflației și perspectiva ei pe orizontul mai îndepărtat de timp, relevantă de proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu având ca ipoteză implementarea, începând cu 1 ianuarie 2016, a măsurilor de relaxare fiscală prevăzute de noul Cod fiscal¹². Astfel, pe termen scurt rata anuală a inflației era așteptată să coboare mai adânc¹³ și să își extindă șederea în teritoriul negativ în raport cu previziunile anterioare, ca urmare a suprapunerii puternicului

efect dezinflaționist anticipat a fi exercitat temporar de reducerea începând cu 1 ianuarie 2016 a cotei standard a TVA peste cele deja manifeste decurgând din extinderea aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică și din declinul prețului petrolului^{14,15}. Totodată, în condițiile anticipării inversării în devans a poziției ciclice a economiei – implicând reparația și creșterea graduală ulterioară ale excedentului de cerere agregată și ale presiunilor sale inflaționiste – rata anuală prognozată a inflației consemna, odată cu disiparea impactului *pass-through*-ului măsurilor fiscale, o creștere abruptă, poziționându-se la începutul anului 2017 în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare (2,9 la sută)¹⁶. Potențialul inflaționist al perspectivei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu era sporit de riscul efectuării unor creșteri semnificative de salarii în sectorul bugetar¹⁷, de natură să amplifice considerabil gradul de relaxare a politicii fiscale, dar și să exercite efecte de demonstrație asupra salariilor din sectorul privat¹⁸, implicit să majoreze suplimentar costurile unitare cu forța de muncă.

¹¹ De 8, respectiv 14 la sută.

¹² Varianta adoptată de Parlament în data de 24 iunie 2015, care prevedea: (i) reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 19 la sută; (ii) scăderea nivelului accizelor aplicate principalelor produse energetice și reșezarea nivelului celor pentru alcool și băuturile alcoolice; (iii) reducerea impozitului pe dividende de la 16 la sută la 5 la sută; (iv) eliminarea impozitului pe clădirile speciale. Ulterior finalizării scenariului de bază al proiecției trimestriale a BNR, Președintele României a retransmis Codul fiscal Parlamentului spre reexaminare.

¹³ Rata anuală prognozată a inflației atingea în trimestrul I 2016 un minim istoric de -2,8 la sută.

¹⁴ Sub influența cărora rata anuală a inflației a coborât în iunie la nivelul de -1,55 la sută.

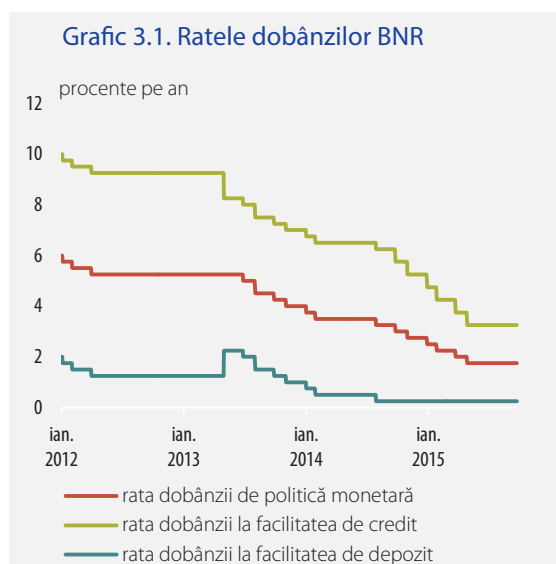
¹⁵ La finele anilor 2015, respectiv 2016, rata anuală a inflației recalculată prin excluderea efectelor directe previzionate ale măsurilor fiscale se situa însă la 2,8, respectiv 2,4 la sută.

¹⁶ Rata anuală a inflației era așteptată să se plaseze la -0,3 la sută, respectiv 0,7 la sută la finele anului 2015, respectiv 2016 (valorile proiectate anterior fiind de 0,2, respectiv 1,9 la sută). Corespunzător acestor evoluții, rata medie anuală a inflației previzionată pentru anii 2015 și 2016 se reducea la -0,3 la sută și respectiv -0,8 la sută (de la 0 la sută și respectiv 0,8 la sută în proiecția anterioară).

¹⁷ Programul de implementare a prevederilor noului proiect al Legii salarizării prevedea creșterea etapizată a salariilor din sectorul public în perioada 2015-2017, cu circa 70 la sută.

¹⁸ Mai cu seamă în ipoteza unei tensionări viitoare a pieței muncii.

Datele statistice apărute ulterior au relevat continuarea adâncirii ratei anuale a inflației în teritoriul negativ în lunile iulie și august 2015¹⁹, ca urmare a scăderii prețurilor volatile ale combustibililor și ale produselor alimentare. Creșterea economică a consemnat la rândul ei o relativă temperare în trimestrul II 2015, însă cvasiexclusiv datorită performanțelor mai slabe ale agriculturii, în condițiile în care consumul final al gospodăriilor populației și formarea brută de capital fix și-au accelerat ritmul anual de creștere²⁰. Noile evaluări au pus în evidență prelungirea pe termen scurt a efectelor dezinflaționiste temporare ale factorilor de natura ofertei, dar și foarte probabila continuare a creșterii robuste a consumului privat și a investițiilor²¹ – inclusiv în condițiile revigorării creditului în lei acordat sectorului privat și ale creșterii lichidității din economie –, precum și riscurile la adresa perspectivei pe termen mediu a inflației decurgând din conduita viitoare a politicii fiscale și din corelația dintre dinamica salariilor și cea a productivității muncii. În aceste condiții, în ședința din 30 septembrie 2015, 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.



¹⁹ Rata anuală a inflației s-a redus în primele două luni ale trimestrului III la -1,67, respectiv -1,87 la sută, de la -1,55 la sută în luna iunie.

²⁰ Potrivit datelor disponibile în timp real.

²¹ Dinamica de ansamblu a PIB continuând însă să fie foarte probabil afectată în perioada imediat următoare de performanțele mai slabe ale agriculturii.

Creșterea volumului împrumuturilor noi în monedă națională acordate populației și societăților nefinanciare s-a consolidat²² în perioada iulie-august 2015 – evoluția reflectând influențele favorabile exercitate de nivelul scăzut al ratelor dobânzilor, precum și de tendința de ameliorare a așteptărilor agenților economici privind situația veniturilor –, astfel încât soldul creditului în lei acordat sectorului privat și-a majorat rata de creștere²³ (16,3 la sută, față de 10,1 la sută în trimestrul II). Acesta a fost factorul decisiv care a determinat reintrarea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat (1,6 la sută, față de -2,0 la sută în lunile aprilie-iunie 2015, după 11 trimestre de valori negative), în condițiile în care variația anuală a creditelor în valută (calculată pe baza valorilor exprimate în euro) a rămas aproape nemodificată (-11,1 la sută). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat în mare măsură cu rezultatele ediției din luna august 2015 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, care a relevat noi așteptări de majorare generalizată a cererii de credite în trimestrul III 2015, alături de perspectiva relaxării standardelor de creditare aplicate pe segmentul persoanelor fizice²⁴. Astfel, creditele acordate populației și-au consolidat tendința ascendentă a dinamicii (5,4 la sută, față de 2,1 la sută în trimestrul II), pe seama revigorării tot mai evidente a componentei în lei destinate consumului și altor scopuri – susținută, printre altele, de promoțiile derulate de instituțiile de credit –, coroborată cu prelungirea dinamicii înalte a celei similare pentru locuințe. La rândul lor, împrumuturile acordate companiilor nefinanciare și-au atenuat din nou variația negativă (-2,2 la sută, față de -5,8 la sută), pe seama creșterii mai rapide a creditelor în lei, dar și a unei relative încetiniri a declinului împrumuturilor în valută.

În ceea ce privește avansul dinamicii masei monetare în sens restrâns (M1) din primele două luni ale trimestrului III (25,1 la sută, față de 20,1 la sută în

²² Într-o anumită măsură, aceasta a continuat să reflecte impactul conversiei în lei a unor credite acordate anterior în franci elvețieni.

²³ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

²⁴ În cazul societăților nefinanciare se anticipa menținerea neschimbată a acestor standarde.

trimestrul II 2015), acesta s-a realizat preponderent pe seama creșterii mai alerte a depozitelor ON ale populației și ale companiilor. Mișcarea a continuat să se coreleze cu tendința ascendentă a variației salariului mediu net și a cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul, o influență suplimentară exercitând, în perioada analizată, realocarea unor plasamente efectuate anterior pe scadențe mai mari, context în care dinamica celeilalte componente a masei monetare în sens larg – depozitele la termen de până la doi ani – a fost aproape constantă²⁵ (-1,4 la sută). Sub influența conjugată a acestor evoluții, masa monetară în sens larg și-a accelerat la rândul ei creșterea (10,0 la sută, de la 7,5 la sută în trimestrul II).

Pe parcursul trimestrului III, BNR a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, acțiunile băncii centrale continuând să fie adaptate particularităților situației lichidității, dar și condițiilor concrete de funcționare ale pieței monetare interbancare. Astfel, în contextul persistenței în prima parte a trimestrului a anumitor disfuncționalități în redistribuirea lichidității pe această piață (asociate situației din Grecia), cu posibile implicații adverse asupra evoluției ratelor dobânzilor, BNR a continuat să furnizeze lichiditate instituțiilor de credit prin intermediul operațiunilor *repo 1W*, organizate prin licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală; injecțiile de lichiditate ale băncii centrale au continuat și în ultima parte a trimestrului III, ele fiind justificate, de această dată, de apariția unor deficite temporare de rezerve la nivelul sistemului bancar, în condițiile amplificării acțiunii contracționiste a factorilor autonomi ai lichidității.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară s-a redus în trimestrul III 2015, iar cursul de schimb leu/euro a consemnat o corecție descendentă în debutul perioadei, tinzând

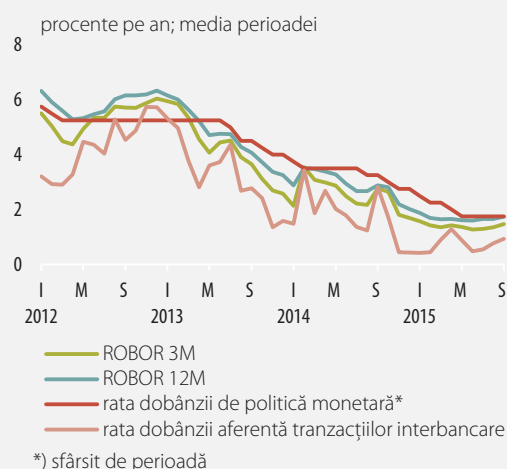
²⁵ Stagnarea reflectă exclusiv influența statistică a intrării în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației; în termeni nominali, dinamica anuală a depozitelor la termen sub doi ani s-a redus (la -3,1 la sută, de la -1,4 la sută în trimestrul II).

apoi să se stabilizeze. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a redevenit pozitivă în intervalul iunie-august 2015, contribuind la intensificarea creșterii masei monetare în sens larg.

2.1. Ratele dobânzilor

Rata medie zilnică a dobânzii pieței monetare interbancare s-a situat în luna iulie în proximitatea limitei inferioare a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente ale băncii centrale, dar a înregistrat niveluri relativ mai înalte pe parcursul următoarelor două luni (Grafic 3.2). Pe ansamblul trimestrului, media randamentelor pieței monetare interbancare s-a redus însă ușor (cu 0,21 puncte procentuale, până la 0,76 la sută); totodată, volatilitatea trimestrială a ratelor dobânzilor ON a continuat să se diminueze.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Randamentele pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare s-au poziționat în luna iulie pe un palier apropiat ratei dobânzii la facilitatea de depozit a BNR, în condițiile menținerii excedentului net de lichiditate a băncilor la valori relativ ridicate; modificarea ulterioară a condițiilor lichidității – sub influența absorbțiilor de rezerve generate de operațiunile efectuate de MFP și a amplificării, inclusiv cu caracter sezonier, a numerarului în afara BNR – a avut ca efect o creștere a ratelor dobânzilor ON pe parcursul ultimelor două perioade de constituire a RMO din trimestrul III, acestea

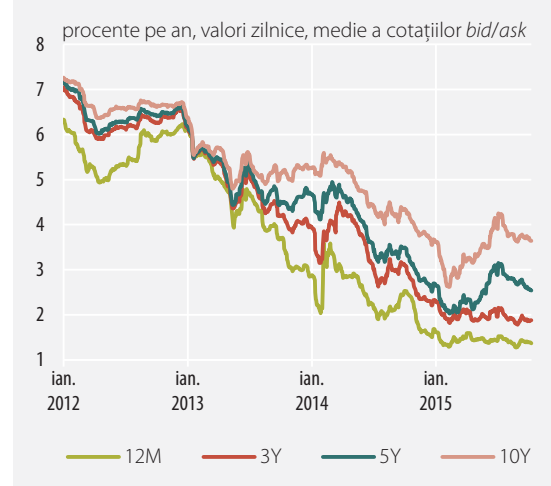
apropiindu-se temporar de rata dobânzii-cheie a băncii centrale. În contextul prelungirii manifestării unor disfuncționalități în redistribuirea lichidității pe piața monetară interbancară, precum și ca urmare a formării unor deficite temporare de rezerve, BNR a continuat să furnizeze lichiditate instituțiilor de credit prin intermediul operațiunilor *repo 1W*, derulate prin licitație cu rată fixă de dobândă și alocare integrală²⁶.

Cotațiile pe termen mai lung ROBOR 3M au rămas neschimbate în prima jumătate a trimestrului, în timp ce cotațiile ROBOR pe 6 și 12 luni s-au majorat ușor în debutul acestuia – probabil inclusiv ca efect al revizuirii anticipațiilor privind traiectoria ratei dobânzii de politică monetară – pentru ca ulterior să consemneze un declin marginal. Începând cu a doua jumătate a lunii august, pe fondul relativei înăspriri a condițiilor lichidității (curente și, posibil, a celor așteptate de instituțiile de credit), cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare s-au reînscris însă pe un trend ascendent. Ca urmare, valorile medii atinse în septembrie au fost superioare, în cazul ROBOR 3M (1,47 la sută), cu 0,20 puncte procentuale celor din iunie 2015; în cazul termenelor de 6 și respectiv 12 luni ajustarea ascendentă consemnată față de ultima lună a trimestrului precedent a fost de circa 0,13 puncte procentuale, acestea urcând la 1,66 la sută, respectiv la 1,74 la sută.

Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat influențele mixte exercitate de diminuarea aversiunii globale față de risc ulterior încheierii, în cadrul Summit-ului UE din 12-13 iulie, a unui acord între Grecia și creditorii pentru obținerea unui nou împrumut, de relativa atenuare a caracterului relaxat al condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară în august, dar și de vizibila creștere, spre finele aceleiași luni, a apetitului investitorilor nerezidenți pentru obligațiunile în monedă națională emise de unele state din regiune. Pe acest fond, interesul pentru titlurile de stat a fost relativ ridicat, raportul cerere/ofertă fiind superior celui din trimestrul anterior, chiar dacă valoarea titlurilor puse

în circulație a fost ușor mai mare, iar MFP a respins parțial/integral o parte dintre ofertele prezentate de cumpărători. Randamentele maxime acceptate în cadrul licitațiilor de titluri de stat și-au reluat scăderea în august, iar în septembrie au înregistrat mișcări în ambele sensuri, situându-se, în cadrul ultimelor licitații din trimestrul III, la 2,25 la sută și 2,65 la sută în cazul titlurilor cu maturitate reziduală de aproximativ 4 și 5 ani (-0,54 puncte procentuale și -0,40 puncte procentuale față de finele trimestrului II).

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



Pe piața secundară, cotațiile de referință²⁷ ale titlurilor de stat s-au înscris pe o traiectorie descendentă (Grafic 3.3), mai pronunțată în a doua jumătate a lunii iulie și întreruptă temporar, în ultima decadă a lunii august, de un episod de creștere care a afectat mai puternic termenele scurte. Valorile medii înregistrate în septembrie 2015 au fost în general inferioare celor din luna iunie, scăderi mai pronunțate înregistrându-se în cazul înscrisurilor pe termen lung (-0,22 puncte procentuale și -0,33 puncte procentuale pentru titlurile pe 10 și 5 ani, comparativ cu -0,04 puncte procentuale pentru cele pe termen de un an); în aceste condiții, panta curbei randamentelor s-a atenuat ușor.

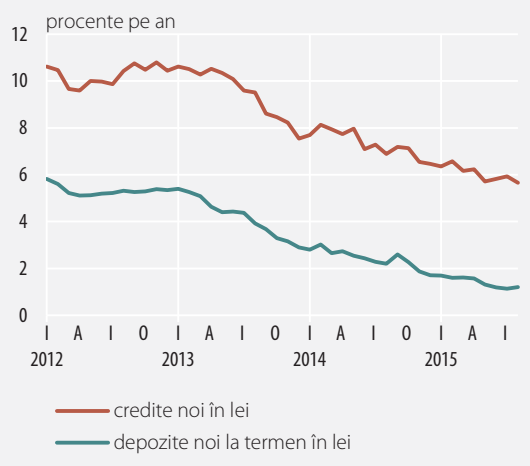
Pe ansamblul perioadei iunie-august 2015, ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi au însă

²⁶ În trimestrul III, BNR a efectuat șapte operațiuni *repo*, prin intermediul cărora au fost injectate sume variind între 0,2 și 1,9 miliarde lei.

²⁷ Exprimat ca medie a cotațiilor bid și ask.

să scadă, dar mai lent (cu -0,11 puncte procentuale, până la 1,21 la sută, respectiv cu -0,05 puncte procentuale, până la 5,66 la sută în august), evoluțiile lunare fiind însă oscilante (Grafic 3.4). Astfel, randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare a scăzut în iunie și s-a majorat în următoarele două luni (până la nivelul de 0,91 la sută – nivel identic celui consemnat în luna mai); în schimb, cel oferit pentru depozitele noi la termen ale populației s-a redus în fiecare dintre cele trei luni analizate, până la 1,64 la sută în august (-0,37 puncte procentuale față de mai). Costul mediu cu dobânda al creditelor noi ale societăților nefinanciare a crescut în iunie și s-a diminuat în următoarele două luni până la 4,46 la sută (-0,18 puncte procentuale față de mai), cu precădere datorită evoluțiilor înregistrate pe segmentul împrumuturilor de valoare mare (peste 1 milion echivalent euro). În schimb, rata medie a dobânzii aferente creditelor noi ale populației a scăzut în iunie, dar a crescut în iulie și august până la 6,86 la sută (+0,02 puncte procentuale față de mai) în principal ca urmare a influențelor exercitate de operațiunile de conversie în lei a creditelor în franci elvețieni (creștere a volumului în iunie, urmată de un declin în intervalul iulie-august).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar

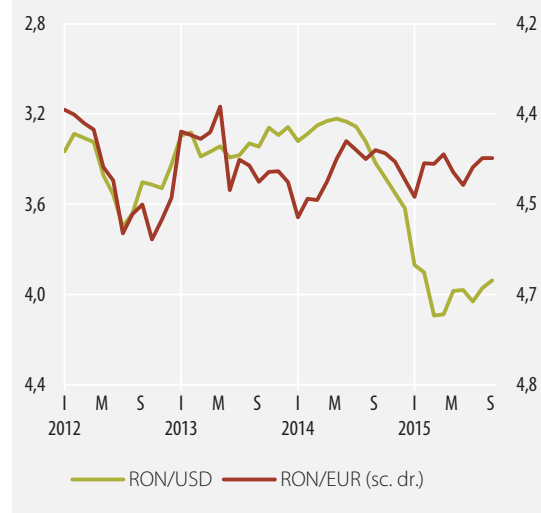


2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

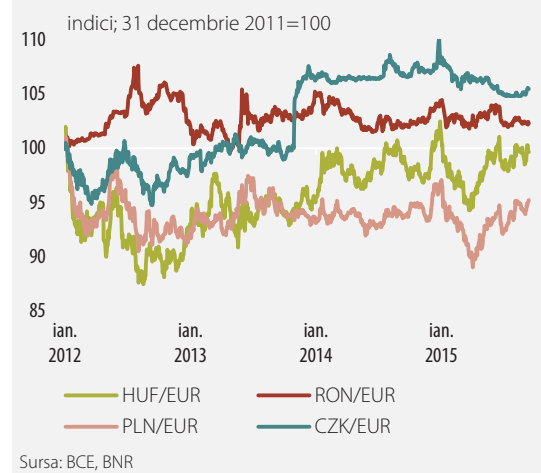
După ce în cursul trimestrului II s-a plasat pe un trend cvasicontinuu crescător, cursul de schimb leu/euro a suferit o corecție descendentă semnificativă

la mijlocul lunii iulie (Grafic 3.5), similar ratelor de schimb ale altor monede din regiune (Grafic 3.6), tinzând apoi să se stabilizeze pe unul dintre cele mai joase paliere din acest an.

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



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



Declinul abrupt al ratei leu/euro din prima lună a trimestrului III – soldat cu recuperarea aproape integrală a creșterii consemnate de aceasta în intervalul mai-iunie²⁸ – a fost consecința scăderii sensibile a aversiunii globale față de risc produse ulterior încheierii, în cadrul *Summit*-ului zonei euro din 12-13 iulie, a unui acord de principiu între Grecia și principalii săi creditori. Fluctuațiile cursului de

²⁸ Rata de schimb leu/euro a revenit la valoarea consemnată la finele lunii aprilie, după ce în 29 iunie atinsese nivelul de 4,4931.

schimb s-au atenuat ulterior, iar acesta s-a menținut până spre jumătatea lunii august la valori apropiate de minimul anului 2015, pe fondul atenuării temporare a îngrijorării generate de evoluția pieței de capital din China, al prelungirii evoluției favorabile a fundamentelor economice interne²⁹ (Tabel 3.1), precum și al conturării posibilității revizuirii unora dintre măsurile de relaxare fiscală incluse în proiectul noului Cod fiscal³⁰. Majorarea, în acest context, a ofertei de devize a clienților nerezidenți a avut drept consecință înjumătățirea, în iulie, a cererii nete de devize a acestor entități, respectiv a deficitului total al pieței valutare interbancare, în raport cu luna anterioară.

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

	milioane euro					
	8 luni 2014			8 luni 2015		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	-543	-3 182	2 639	-2 220	-4 882	2 662
Investiții directe	58	2 043	-1 985	268	2 417	-2 149
Investiții de portofoliu	7	1 620	-1 613	104	-2 048	2 152
Derivate financiare	52	0	52	-573	0	-573
Alte investiții	1 384	-6 845	8 229	1 389	-5 251	6 640
– numerar și depozite	1 344	-2 191	3 535	1 111	-1 795	2 906
– împrumuturi	206	-4 192	4 398	174	-3 389	3 563
– altele	-166	-462	296	104	-67	171
Active de rezervă ale BNR (net)	-2 044	0	-2 044	-3 408	0	-3 408

*) „+” creștere / „-” scădere

Cursul de schimb leu/euro a consemnat un scurt episod de creștere ușoară la jumătatea trimestrului III, reflectând efectele – relativ estompate și cu caracter tranzitoriu – exercitate asupra pieței financiare regionale, inclusiv a celei locale, de sporirea temerilor

²⁹ Date fiind, printre altele, menținerea în semestrul I a ponderii deficitului de cont curent în PIB la 0,4 la sută, majorarea investițiilor directe cu aproximativ 30 la sută față de aceeași perioadă din anul precedent, implicit îmbunătățirea considerabilă a gradului de acoperire a deficitului contului curent prin ISD.

³⁰ În data de 17 iulie Președintele României a transmis Senatului cererea de reexaminare a legii privind Codul fiscal.

investitorilor financiari legate de o potențială încetinire abruptă a creșterii economiei Chinei, de natură să afecteze dinamica economiei globale, dar mai ales pe cea a economiilor emergente dependente de exportul de materii prime³¹. El a revenit apoi pe o traiectorie cvasiliniară, în condițiile în care resuscitarea interesului investitorilor financiari pentru piețele financiare din unele state central și est-europene din UE, incluzând România, considerate ca fiind mai puțin expuse la riscurile asociate evoluțiilor din China, a contribuit la echilibrarea treptată a soldului tranzacțiilor derulate de nerezidenți pe piața valutară interbancară³². Aceste tendințe au fost susținute, spre finele trimestrului, și de ameliorarea sentimentului pieței financiare internaționale, ca urmare a adoptării de către banca centrală a Chinei a unor măsuri de relaxare a politicii monetare, a conturării așteptărilor de prelungire/suplimentare a injecțiilor de lichiditate ale BCE, precum și a consolidării celor de preservare de către Fed a *statu-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară până spre finele anului curent.

Pe ansamblul perioadei analizate, leul s-a apreciat în raport cu euro cu 1,0 la sută în termeni nominali³³ și cu 0,6 la sută în termeni reali; o evoluție similară a consemnat moneda națională și față de dolarul SUA, în condițiile în care valoarea acestuia s-a menținut relativ constantă în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul și-a diminuat deprecierea nominală atât față de euro, cât, mai ales, față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul iunie-august 2015, dinamica³⁴ masei monetare (M3) a crescut semnificativ (10,2 la sută, față de 5,9 la sută în perioada martie-mai 2015),

³¹ În acest context, prețurile internaționale ale materiilor prime, inclusiv cel al petrolului, și-au accentuat declinul, piețele majore de capital au înregistrat noi ajustări descendente, iar monedele unor economii emergente au consemnat depreciere semnificative.

³² Cererea de devize a rezidenților s-a majorat însă în septembrie, posibil pe fondul creșterii, inclusiv sezoniere, a importurilor.

³³ În trimestrul III, forintul s-a depreciat față de euro cu 0,4 la sută, iar zlotul cu 1,4 la sută.

³⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2015.

evoluția reflectând amplificarea sumelor alocate beneficiarilor de fonduri europene³⁵, precum și a unor categorii de cheltuieli bugetare³⁶. Efecte opuse ca sens, dar de intensitate mai redusă, au exercitat sporirea plăților sezoniere către bugetul consolidat, precum și creșterea portofoliului de instrumente financiare alternative ale segmentului nebanca (obligațiuni municipale, titluri de stat, depozite în lei cu maturitatea peste doi ani).

Rolul determinant în majorarea variației M3 a continuat să-l dețină cea mai lichidă componentă a sa – masa monetară în sens restrâns (M1) –, în condițiile creșterii mai rapide a depozitelor ON (ale populației și ale companiilor) și ale accelerării dinamicii numerarului în circulație (Tabel 3.2, Grafic 3.7). Depozitele la termen sub doi ani și-au atenuat ușor variația negativă, însă evoluția a reflectat exclusiv influența statistică a reducerii ratei anuale a inflației. Din perspectiva categoriilor de deținători ai M3, atât populația, cât și companiile și-au majorat dinamica depozitelor totale incluse în masa monetară. În primul caz, evoluția s-a corelat cu creșterea veniturilor de natură salarială³⁷ (având ca sursă inclusiv plata drepturilor stabilite în urma hotărârilor judecătorești³⁸), precum și a sumelor primite în contul fondurilor europene și/sau sub formă de dividende. La rândul ei, creșterea dinamicii depozitelor din M3 ale companiilor a reflectat intensificarea activității în unele sectoare economice³⁹, sporirea sumelor primite de la buget și/sau în contul fondurilor europene, precum și

³⁵ În intervalul iunie-iulie 2015, MFP a majorat sumele destinate rambursării cheltuielilor beneficiarilor de fonduri structurale, iar conform comunicatelor de presă ale APIA, în perioada iunie-iulie 2015 s-au acordat ajutoare de stat pentru motorină și s-au efectuat plăți pentru producătorii de lapte și carne de vită, ovine și caprine din zonele defavorizate. Defalcarea sumelor primite în contul fondurilor europene pe categorii de beneficiari nu este însă posibilă.

³⁶ Conform comunicatelor de presă ale ANAF, ritmul mediu de creștere anuală a rambursărilor de TVA din perioada iunie-august 2015 a fost cel mai mare din ultimul an și jumătate, iar conform execuției bugetare, în intervalul iunie-august 2015, ritmul mediu de creștere a cheltuielilor lunare cu bunurile și serviciile și respectiv de capital au fost cele mai mari din T4 2014.

³⁷ În intervalul iunie-august 2015, ritmul mediu de creștere anuală reală a salariului net pe economie a fost cel mai mare din T4 2008.

³⁸ Plata titlurilor executorii stabilite prin hotărâri judecătorești care au ca obiect acordarea unor drepturi salariale ale angajaților din administrația publică centrală și locală.

³⁹ În perioada iunie-august 2015, ritmul mediu de creștere anuală a cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și motocicletelor) a atins recordul din T3 2008 până în prezent, iar cel al cifrei de afaceri din unitățile industriale (total piața internă și externă) a fost cel mai mare din T2 2014 până în prezent.

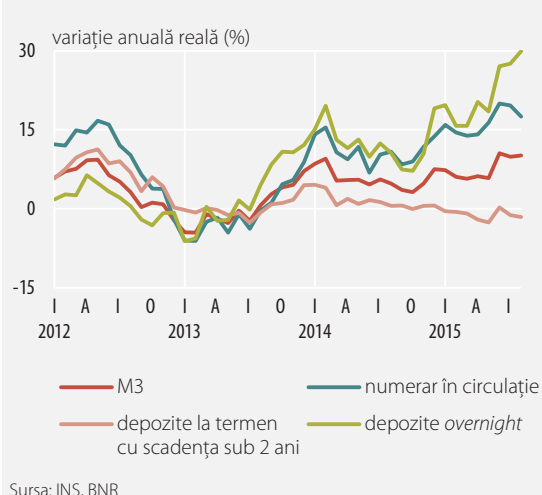
amplificarea investițiilor străine directe⁴⁰; efecte opuse ca sens, dar de intensitate mai redusă, au fost exercitate asupra sa de creșterea plăților în contul impozitului pe profit și al dividendelor (inclusiv către nerezidenți și/sau sectorul public⁴¹), precum și de realocarea unor dețineri de monedă către alte instrumente financiare (obligațiuni municipale, depozite pe termen de peste doi ani).

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2014		2015			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
M3	4,6	5,2	6,4	7,5	9,9	10,1
M1	10,0	12,0	16,3	20,1	24,7	25,5
Numerar în circulație	9,9	11,5	14,8	16,8	19,6	17,5
Depozite <i>overnight</i>	10,2	12,3	17,1	22,0	27,5	29,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	0,8	0,4	-0,6	-1,5	-1,2	-1,6

Sursa: INS, BNR

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Din perspectiva contrapartidelor, majorarea din această perioadă a dinamicii M3 a fost consecința intensificării creșterii deținerilor de titluri de stat în

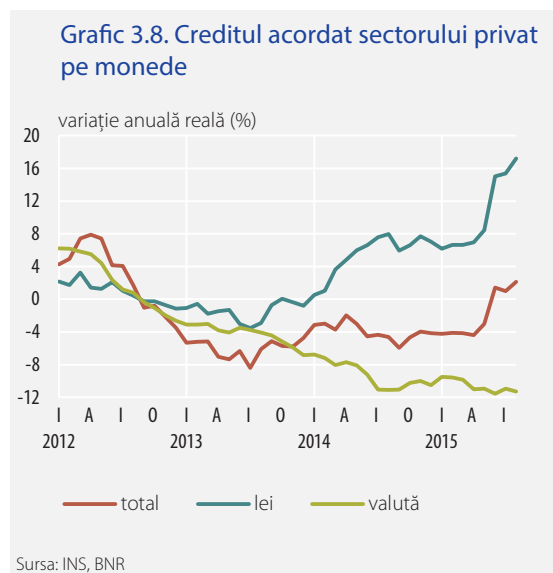
⁴⁰ Conform datelor din balanța de plăți, în perioada iunie-august 2015, volumul mediu lunar al investițiilor directe în sectorul privat a fost cel mai mare din acest an.

⁴¹ Conform comunicatelor de presă, în lunile iunie-iulie 2015 au plătit dividende Transelectrica, OMV Petrom, SIF Moldova, SIF Transilvania, Romgaz, Electrica, Transgaz.

lei ale instituțiilor de credit și a creditului acordat sectorului privat, respectiv a atenuării variației depozitelor în lei ale Trezoreriei statului; influențe contracționiste au decurs din reducerea dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar și din accelerarea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung⁴².

Creditul acordat sectorului privat

În perioada iunie-august 2015, variația⁴³ creditului acordat sectorului privat a crescut vizibil (1,5 la sută – prima valoare pozitivă în trei ani –, față de -3,9 la sută în perioada martie-mai 2015), evoluția datorându-se dinamizării componente în lei⁴⁴ (Grafic 3.8) și, într-o anumită măsură, efectului statistic exercitat de intrarea în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației⁴⁵; exprimată în termeni nominali, rata anuală de creștere a creditului acordat sectorului privat a redevenit la rândul ei pozitivă în luna august 2015 (după doi ani și jumătate de valori negative). În acest context, ponderea medie a împrumuturilor în devize în totalul creditului acordat sectorului privat și-a prelungit declinul (51,5 la sută, minimum ultimilor opt ani). Tendința ascendentă a creditului acordat sectorului privat a caracterizat ambele sectoare instituționale (Grafic 3.9).



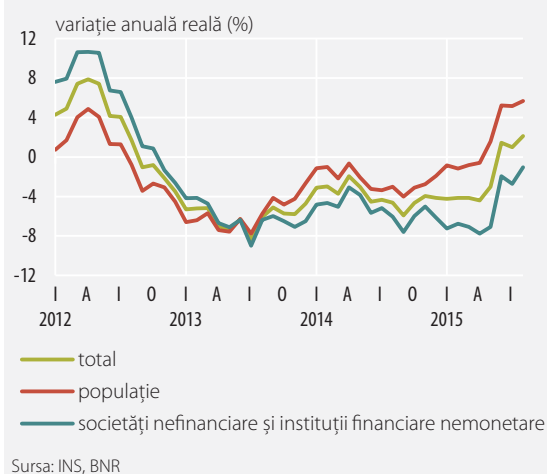
⁴² Poziția include și conturile de capital.

⁴³ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2015.

⁴⁴ Componenta în valută, exprimată în euro, a consemnat o nouă contracție în termeni anuali.

⁴⁵ Un impact de mai mică intensitate asupra amplificării dinamicii creditului sectorului privat l-a exercitat și efectul statistic al deprecierei monedei naționale față de euro.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



În cazul populației, plusul de dinamică a fost consecința intrării în teritoriul pozitiv, în premieră pentru ultimii șase ani, a variației creditelor în lei pentru consum și alte scopuri⁴⁶, coroborată cu prelungirea ritmului înalt de creștere a creditului pentru locuințe în moneda națională; evoluțiile s-au corelat cu creșterea fluxului de împrumuturi⁴⁷ – cererea de credite a segmentului⁴⁸ fiind stimulată, printre altele, de trendul descendent al ratelor dobânzilor –, precum și cu reducerea volumului net al creditelor neperformante scoase din bilanțurile instituțiilor de credit⁴⁹. În cazul societăților nefinanciare, creșterea dinamicii împrumuturilor s-a realizat pe seama componente în lei (pe toate scadențele) – a cărei variație a atins maximum ultimului an – și, într-o măsură mai mică, a celei în valută (exprimată în euro); și în acest caz, determinanții evoluției i-au constituit majorarea volumului de credite noi în lei, alături de reducerea valorii nete a celor externalizate.

⁴⁶ 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.

⁴⁷ Influențate într-o anumită măsură de operațiunile de renegociere, cu precădere cele asociate conversiei în lei a creditelor în CHF.

⁴⁸ Conform rezultatelor Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației publicat în august 2015, în trimestrul II 2015 cererea de credite a populației a crescut moderat pentru creditele de consum și s-a menținut constantă pentru creditele imobiliare; pentru trimestrul III 2015 instituțiile de credit anticipau o creștere moderată a cererii de împrumuturi din partea populației indiferent de segmentul de creditare.

⁴⁹ Calculate pe baza datelor din statistica monetară.

4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Rata anuală a inflației IPC este proiectată la valorile de -0,7 la sută și de 1,1 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016, profilul acesteia fiind marcat semnificativ de măsurile fiscale cu privire la reducerea succesivă a impozitelor indirecte. Evoluția ratei anuale a inflației CORE2 ajustat reflectă la rândul său reducerile cotei TVA anunțate în perioada recentă de către autoritățile române. Ambii indicatori sunt prevăzuți a se situa la valori negative până în luna mai 2016, sub limita inferioară a intervalului țintei staționare până la sfârșitul anului 2016, și a reintra în interiorul acestuia la începutul anului 2017. Efectele directe și cele de runda a doua, propagate prin intermediul anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici, asociate acestor măsuri fiscale vor fi atenuate de acumularea treptată a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. Divergența dintre traiectoria previzionată a inflației CORE2 ajustat pe prima parte a intervalului de prognoză și perspectiva ei la un orizont mai îndepărtat de timp se datorează atât manifestării unor efecte de bază statistice asociate reducerilor succesive ale cotei TVA, cât și inversării, din cursul anului 2016, a poziției ciclice a economiei, de la deficit la exces de cerere, în contextul conduitei expansioniste a politicii fiscale. Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente indică o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție al PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România) prevede continuarea redresării cererii externe, însă dinamicile anuale ale acesteia

sunt marginal inferioare celor anticipate în Raportul asupra inflației din luna august 2015 pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză. Revizuirea în jos a creșterii economice a principalilor parteneri comerciali se datorează în principal perspectivelor mai puțin favorabile reflectate de evoluțiile adverse ale unor economii emergente (Tabel 4.1). Creșterea economică din zona euro continuă să fie susținută de politica monetară implementată de BCE (în special prin *Programul extins de achiziționare de active*), precum și de efectele pozitive asupra consumului privat provenind din partea prețurilor mai scăzute ale produselor energetice și a evoluțiilor favorabile de pe piața muncii. Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august ușoarele modificări în sens descendent ale dinamicilor anuale proiectate ale PIB UE efectiv au fost contrabalansate de revizuirile istorice în sens invers ale acestora, *gap*-ul PIB UE efectiv⁵⁰ fiind ca atare reevaluat doar marginal pe intervalul de prognoză.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2015	2016
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,75	1,90
Inflația anuală din zona euro (%)	0,14	1,17
Inflația anuală IPC SUA (%)	0,15	1,87
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,01	-0,03
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,11	1,08
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	54,0	54,2

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

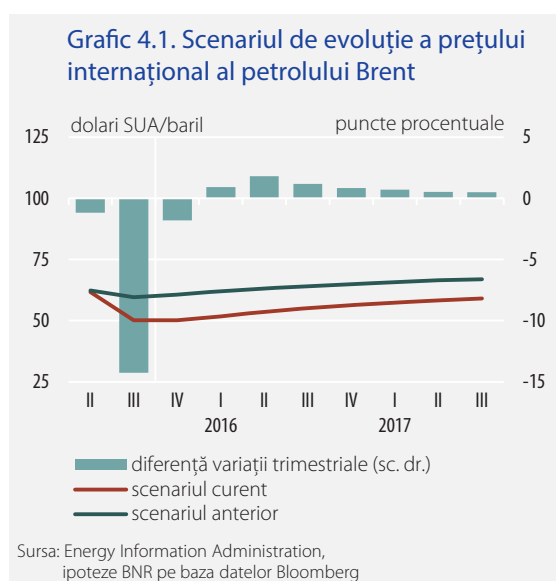
Rata anuală a inflației IAPC este previzionată a se menține sub nivelul reper de 2 la sută corespunzător definiției stabilității prețurilor a BCE. Sub influența prețurilor mai scăzute la produsele energetice proiecția este revizuită marginal în sens descendent

⁵⁰ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată la valori superioare celor din zona euro.

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este preconizată să înregistreze valori negative pe parcursul intervalului de prognoză, urmând ca la finele acestuia să reentre în teritoriu pozitiv, rămânând însă în apropiere de zero. Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede continuarea deprecierei monedei europene până în jurul cotației de 1,08 euro pentru un dolar SUA, urmată de o apreciere a acesteia în a doua parte a intervalului de prognoză.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie crescătoare începând cu trimestrul I 2016. Pe fondul unei cereri reduse de petrol datorate în special încetirii activității economice în China și unei oferte abundente provenite cu precădere din partea Arabiei Saudite și a Rusiei, cotațiile prețului petrolului au fost revizuite în jos față de cele utilizate în raportul anterior. Începând cu anul 2016, în contextul unei redresări a cererii de petrol la nivel mondial în paralel cu o scădere ușoară a ofertei pe seama unor investiții mai reduse în sectorul petrolier și a unei capacități de exploatare în diminuare, dinamicile trimestriale ale prețului petrolului au fost revizuite la valori mai ridicate decât cele din raportul anterior (Grafic 4.1).



1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC se va situa la nivelul de -0,7 la sută la finele anului 2015 și la 1,1 la sută la sfârșitul anului 2016, valori plasate sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Tabel 4.2). Evoluția ratei anuale a inflației din perioadele recente și de pe parcursul intervalului de prognoză este afectată semnificativ de măsurile fiscale cu privire la reducerea succesivă a impozitelor indirecte. Astfel, pe fondul extinderii sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA (9 la sută) la alimente introduse la 1 iunie 2015, precum și al prevederilor incluse în noul Cod fiscal, cu modificările ulterioare⁵¹, presupuse a fi aplicate de la 1 ianuarie 2016, cu privire la reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută și la extinderea cotei reduse a TVA la serviciile de livrare a apei potabile, prognoza actualizată prevede menținerea ratei anuale a inflației IPC în teritoriu negativ până în luna mai 2016. Sub impactul suprapunerii acestor măsuri fiscale, în perioada ianuarie – mai 2016 rata anuală a inflației IPC este anticipată a înregistra niveluri minime istorice situate sub -2 la sută.

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2015	2016			2017			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	-0,7	-3,0	0,0	1,0	1,1	2,5	2,8	2,8
Proiecție IPC*	2,1	1,4	1,6	2,7	2,7	2,9	3,2	3,1

*) exclusiv efectul de runda I al modificării cotei TVA

⁵¹ Noul Cod fiscal a fost adoptat de Parlament pe 3 septembrie 2015 și promulgat de Președintele României pe 7 septembrie 2015. O serie de modificări au fost aduse prin Ordonanța de urgență nr.50 din 27 octombrie 2015 privind reglementarea unor măsuri fiscale printre care cele mai importante se referă la devansarea termenului de aplicare a măsurii privind reducerea impozitului pe dividende de la 1 ianuarie 2017 la 1 ianuarie 2016, extinderea cotei reduse a TVA (9 la sută) la serviciile de livrare a apei potabile și reducerea impozitului pe venituri pentru microîntreprinderile cu personal angajat.

După epuizarea, în iunie 2016, a efectului de runda întâi al măsurii fiscale cu privire la extinderea cotei reduse a TVA la alimente, rata anuală a inflației va deveni pozitivă, revenind în interiorul intervalului țintei începând cu luna ianuarie 2017, când impactul direct al reducerii cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută se va fi epuizat. La acest orizont se anticipează că influențele intrării în vigoare a unei noi reduceri cu un punct procentual a cotei standard a TVA, precum și ale diminuării nivelului accizelor la combustibili vor fi dominate de impactul acumulării presiunilor din partea cererii agregate din economie, inclusiv pe seama unei dinamici alerte a veniturilor din salarii.

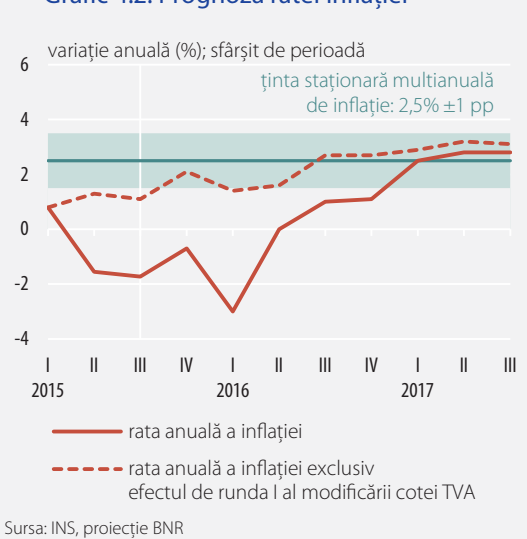
În ceea ce privește rata medie anuală a inflației IPC, aceasta este prevăzută a reintra în jumătatea inferioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale începând cu trimestrul II 2017.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din august, valoarea anticipată a ratei anuale a inflației IPC este mai redusă cu 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului 2015 și mai ridicată cu 0,4 puncte procentuale la finele celui viitor. Pentru anul curent, această revizuire este rezultatul unui aport mai redus provenind din partea indicelui CORE2 ajustat, a prețurilor combustibililor și a celor ale LFO. Pentru anul 2016, reevaluarea s-a produs pe fondul proiectării unor contribuții mai ridicate provenind din partea indicelui CORE2 ajustat și a prețurilor combustibililor.

Reducerea în două etape a cotei standard a TVA inclusă în varianta finală a Codului fiscal, urmând a fi aplicată de la 1 ianuarie 2016 și, respectiv, 1 ianuarie 2017, este anticipată a avea un impact semnificativ asupra prețurilor tuturor componentelor coșului de consum, cu excepția celor aferente segmentului mărfurilor alimentare⁵², care au fost deja afectate de extinderea cotei reduse a TVA la alimente de la 1 iunie 2015. În concordanță cu experiența modificărilor impozitelor indirecte în România și similar ipotezelor descrise în Raportul asupra

inflației din luna august, impactul contabil⁵³ de runda întâi al reducerilor succesive ale cotei TVA este preconizat a se regăsi în proporție ridicată în prețurile finale de vânzare, marcând semnificativ configurația dinamicii proiectate a inflației anuale IPC. Rata anuală a inflației IPC, recalculată prin eliminarea efectelor de runda întâi, tranzitorii, ale reducerilor cotei TVA evidențiază mai bine presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali ce se manifestă în economie (Grafic 4.2).

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



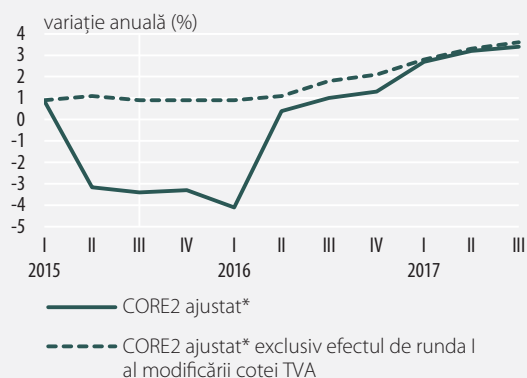
Configurația ratei anuale a inflației CORE2 ajustat reflectă la rândul său măsurile fiscale recente cu privire la reducerea cotei TVA. Similar dinamicii inflației IPC, rata anuală a inflației CORE2 ajustat va înregistra valori negative până în mai 2016, după care va tranzita către valori pozitive, ca urmare atât a epuizării efectelor statistice ale măsurilor adoptate la 1 iunie 2015, cât și a acumulării, spre sfârșitul orizontului de prognoză, a unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. În aceste condiții, rata anuală a inflației de bază se va situa la finele anilor 2015 și 2016 la -3,3 la sută și, respectiv, 1,3 la sută (Grafic 4.3). Divergența dintre traiectoria previzionată a inflației CORE2 ajustat pe prima parte a intervalului de prognoză și perspectiva ei pe orizont mai îndepărtat de timp se datorează manifestării în luna iunie 2016 și ianuarie 2017 a efectelor de bază statistice asociate

⁵² Acesta include grupa LFO și subgrupa „alimente” a indicelui CORE2 ajustat.

⁵³ Măsura cu privire la reducerea în două etape a cotei standard a TVA implică un efect contabil maximal asupra prețurilor bunurilor de consum de aproximativ -1,7 puncte procentuale în 1 ianuarie 2016 și de -0,4 puncte procentuale în ianuarie 2017.

reducerilor succesive ale cotei TVA⁵⁴, precum și inversării, încă de pe parcursul anului 2016, a poziției ciclice a economiei (de la deficit la exces de cerere), în contextul conduitei expansioniste a politicii fiscale. Influența celei din urmă asupra inflației CORE2 ajustat este amplificată de presiunile inflaționiste exercitate de creșterile salariale anticipate a fi superioare productivității muncii de la nivelul economiei, pe fondul majorării salariului minim pe economie și a salariilor din sectorul bugetar⁵⁵, cu efecte de demonstrație asupra salariilor din sectorul privat. Anticipațiile inflaționiste, prin intermediul cărora se transmit efectele de runda a doua ale reducerilor TVA, reflectă profilul ratei anuale a inflației IPC afectate de modificări ale impozitelor indirecte: valori situate sub limita inferioară a intervalului țintei până la sfârșitul anului viitor și, ulterior, în interiorul acestuia. Dinamica anuală a prețurilor de import va exercita presiuni inflaționiste în ușoară accentuare asupra ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, ca urmare a dinamizării preconizate a prețurilor externe.

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectul de runda I al modificării cotei TVA



Sursa: INS, proiecție BNR

⁵⁴ Extinderea cotei reduse a TVA la alimente în iunie 2015 și, respectiv, reducerea cu 4 puncte procentuale a cotei standard a TVA în ianuarie 2016. Efectul de bază ocazionat de ultima măsură menționată este prevăzut a anula impactul modest al șocului dezinflaționist al reducerii suplimentare cu un punct procentual a cotei standard din ianuarie 2017 asupra ratei anuale.

⁵⁵ Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 35 din 2.09.2015, începând cu data de 1 octombrie 2015 salariile personalului din sistemul public sanitar au fost majorate cu 25 la sută. De asemenea, alte două măsuri anunțate și care urmează a fi legiferaute au fost incluse în scenariul de bază: majorarea salariului minim până la 1 200 RON în ianuarie 2016 și majorarea salariilor pentru tot personalul din învățământ – didactic, didactic auxiliar și nedidactic – cu 15 la sută la 1 decembrie 2015.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august 2015, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și în sus cu 0,2 puncte procentuale la finalul celui viitor. Pentru anul 2015, această reevaluare este în principal rezultatul înregistrării în trimestrul III 2015 a unor valori inferioare celor prevăzute în scenariul de bază anterior. Pentru anul 2016, revizuirea în sus se datorează cu precădere reducerii cotei standard a TVA într-o mai mică măsură (la 20 la sută în ultima variantă a Codului fiscal față de 19 la sută) și dinamicii mai alerte a cererii agregate, inclusiv pe seama unei creșteri mai rapide a veniturilor din salarii comparativ cu cea a productivității muncii. O influență marginală în același sens a avut-o actualizarea proiecției prețurilor de import. Revizuirea contribuției ultimilor factori menționați este surprinsă de indicatorul aferent ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, recalculat prin eliminarea efectelor de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA. Această măsură de inflație, care exclude influențele tranzitorii ale măsurilor fiscale menționate, este proiectată la valoarea de 0,9 la sută și de 2,1 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016 (Tabel 4.3).

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2015		2016			2017		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
CORE2 ajustat	-3,3	-4,1	0,4	1,0	1,3	2,7	3,2	3,4
CORE2 ajustat*	0,9	0,9	1,1	1,8	2,1	2,8	3,3	3,6

*) exclusiv efectul de runda I al modificării cotei TVA

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate în creștere pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica anuală a grupei atingând nivelul de 6,3 la sută la finele anului curent și de 6,2 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.4). Traectoria acestora este marcată de efecte de bază nefavorabile în contextul epuizării în luna iunie 2016 a efectului de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA la alimente, al adoptării ipotezei înregistrării unei producții agricole mai puțin favorabile în anul curent comparativ cu cea din 2014 și cea așteptată pentru

2016, precum și de efectele sezoniere specifice acestei grupe. Contribuția grupei la rata anuală a inflației IPC este de 0,4 puncte procentuale atât la sfârșitul anului curent, cât și la finele celui viitor, fiind revizuită marginal doar pentru anul curent cu -0,1 puncte procentuale.

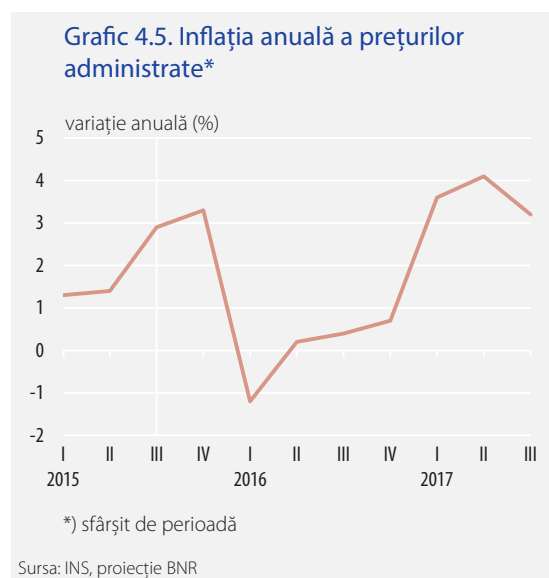


Dinamica anuală a prețurilor administrate este prognozată la valoarea de 3,3 la sută la sfârșitul anului 2015 și de 0,7 la finele celui viitor (Grafic 4.5). Prognoza pentru finele anului curent a fost menținută la o valoare cvasisimilară celei din raportul precedent. Pentru sfârșitul anului 2016, proiecția a fost ajustată marginal în sus cu 0,1 puncte procentuale, sub impactul cumulat al reevaluării ipotezei privind dinamica aferentă subgrupeii „gaze naturale” pe baza celor mai recente informații primite de la autoritățile de profil interne, al modificării impactului reducerii cotei standard a TVA la 1 ianuarie 2016 conform prevederilor incluse în forma finală a Codului fiscal⁵⁶ și al încorporării efectului extinderii cotei reduse a TVA (9 la sută) la serviciile de livrare a apei potabile începând cu ianuarie 2016.

Dinamica prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este marcată în principal de reducerea cotei standard a TVA în două etape, cu

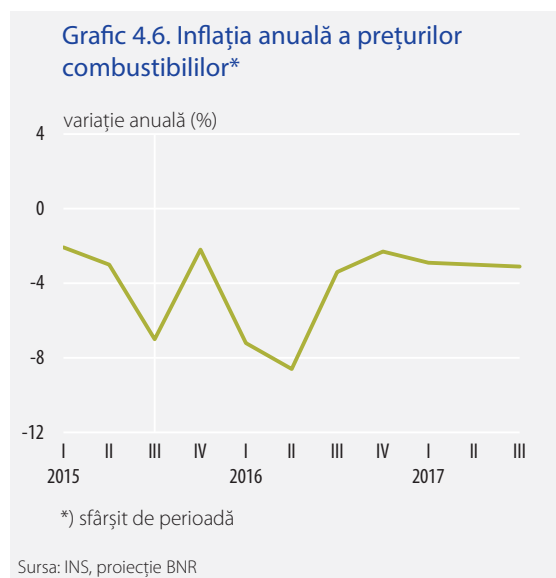
⁵⁶ Aceasta prevede reducerea cotei standard a TVA la 1 ianuarie 2016 cu 4 puncte procentuale față de forma preliminară a Codului fiscal, aflată în dezbateri la momentul publicării precedentului raport, și care stipula o reducere într-o singură etapă de 5 puncte procentuale a cotei standard a TVA.

4 puncte procentuale în ianuarie 2016 și, respectiv, cu un punct procentual în ianuarie 2017, și este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, modificată de măsurile noului Cod fiscal. Pe lângă reșezarea nivelului accizelor pentru alcool și băuturile alcoolice, în principal în sensul reducerii acestora începând cu ianuarie 2016, sunt prevăzute și creșteri ale quantumului accizei totale la 1 000 de țigarete cu 4,5 la sută în luna aprilie 2016 și cu 1,1 la sută în luna aprilie 2017. Contribuția anticipată a dinamicii prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice la inflația anuală IPC pentru sfârșitul anului curent este de 0,4 puncte procentuale, nivel situat cu 0,2 puncte procentuale peste cel înregistrat în Raportul asupra inflației din august și aproximativ nulă pentru anul 2016, cu 0,1 puncte procentuale sub nivelul corespunzător raportului anterior.



Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată la valori negative pe parcursul întregului interval de prognoză, atingând -2,2 la sută la sfârșitul anului 2015 și -2,3 la sută la finele anului 2016, valori revizuite față de proiecția precedentă în jos cu 6,2 puncte procentuale și, respectiv, în sus cu 4 puncte procentuale (Grafic 4.6). Traectoria ratei anuale a inflației proiectate pentru această grupă este marcată în principal de reducerea în două etape a cotei standard a TVA, de diminuarea nivelului accizelor aplicabile începând cu ianuarie 2017, precum și de declinul amplitudinii cotației petrolului pe

piețele internaționale în trimestrul III 2015. Contribuții pozitive la dinamica prețurilor acestei categorii de produse provin din partea anticipării unei dinamici anuale pozitive a prețului petrolului pe a doua parte a intervalului de prognoză și a reînscriserii anticipațiilor privind inflația pe o traiectorie crescătoare spre finalul intervalului.



Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale unor alimente (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2015 – cu 0,3 puncte procentuale mai redusă comparativ cu raportul anterior. La finalul anului viitor aceasta este de 0,3 puncte procentuale, în creștere cu 0,2 puncte procentuale, față de proiecția anterioară (Tabel 4.4).

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

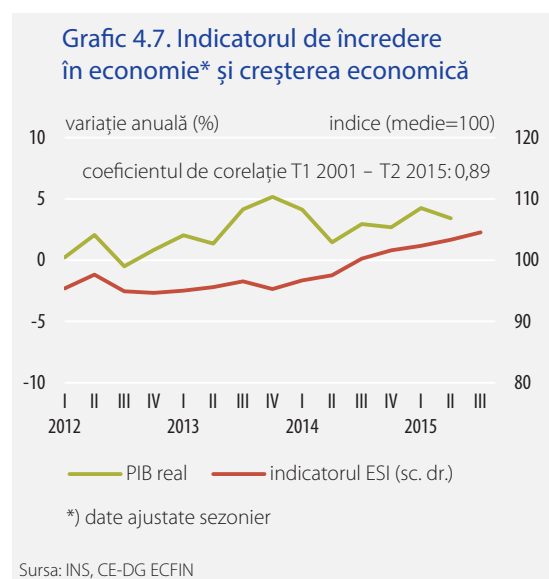
	puncte procentuale	
	2015	2016
Prețuri administrate	0,6	0,1
Combustibili	-0,2	-0,2
Prețuri LFO	0,4	0,4
CORE2 ajustat	-2,0	0,8
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,4	0,0

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

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁵⁷

Deviația PIB

Conform INS⁵⁸, în trimestrul II 2015 PIB real ajustat sezonier a crescut cu 0,1 la sută față de trimestrul anterior (în termeni anuali creșterea PIB real a fost de 3,4 la sută). Analiza evoluției față de trimestrul anterior a unor serii macroeconomice indicative sugerează accelerarea dinamicii trimestriale a PIB real pe parcursul trimestrului III 2015: indicatorul de încredere în economie s-a majorat în trimestrul III 2015 cu 1,3 puncte (Grafic 4.7), iar comerțul cu amănuntul (cu excepția auto-moto) și producția industrială au înregistrat creșteri în perioada iulie-august de 2,5 la sută și, respectiv, 0,4 la sută. Dinamica producției agricole în 2015, estimată a înregistra valori inferioare mediei pe termen lung, este anticipată a avea un efect negativ asupra ritmului trimestrial de creștere a PIB real din trimestrul III 2015.



Evoluția factorilor de producție – „stoc de capital” și „forță de muncă” – pe parcursul anului curent și al celui următor este proiectată a îngloba creșterile recente și cele prognozate ale volumului de investiții – preponderent cele din sectorul privat –, respectiv

⁵⁷ 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.

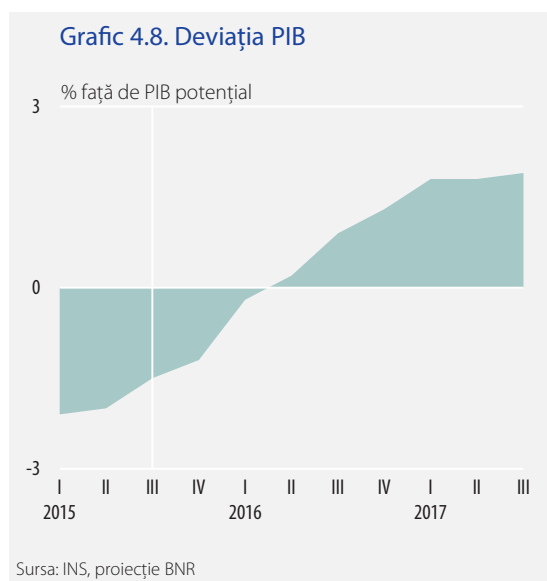
⁵⁸ Comunicatul nr. 249 din 7 octombrie 2015.

ale gradului de ocupare, cu efecte anticipat pozitive asupra evoluției PIB potențial. Dinamica productivității totale a factorilor de producție este anticipată a încorpora pe de o parte performanța modestă a sectorului agricol din anul 2015 (cu efect statistic de reportare și în 2016), iar pe de altă parte, efectele benefice ale programelor de perfecționare profesională și de re tehnologizare a facilităților de producție, a căror finanțare va beneficia de evoluția prognozat favorabilă a ratelor reale ale dobânzilor și de presupusa continuare a absorbției fondurilor structurale și de coeziune. Raportat la aceste evoluții anticipate, persistă incertitudinile asociate evoluțiilor din mediul extern și, implicit, volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor emergente, în general, și celor din regiune, în particular, cu potențial de a configura traiectorii diferite ale dinamicii factorilor de producție.

Față de runda anterioară de prognoză, deficitul de cerere estimat pentru trimestrul II 2015 a fost revizuit la o valoare mai mare, implicând, *ceteris paribus*, presiuni dezinflaționiste mai accentuate. Revizuirea deviației PIB a survenit pe seama reevaluării determinanților acesteia, a erorii de prognoză pe termen scurt pentru trimestrul II 2015 și a revizuirii de către INS a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier. Deficitul de cerere din trimestrul III 2015 este evaluat în reducere față de cel din trimestrul anterior (Grafic 4.8), în condițiile caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale în sens larg și al componentei discreționare a politicii fiscale (impulsul fiscal). Cererea externă este estimată a exercita o influență restrictivă în diminuare asupra deviației PIB. Reducerea magnitudinii deficitului de cerere în trimestrul III 2015 este coroborată cu evoluția unor indicatori corelați cu poziția ciclică a economiei, precum indicatorul de încredere în economie și gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie, care au crescut în trimestrul III 2015 față de cel anterior cu 1,3 puncte și, respectiv, 0,8 puncte procentuale.

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

datorează cu precădere conduitei expansioniste a politicii fiscale⁵⁹, redresării graduale a cererii externe și, într-o mai mică măsură, unui set stimulativ al condițiilor monetare reale. Aceasta implică presiuni dezinflaționiste în curs de atenuare pe parcursul anului curent și, cu începere din 2016, influențe în sensul stimulării creșterii prețurilor bunurilor de consum. Comparativ cu Raportul asupra inflației din august, revizuirea deviației proiectate a PIB reflectă efectul mai stimulativ al componentei discreționare a politicii fiscale în a doua parte a intervalului de prognoză, influența ușor mai puțin stimulativă a condițiilor monetare reale pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție, poziționarea ciclică ușor mai favorabilă a cererii externe efective (susținută de conduita politicii monetare a BCE), precum și impactul reevaluării deviației PIB din perioadele recente.



Scenariul de bază prevede consolidarea creșterii economice în anul 2015, în pofida unei producții agricole sub media pe termen lung și o accelerare semnificativă în 2016, sub impactul evoluției alerte a cererii interne, pe seama creșterii susținute a consumului și a redresării anticipate a investițiilor. În condițiile avansului semnificativ al cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a fi mai alertă decât cea a exporturilor,

⁵⁹ Conduită evaluată prin intermediul impulsului fiscal, utilizând datele disponibile la momentul elaborării acestui raport, în condițiile în care configurația finală a bugetului de stat pentru anul 2016 urmează a fi definitivată ulterior de către autorități.

contribuția exporturilor nete la creșterea PIB fiind proiectată a deveni negativă pe intervalul de prognoză.

Componentele cererii agregate

Dinamica pozitivă a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este de așteptat a se consolida pe parcursul trimestrului III 2015, susținută de creșterea venitului disponibil, sub impactul majorărilor salariale din perioada analizată (creștere în termeni nominali de 1,5 la sută în iulie-august față de media trimestrului II), al dinamicii inflației în contextul reducerii cotei TVA la produsele alimentare, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, dar și al avansului creditului de consum din ultimele două trimestre. Această dinamică a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este susținută de evoluția unor indicatori precum comerțul cu amănuntul (exclusiv auto-moto) și serviciile de piață prestate populației, care au crescut cu 2,5 la sută și, respectiv, 7,4 la sută în perioada iulie-august 2015 față de media trimestrului anterior, simultan cu menținerea indicatorului de încredere a consumatorilor la niveluri maxime postcriză. În acest context, în trimestrul III 2015 *gap*-ul acestei componente a cererii agregate este evaluat în diminuare față de trimestrul anterior.

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

Pe parcursul intervalului de prognoză, consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a crește în ritmuri alerte pe fondul avansului venitului disponibil real al acestora. La aceasta vor contribui și măsurile de relaxare fiscală implementate și prevăzute în noul Cod fiscal (reducerea cotei generale a TVA, diminuarea accizelor la principalele produse energetice și reașezarea nivelului acestora pentru alcool și băuturile alcoolice), precum și creșterile salariale programate și cele implicate de evoluția favorabilă așteptată a activității economice. Adițional, traiectoria consumului este anticipată a fi susținută de relaxarea condițiilor de creditare și de evoluția ratelor dobânzilor practicate de instituțiile

de credit, ca urmare a propagării graduale a impactului reducerilor succesive ale ratei dobânzii de politică monetară.

În ceea ce privește consumul colectiv efectiv al administrației publice, acesta este anticipat a înregistra o dinamică pozitivă pe intervalul de proiecție.

Dinamica formării brute de capital fix (FBCF) în trimestrul III 2015 este evaluată a se menține pozitivă. Această evoluție este susținută de creșterea față de trimestrul anterior a unor indicatori precum: volumul lucrărilor de construcții (+ 1,8 la sută în perioada iulie-august), stocul de credite acordate companiilor nefinanciare (+2,3 la sută în termeni reali în trimestrul III) și permisele de construcții (+13,7 la sută în perioada iulie-august). Avansul formării brute de capital fix este susținut și de indicatorii de încredere aferenți operatorilor din industrie, respectiv din construcții, dar și de evoluția favorabilă a comenzilor în construcții (sold conjunctural în creștere cu 1,5 puncte în trimestrul III). Ca urmare, *gap*-ul FBCF este evaluat a deveni ușor pozitiv în trimestrul III 2015.

După dinamica anuale negative din 2013 și 2014, formarea brută de capital fix este proiectată a înregistra ritmuri pozitive atât în 2015, cât și în 2016, pe seama revigorării activității investiționale a sectorului privat, în paralel cu anticipata revenire a creditării interne și dinamizarea treptată a activității economice a partenerilor comerciali ai României și în concordanță cu ipoteza continuării eforturilor privind absorbția fondurilor europene destinate investițiilor. La acestea se adaugă efectele cu potențial de antrenare din partea măsurilor fiscale anunțate recent (e.g. reducerea impozitului pe dividende). Suplimentar, creșterea FBCF este anticipată a fi sprijinită în 2017 de eliminarea taxei pe construcții speciale. Caracterul persistent al factorilor cu influență negativă asupra dinamicii medii anuale a investițiilor din ultimii ani⁶⁰ este însă indicativ pentru incertitudinea aferentă evoluției FBCF pe parcursul intervalului de prognoză.

⁶⁰ Între posibii factori cu influență negativă asupra dinamicii medii anuale a investițiilor în perioada 2013-2014 se numără infrastructura deficitară (a se vedea, de exemplu, aprecierile formulate de FMI în Raportul de țară nr. 15/80 – martie 2015) și incertitudinile privind unele evoluții externe, cu impact negativ asupra investițiilor străine directe.

Estimarea evoluției trimestriale a exporturilor de bunuri și servicii în trimestrul III 2015 sugerează menținerea dinamicii pozitive a acestora. La aceasta contribuie anticipata creștere economică moderată a partenerilor comerciali, pe fondul conduitei acomodative a politicii monetare a BCE, suprapusă însă unui context internațional marcat de incertitudini cu privire la dinamica economiilor emergente (cu posibile efecte repercutate asupra economiilor dezvoltate din zona euro). Importurile de bunuri și servicii din trimestrul III 2015 sunt anticipate să înregistreze o ușoară accelerare, sub impulsul cererii interne și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției exporturilor. În aceste condiții, deviația de la tendința pe termen mediu este evaluată a se menține în teritoriu negativ în cazul exporturilor, respectiv a înregistra valori pozitive în cazul importurilor.

Dinamica anuală a exporturilor se va menține pozitivă pe parcursul intervalului de prognoză, sub ipoteza persistenței beneficiilor în plan structural înregistrate pe parcursul ultimilor ani⁶¹. Prognoza privind evoluțiile anuale ale exporturilor reflectă redresarea graduală a cererii externe și, pe termen mediu, posibila atingere a limitelor superioare ale capacităților interne de producție, mai ales în cazul produselor care au cunoscut creșteri accelerate pe perioade mai îndelungate. Date fiind evoluțiile de până la data elaborării raportului, apreciem că încetinirea înregistrată la nivelul economiilor emergente (în special China), precum și tensiunile geopolitice globale nu sunt de natură a reprezenta un risc major la adresa exporturilor românești, având în vedere expunerea directă redusă a României pe canalul comercial. Este însă posibilă producerea unor efecte propagate mai ales pe canale indirecte, prin influența asupra principalilor parteneri comerciali ai României. Dinamica anuală a importurilor este proiectată a fi superioară celei a exporturilor pe parcursul intervalului de prognoză, evoluție determinată de creșterea anticipată semnificativă a cererii interne.

⁶¹ Ponderea grupei „mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport” în total exporturi FOB ale României s-a menținut la valori de cel puțin 40 la sută în perioada postcriză. Pe termen mediu, performanța acestui sector este condiționată de factori precum extinderea capacității productive, îmbunătățirea infrastructurii, evoluția cererii externe.

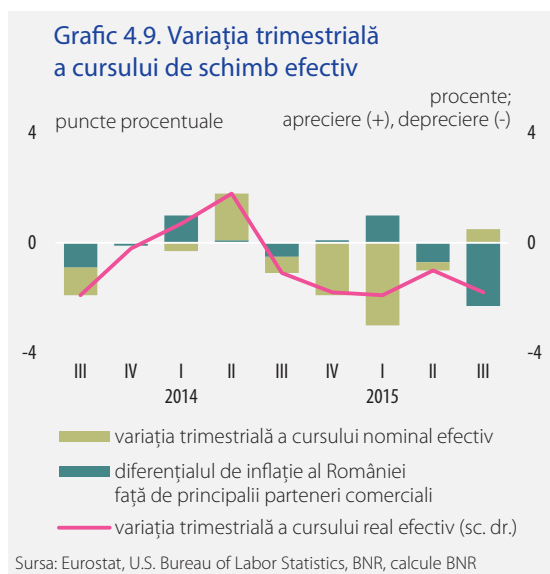
Deficitul contului curent al balanței de plăți s-a poziționat în anul 2014 la 0,5 la sută din PIB nominal (în diminuare față de anul precedent), atât pe fondul reducerii deficitului balanței bunurilor și serviciilor, cât și al celui al balanței veniturilor. Pe intervalul de proiecție, deficitul de cont curent este anticipat a consemna o inversare a sensului ajustării înregistrate în perioada postcriză. Principalul factor determinant al deschiderii prognozate a deficitului de cont curent este dinamica accelerată a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, susținută de măsurile de relaxare fiscală. În aceste condiții, pe termen mediu, ponderea deficitului de cont curent în PIB este prognozată a se poziționa în apropierea valorii de 2 la sută. Pe termen scurt, nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi adecvate și favorabil distribuite din perspectiva ponderii fluxurilor generatoare *versus* non-generatoare de noi datorii. Cu toate acestea, redeschiderea acestuia pe seama majorării deficitului bugetar și a accelerării consumului ar putea amplifica vulnerabilitățile României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, cu efecte adverse la adresa echilibrelor macroeconomice interne pe termen mediu.

Condițiile monetare în sens larg

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

Ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi ale clienților nebankari (denominate în lei) au continuat să scadă în termeni nominali și în trimestrul III 2015, inclusiv pe fondul impulsului propagat în timp al reducerilor ratei dobânzii de politică monetară (reducere cumulată de 1,75 puncte procentuale în perioada august 2014 – mai 2015). Diminuarea ratelor nominale este

semnificativ inferioară reducerii așteptărilor privind inflația, ceea ce se transpune într-o creștere a ratelor reale, atât la credite, cât și la depozite. Cumulat, impactul deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denumite în lei asupra activității economice din trimestrul IV 2015 este evaluat a fi aproximativ neutru.

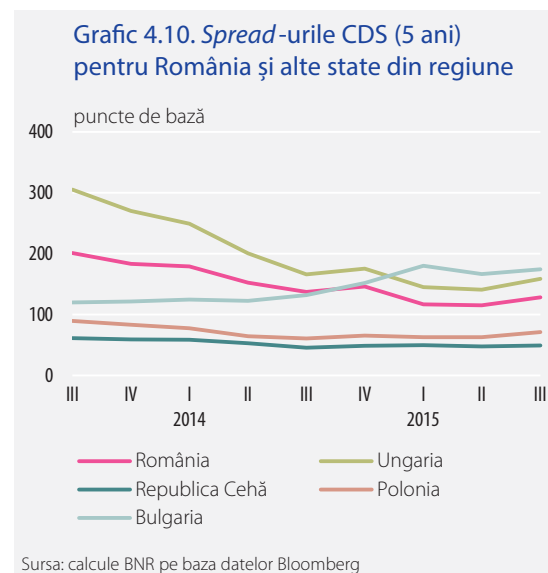


Pe parcursul trimestrului III 2015, comparativ cu cel anterior, moneda națională s-a apreciat în termeni nominali efectivi, ca urmare a evoluției atât față de euro, cât și în raport cu dolarul SUA (Grafic 4.9). În termeni reali însă, cursul de schimb efectiv⁶² este anticipat a se deprecia în continuare pe fondul inflației mai mici din România comparativ cu cea din țările partenerilor comerciali. În acest context, prin intermediul competitivității prin preț a exporturilor, impactul cursului de schimb real efectiv asupra cererii agregate din trimestrul IV 2015 este evaluat a se menține stimulat.

Tensiunile cu privire la criza datoriei elene, precum și turbulențele de pe piețele emergente au imprimat o creștere marginală cotațiilor *Credit Default Swap* (CDS) în trimestrul III 2015 (Grafic 4.10) comparativ cu cel anterior (tendință regională). Aceasta indică un potențial de majorare a percepției de risc și în perioadele următoare, posibil a fi

⁶² 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.

amplificată, în cazul României, de vulnerabilitățile asociate conduitei viitoare a mixului de politici macroeconomice, provenind cu precădere din partea componentei politicii fiscale. În context istoric, majorarea ușoară în trimestrul III 2015 a percepției riscului suveran asociat statelor din regiune survine în condițiile amplificării temerilor investitorilor privind încetinirea creșterii economiei Chinei și ale incertitudinilor cu privire la momentul debutului și, respectiv, la dozajul procesului de normalizare a politicii monetare a Fed. În cazul României, prima de risc suveran (aproximată cu ajutorul cotațiilor *Option Adjusted Spread*) este evaluată a se menține ușor sub tendința pe termen mediu, în paralel cu poziționarea sub nivelul de echilibru a ratei reale a dobânzii externe. Aceste evoluții sunt anticipate a exercita influențe stimulative asupra cererii agregate interne. În structura efectului de avuție și de bilanț, la contribuțiile menționate se adaugă și cea a evoluției anticipate a cursului de schimb real efectiv. Prin urmare, în trimestrul III 2015 efectul de avuție și de bilanț este anticipat a exercita un impact stimulat în creștere asupra activității economice din trimestrul următor.



Pe ansamblu, condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul III 2015 sunt evaluate a exercita în continuare o influență stimulat asupra activității economice din trimestrul următor, având ca efect, *ceteris paribus*, atenuarea presiunilor dezinflaționiste reflectate prin intermediul deficitului de cerere

agregată. În structura acestora, impactul favorabil provine din partea cursului de schimb real efectiv (prin intermediul competitivității prin preț a exporturilor), a efectului de avuție și de bilanț și a deviației ratei reale a dobânzii la depozitele noi la termen.

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

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

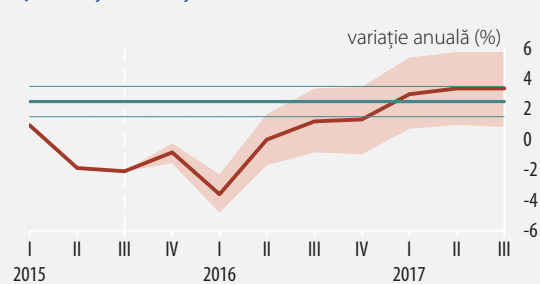
1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa traiectoriei ratei inflației este evaluată ca fiind înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază (Grafic 4.11). Riscurile specifice acestei runde sunt atribuite cu precădere mediului intern, în timp ce factorii externi își mențin relevanța subliniată în rundele anterioare de proiecție.

Pe plan intern, procesul de numire a unui nou guvern accentuează incertitudinile legate de implementarea consecventă a mixului de politici macroeconomice și a reformelor structurale

necesare pentru menținerea macrostabilității și asigurarea unei creșteri economice durabile. Din această perspectivă, riscurile sunt asociate, pe de o parte, posibilității ca efectele ansamblului de măsuri de relaxare fiscală implementate și programate în noul Cod fiscal⁶³ să difere de cele evaluate în cadrul scenariului de bază curent. Pe de altă parte, sunt semnificative incertitudinile privind unele aspecte legate de conduita viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor, mai ales având în vedere că bugetul pentru anul 2016 este încă neconfigurat. În acest context, rămân preocupante implicațiile pe care majorările salariale recent implementate sau care sunt incluse în noul proiect al Legii salarizării în sectorul bugetar le-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor fiscali. Implementarea prevederilor acestui proiect de lege, conjugată cu posibila întârziere în realizarea reformelor structurale și a investițiilor publice, ar putea determina depășirea semnificativă a parametrilor fiscali asumați de România în cadrul tratatelor europene de guvernanță fiscală, având ca efecte posibile reconfigurarea fluxurilor de capital adresate pieței interne, deteriorarea competitivității economiei naționale și, implicit, a potențialului de creștere al acesteia.

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2014. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Pentru intervalul de referință, în pofida unei recente atenuări a tensiunilor globale, mediul extern continuă să reprezinte o sursă importantă de

⁶³ La care s-au adus modificări și completări ulterioare prin Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 50 din 27 octombrie 2015 privind reglementarea unor măsuri fiscale.

incertitudini, relevante în aceste sens fiind modul de gestionare a crizei datoriei suverane a Greciei după acordul liderilor zonei euro privind negocierea unui al treilea program de asistență financiară, perspectivele de evoluție a economiilor zonei euro și a celor emergente majore – cu precădere China, având în vedere procesul, în desfășurare, de încetinire a creșterii economice din această țară –, precum și probabilitatea sporită de manifestare a unor divergențe în conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii.

Materializarea riscurilor asociate acestor surse ar putea genera efecte indirecte negative asupra economiei românești, prin prisma impactului pe care aceste evoluții l-ar putea avea asupra cererii externe din partea UE, principalul partener comercial al României. În plus, consecințele adverse asupra încrederii investitorilor pe piețele financiare regionale ar putea antrena creșteri ale volatilității fluxurilor de capital adresate acestora și, implicit, economiei românești. O astfel de conjunctură ar putea avea drept rezultat fluctuații ale cursului de schimb al leului de natură să altereze traiectoria inflației din scenariul de bază. Din aceste motive, în contextul expirării recente a acordurilor încheiate de România cu Comisia Europeană și FMI, este necesară menținerea coerenței politicilor macroeconomice în vederea consolidării progreselor realizate în ultimii ani în ceea ce privește eliminarea dezechilibrelor majore și creșterea rezilienței economiei interne în fața eventualelor șocuri adverse de pe plan mondial.

Balanța riscurilor provenind din partea evoluției viitoare a prețurilor alimentare volatile este apreciată ca fiind înclinată în sus pe termen scurt, date fiind condițiile agrometeorologice nefavorabile din acest an, cu potențiale efecte nefavorabile asupra producției agricole.

În cazul prețurilor administrate, riscurile asociate dimensiunii și ritmului ajustărilor prețurilor gazelor naturale și energiei electrice sunt relativ echilibrate, având în vedere revizuirile operate recent asupra acestor categorii de prețuri. Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime este apreciată ca fiind înclinată ușor în jos pe termen scurt, în condițiile evoluțiilor

recente care indică posibilitatea unei persistențe a tendinței de scădere a prețului internațional al petrolului, pe fondul acumulării unor stocuri de materii prime energetice în contextul creșterii semnificative a producției și al trenării cererii globale⁶⁴. În același timp, depinzând de sensul și magnitudinea reconfigurării conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale de la nivel mondial, își menține relevanța riscul ca evoluția cursului de schimb EUR/USD să exercite efecte neanticipate asupra celui al leului în raport cu dolarul SUA și, ca urmare, asupra prețului petrolului exprimat în lei.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor BNR, în trimestrul III 2015 rata anuală a inflației a rămas în teritoriul negativ. Ea s-a plasat însă pe un palier inferior celui anticipat, dată fiind dimensiunea peste așteptări a scăderilor consemnate în prima parte a intervalului de prețurile combustibililor și de prețurile volatile ale alimentelor. Efectele lor s-au conjugat cu cele decurgând din reducerea cotei TVA pentru toate produsele alimentare⁶⁵, din persistența deficitului de cerere agregată – aflat într-o restrângere relativ mai lentă –, precum și din prelungirea inflației joase în zona euro/UE și a anticipațiilor inflaționiste scăzute. Acestea au fost doar în mică măsură contrabalansate de influențele de sens opus exercitate de relativa accelerare pe parcursul trimestrului a ritmului anual de creștere a prețurilor administrate. Pe acest fond, rata anuală a inflației a continuat să scadă în primele luni ale trimestrului – atingând în august un nou minim istoric⁶⁶ –, pentru ca în septembrie să înregistreze o creștere marginală, până la -1,73 la sută.

În contextul dat, actualizarea prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, pe baza celor

⁶⁴ Aceste evoluții survin în contextul acordului de ridicare a sancțiunilor economice aplicate Iranului, al creșterii producției de petrol de șist în SUA, al deciziei Organizației Țărilor Exportatoare de Petrol (OPEC) de a nu reduce plafonul de producție, dar și al încetării activității economice în China.

⁶⁵ Măsură implementată începând cu 1 iunie 2015.

⁶⁶ În luna august rata anuală a inflației a scăzut la -1,87 la sută.

mai recente date și informații disponibile, relevă o relativă accentuare a caracterului divergent al traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației evidențiat în cadrul exercițiului precedent de prognoză⁶⁷. Aceasta este consecința reconfirmării dimensiunii impactului dezinflaționist *one-off* anticipat a fi exercitat pe termen scurt de viitoarele reduceri de taxe și impozite indirecte⁶⁸, concomitent cu amplificarea efectelor de sens opus, de natură fundamentală, ce se așteaptă a fi generate gradual de ansamblul măsurilor de relaxare fiscală și de creșterea câștigurilor salariale decurgând direct și indirect din majorările salariale acordate recent unor categorii de personal bugetar și din creșterea salariului minim brut pe economie.

Astfel, suprapunerea semnificativelor efecte tranzitorii anticipate a fi exercitate de noile scăderi de impozite indirecte, mai cu seamă de reducerea la 20 la sută a cotei standard a TVA, peste cele deja manifeste generate de scăderea cotei TVA pentru produsele alimentare și de noul declin al prețului combustibililor, este de natură să readăncească rata anuală a inflației în teritoriul negativ și să o coboare în primul trimestru al anului 2016 la un nivel ușor inferior celui prognozat anterior⁶⁹. În același timp, însă, ca urmare a corecției ascendente mai ample pe care o consemnează apoi – pe fondul epuizării impactului tranzitoriu al scăderii cotei TVA pentru toate produsele alimentare, coroborată cu relativa creștere concomitentă a dinamicii anuale prognozate a prețurilor volatile –, traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației urcă în a doua parte a anului 2016 deasupra valorilor din prognoza precedentă, rămânând, totuși, până la finele anului 2016 sub limita de jos a intervalului țintei staționare

⁶⁷ Raportul asupra inflației, august 2015.

⁶⁸ Varianta revizuită a noului Cod fiscal, adoptată de Parlamentul României în data de 3 septembrie 2015, prevede: (i) reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută, începând cu 1 ianuarie 2016, și la 19 la sută, începând cu 1 ianuarie 2017; (ii) eliminarea supraaccizei la carburanți, începând cu 1 ianuarie 2017; (iii) eliminarea taxei pe construcții speciale și reducerea impozitului pe dividende de la 16 la sută la 5 la sută, începând cu 1 ianuarie 2017; (iv) alte ajustări ale accizelor aplicabile produselor din tutun. Acesta a fost, însă, modificat ulterior prin Ordonanța de urgență a Guvernului nr.50 din 27 octombrie 2015, prin care s-a aprobat implementarea, începând cu 1 ianuarie 2016, a următoarelor măsuri: reducerea impozitului pe dividende, extinderea cotei reduse de TVA, de 9 la sută, la serviciile de livrare a apei potabile și reducerea impozitului pe venituri pentru microintreprinderile cu personal angajat.

⁶⁹ La nivelul de -3 la sută, reprezentând un nou minim istoric; prognoza anterioară indica nivelul de -2,8 la sută.

(1 la sută în trimestrul IV). Corespunzător acestor evoluții, rata medie anuală negativă a inflației previzionată pentru anul 2015 crește la -0,6 la sută, iar cea anticipată pentru 2016 scade la -0,7 la sută (-0,3 la sută și respectiv -0,8 la sută, în proiecția anterioară).

Totodată, ulterior epuizării impactului direct al primei scăderi a cotei standard a TVA, rata anuală prognozată a inflației se repoziționează în jumătatea superioară a intervalului de variație al țintei staționare, atingând la finele orizontului prognozei nivelul de 2,8 la sută, doar marginal inferior celui evidențiat în proiecția precedentă (2,9 la sută). Pe deasupra, recalculată prin excluderea efectelor tranzitorii anticipate a fi exercitate de cea de-a doua rundă de scădere a unor taxe și impozite indirecte, rata anuală prognozată a inflației se plasează chiar din ultimele luni ale anului 2016 deasupra punctului central al țintei, implicit pe un palier superior celui din proiecția precedentă.

Comportamentul așteptat al inflației de bază pune în evidență cu o și mai mare claritate relativa intensificare și prevalența pe orizontul mai îndepărtat al prognozei a presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali. Ele decurg cu precădere din perspectiva creșterii mai alerte a excedentului de cerere agregată ulterior inversării poziției ciclice a economiei – anticipată a se produce doar cu o ușoară întârziere față de precedentă prognoză, respectiv în trimestrul II 2016 –, complementată de cea a poziționării la niveluri mai înalte a anticipațiilor inflaționiste și a dinamicii costurilor salariale unitare. Acestea au ca premise și ipoteze majore: (i) accelerarea recentă și în perspectivă apropiată a creșterii consumului și investițiilor private; (ii) prelungirea trendului ascendent al câștigurilor salariale, implicit al venitului disponibil real al populației; (iii) imprimarea unei atitudini pronunțat prociclice politicii fiscale în 2016; (iv) prezervarea caracterului ușor stimulat al condițiilor monetare reale și relativa intensificare a activității de creditare, și (v) continuarea redresării lente a economiilor zonei euro/UE. Pe acest fond, după ce coboară la un minim de -4,1 la sută⁷⁰ sub impactul *pass-through*-ului

⁷⁰ În trimestrul I 2016.

reducerii la 20 la sută a cotei standard a TVA, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat se înscrie pe un trend alert crescător, ajungând să depășească semnificativ, în ultimele două trimestre ale orizontului proiecției, nivelurile din prognoza anterioară (3 la sută și respectiv 3,3 la sută⁷¹, față de 2,5 la sută, nivel prognozat anterior pentru trimestrul II).

Caracteristicile noii prognoze a evoluțiilor macroeconomice, precum și cerința prezervării coerenței mixului de politici macroeconomice, dar și a relativei sincronizări cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune/zona euro, reclamă o adevărată prudență a conduitei politicii monetare a BNR în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile. O asemenea abordare este justificată și de incertitudinile crescute și de riscurile semnificative în dublu sens la adresa perspectivei inflației induse de factori fundamentali, inclusiv în contextul apropierei anului electoral și al absenței obiectivelor/angajamentelor ferme în sfera finanțelor publice și a reformelor structurale pe care le presupun, de regulă, acordurile convenite cu instituțiile financiare internaționale; acestora li se alătură incertitudinile pe care le generează recente evoluții politice interne, mai ales în condițiile în care configurația bugetului public pentru anul 2016 este încă nefinalizată.

Din această perspectivă, preocupante pentru banca centrală rămân riscurile la adresa evoluției viitoare a inflației având ca sursă posibilă suplimentare/extindere a majorărilor salariale în sectorul bugetar⁷² – de natură să amplifice gradul de relaxare a politicii fiscale, dar și să exercite efecte de demonstrație asupra salariilor din sectorul privat⁷³ –, precum și potențiala prelungire pe parcursul anului 2017 a creșterii etapizate a salariului minim brut. Relevanța acestor riscuri este sporită de continua amânare

a realizării investițiilor publice, mai ales în infrastructură, și a unor reforme structurale, precum și de insuficiența valorificării fondurilor europene, a căror eventuală perpetuare ar afecta sever și durabil potențialul de creștere și competitivitatea economiei românești.

Potențialul inflaționist al unui asemenea context ar decurge prioritar din relativa accentuare a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial, dar și a decalajului dintre dinamica câștigurilor salariale și cea a productivității muncii, implicând o accelerare a creșterii costurilor companiilor; acestora li s-ar alătura o foarte probabilă adâncire mai consistentă a deficitului de cont curent, inclusiv în condițiile relativei dinamizării a importurilor de bunuri de consum, precum și o posibilă deteriorare a percepției investitorilor străini asupra economiei și pieței financiare românești, cu implicații nefavorabile asupra primei de risc suveran, a costurilor de finanțare externă și a comportamentului cursului de schimb al leului.

Înclinația ascendentă a balanței riscurilor interne la adresa perspectivei inflației este atenuată de incertitudinile și riscurile generate de mediul extern, care par a fi, în condițiile actuale, predominant dezinflaționiste. Sursa lor principală o constituie dinamica economiei Chinei și a altor state emergente majore, care a manifestat recent o tendință de slăbire. O eventuală prelungire a acestora ar fi de natură să afecteze comportamentul inflației interne prioritar pe calea prețurilor de import, dar și prin efectele exercitate asupra poziției ciclice a economiei interne⁷⁴ de probabila încetinire, pe acest fond, a redresării economice în zona euro și în statele din regiune, dar și a creșterii economice globale. În același timp, însă, prin influențarea apetitului global pentru risc și a atractivității relative a plasamentelor pe diferite piețe financiare, evoluțiile economice din China și din alte state emergente, la fel ca și divergența în creștere a conduitelor politicilor monetare ale principalelor bănci centrale și tensiunile geopolitice existente, ar putea antrena, pe termen scurt sau episodic,

⁷¹ Recalculată prin excluderea efectelor directe previzionate ale măsurilor fiscale, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat crește la 3,5 la sută.

⁷² Conform prevederilor proiectului inițial al Legii salarizării unitare a personalului plătit din fonduri publice.

⁷³ Mai cu seamă în ipoteza unei tensionări viitoare a pieței muncii.

⁷⁴ În principal prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii.

importante realocări de portofolii pe plan global/regional, implicit fluctuații cu impact inflaționist ale cursului de schimb al leului, mai cu seamă în ipoteza unei deteriorări a fundamentelor interne.

O altă importantă sursă externă de riscuri la adresa perspectivei inflației rămâne evoluția viitoare a prețului internațional al petrolului – deosebit de incertă –, capabilă să exercite efecte divergente semnificative asupra economiei naționale și a inflației, cu precădere pe orizonturi diferite de timp. Astfel, o evoluție relativ mai temperată a prețului petrolului, coroborată cu o eventuală apreciere sub așteptări a dolarului SUA în raport cu euro, ar fi de natură să amplifice pe termen scurt influența dezinflaționistă, directă și indirectă, a prețului combustibililor și a altor importuri, dar să și stimuleze, pe orizontul mai îndepărtat de timp, atât cererea internă – prin scăderea costurilor de producție și sporirea venitului real disponibil al populației –, cât și cererea externă adresată economiei naționale; o creștere peste așteptări a

componentei externe a cererii agregate ar putea decurge și dintr-o redresare mai viguroasă a economiilor statelor europene, pe fondul măsurilor de politică monetară implementate de BCE și al deprecierei euro în raport cu dolarul SUA.

Având în vedere sporirea incertitudinilor asociate traiectoriei divergente a ratei anuale prognozate a inflației, având ca sursă contextul politic intern, mai ales în condițiile nefinalizării configurației bugetului public pentru anul 2016, precum și mediul extern, cu precădere evoluțiile economice din China și din alte state emergente majore, cu implicații asupra creșterii economice a zonei euro, dar și pe plan global, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 noiembrie 2015, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
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
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar (metodologie BPM6)	29
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	30
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	32
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	33
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	35
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	37

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1.	Evoluția inflației	13
Grafic 1.2.	Efecte de runda întâi ale cotației țiteiului asupra ratei inflației	13
Grafic 1.3.	Contribuții la rata anuală a inflației	14
Grafic 1.4.	Așteptările operatorilor economici privind inflația	15
Grafic 1.5.	Rata medie anuală a IAPC	15
Grafic 2.1.	Cererea	16
Grafic 2.2.	Achiziții de mărfuri și servicii	16
Grafic 2.3.	Încrederea consumatorilor	17
Grafic 2.4.	Investiții	18
Grafic 2.5.	Oferta	19
Grafic 2.6.	Contribuția productivității muncii la dinamica PIB real	19
Grafic 2.7.	Curba Beveridge	20
Grafic 2.8.	Efectivul salariaților din economie	21
Grafic 2.9.	Indicele valorii unitare a importurilor	21
Grafic 2.10.	Prețurile producției industriale pentru piața internă	22
Grafic 2.11.	Costurile salariale unitare din industrie	23
Grafic 3.1.	Ratele dobânzilor BNR	25
Grafic 3.2.	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	26
Grafic 3.3.	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	27
Grafic 3.4.	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	28
Grafic 3.5.	Cursul de schimb nominal	28

Grafic 3.6.	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	28
Grafic 3.7.	Principalele componente ale masei monetare	30
Grafic 3.8.	Creditul acordat sectorului privat pe monede	31
Grafic 3.9.	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	31
Grafic 4.1.	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	33
Grafic 4.2.	Prognoza ratei inflației	34
Grafic 4.3.	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectul de runda I al modificării cotei TVA	35
Grafic 4.4.	Inflația anuală a prețurilor LFO	36
Grafic 4.5.	Inflația anuală a prețurilor administrate	36
Grafic 4.6.	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	37
Grafic 4.7.	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	37
Grafic 4.8.	Deviația PIB	38
Grafic 4.9.	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	41
Grafic 4.10.	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	41
Grafic 4.11.	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	42

