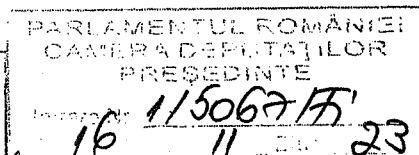
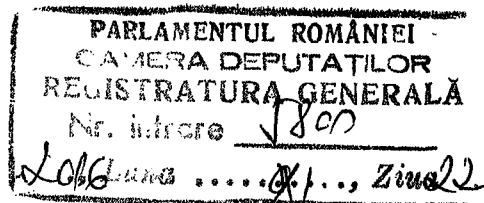
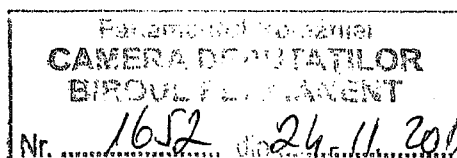




BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU
Guvernator



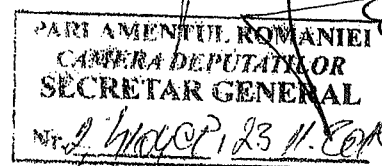
Nr. XVI/G/147/10 noiembrie 2016

D-lui S.G. Pănciu - pt. BPR
Spre informare

Domnului FLORIN IORDACHE

Președintele Camerei Deputaților

Domnule Președinte,



Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul asupra inflației – noiembrie 2016*, cu mențiunea că prezentarea publică a acestuia s-a realizat în cadrul unei conferințe de presă.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din data de 4 noiembrie 2016.

Cu deosebită considerație,

Mugur Isărescu

1

Raport asupra inflației – noiembrie 2016

Banca Națională a României

10 noiembrie 2016



2

**Prezentarea Guvernatorului BNR
la conferința de presă cu ocazia lansării
Raportului asupra inflației – noiembrie 2016**

10 noiembrie 2016

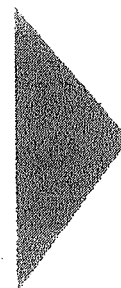


1

Raport asupra inflației – noiembrie 2016

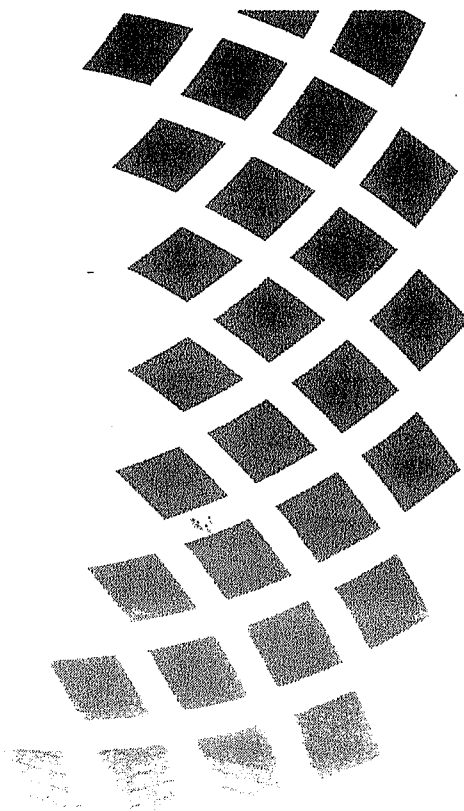
Banca Națională a României

10 noiembrie 2016





BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI



Raport asupra inflației

noiembrie 2016

Anul XII, nr. 46

Raport asupra inflației Noiembrie 2016

Anul XII, nr. 46

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

Banca Națională a României
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București
tel.: 021/312 43 75; fax: 021/314 97 52

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 noiembrie 2016, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 octombrie 2016.

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

Cuprins

SINTEZĂ	7
1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
1. Cererea și oferta	15
2. Prețurile de import și prețurile de producție	20
2.1. Prețurile de import	20
2.2. Prețurile de producție	21
3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	23
1. Politica monetară	23
2. Piețe financiare și evoluții monetare	25
2.1. Ratele dobânzilor	25
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	27
2.3. Moneda și creditul	29
4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	32
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	36
1.4. Riscuri asociate proiecției	40
Abrevieri	43
Lista tabelelor din text	44
Lista graficelor din text	44

SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La finele trimestrului III 2016, rata anuală a inflației a rămas negativă (-0,6 la sută), în atenuare însă față de nivelul înregistrat la finele trimestrului II (-0,7 la sută). Valoarea încă negativă se datorează persistenței efectului indus de măsura de reducere a cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută – cu impact asupra prețurilor majorității componentelor coșului (mai puțin ale celor ale produselor alimentare). În același timp, rata anuală a inflației IPC s-a plasat în luna septembrie marginal sub valoarea prognozată în raportul anterior, pe fondul scăderii mai ample a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și al relativei aprecieri a monedei naționale în lunile iulie-septembrie. Rata medie anuală a inflației IAPC¹ a accelerat pe parcursul trimestrului III (atingând în luna septembrie -1,3 la sută), odată cu ieșirea graduală din calculul acesteia a variațiilor anuale afectate de extinderea cotei reduse a TVA din iunie 2015.

Excluzând efectele de runda întâi ale reducerii TVA, rata anuală a inflației s-a înscris pe o traiectorie ușor ascendentă, de la 0,7 la sută în iunie la 0,8 la sută în septembrie, rămânând sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. La aceasta a contribuit consolidarea la valori pozitive a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat² și cea a produselor din tutun, precum și moderarea semnificativă a reducerii în termeni anuali a prețurilor combustibililor și a celor volatile ale alimentelor. Evoluția tarifelor administrate a constituit singura sursă notabilă de dezinflație pe parcursul perioadei menționate.

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.

La sfârșitul trimestrului III 2016, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a atins 0,5 la sută, comparativ cu 0,4 la sută în iunie. Traectoria este în concordanță cu majorarea excedentului de cerere din economie și cu relativa atenuare a influenței dezinflaționiste exercitate de mediul extern, în contextul tendinței ascendente manifestate de cotațiile unor materii prime relevante (petrol, produse agroalimentare). Excluzând impactul modificării cotei TVA, rata anuală a inflației de bază a urmat aceeași tendință moderat ascendentă în intervalul iunie-septembrie (creștere cumulată de 0,1 puncte procentuale), atingând 1,4 la sută la finele trimestrului III.

Pe ansamblul trimestrului II 2016, dinamica anuală a costurilor salariale unitare din industrie s-a menținut la un nivel ridicat, respectiv 8,6 la sută, similar intervalului precedent, în condițiile în care intensificarea ritmului câștigurilor salariale, datorată cu precădere etapei de majorare a salariului minim brut din luna mai, a fost compensată de evoluția curentă mai favorabilă a productivității muncii. Persistența la niveluri ridicate a costurilor salariale unitare, pe parcursul ultimelor trimestre, sugerează acumularea de presiuni inflaționiste, dar și un potențial de erodare a competitivității externe a producătorilor interni, mai ales în ramurile în care primează factorul muncă.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 4 august 2016, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an. Prognoza trimestrială reflecta menținerea profilului ascendent al ratei inflației, în condițiile presiunilor inflaționiste provenite

din partea excedentului de cerere agregată și a costurilor unitare cu forța de muncă. Astfel, traiectoria prognozată a ratei anuale a inflației înregistra valori negative până la finele anului 2016, revenea apoi în interiorul intervalului țintei pe parcursul anului 2017 și se plasa în jumătatea superioară a acestuia la orizontul proiecției (trimestrul II 2018).

Riscurile asociate proiecției proveneau atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe plan intern, riscurile se conturau în sfera politicii fiscale și de venituri. Contextul extern era marcat de incertitudini ridicate asociate creșterii economice globale și redresării economice a zonei euro, amplificate de efectele preconizate ale referendumului din Marea Britanie, de tensiunile geopolitice și de dificultățile din sistemul bancar european.

Ulterior deciziei de la începutul lunii august, datele statistice au relevat, în linie cu evoluția anticipată, creșterea ratei anuale a inflației IPC, în timp ce inflația de bază a cunoscut doar un avans moderat. Creșterea economică anuală a depășit așteptările în trimestrul II 2016 (6 la sută), pe seama expansiunii consumului populației și a investițiilor.

În ședința din 30 septembrie 2016, perspectivele actualizate cu privire la evoluția pe termen scurt a ratei inflației reconfirmau menținerea acesteia în teritoriul negativ până la sfârșitul anului 2016. Aceasta era anticipată să crească apoi gradual și să revină în intervalul de variație al țintei staționare în a doua jumătate a anului 2017. Riscurile la adresa perspectivei inflației se mențineau la un nivel ridicat și aveau drept sursă atât mediul intern, cât și cel extern.

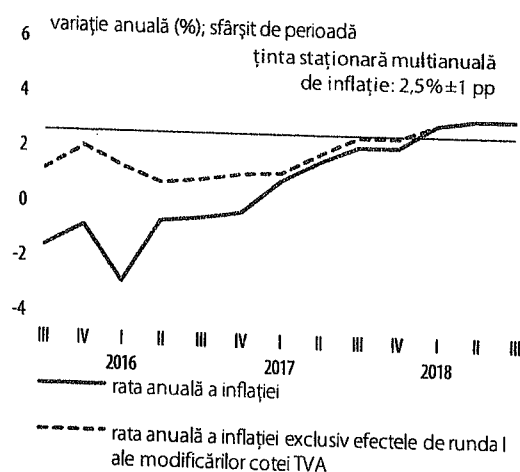
Pe baza datelor disponibile la momentul respectiv și în contextul acestor incertitudini sporite, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an și continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar. De asemenea, date fiind diminuarea creditării în valută, consolidarea nivelului adecvat

al rezervelor valutare și îmbunătățirea structurii acestora, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 10 la sută de la 12 la sută începând cu perioada de aplicare 24 octombrie – 23 noiembrie 2016. Rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei a fost menținută la nivelul de 8 la sută.

Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în creștere pe întregul interval de prognoză de la -0,4 la sută la sfârșitul anului 2016 la 2,1 la sută la finele anului 2017 și la 3,1 la sută la orizontul proiecției (trimestrul III 2018). Față de raportul precedent, pentru finele anului 2017, proiecția a fost revizuită în sus cu 0,1 puncte procentuale, pe fondul anticipării unor presiuni inflaționiste mai pronunțate din partea factorilor fundamentali asociați mediului intern cu impact asupra indicelui CORE2 ajustat. Valorile proiectate ale inflației IPC vor fi marcate în continuare de măsurile de relaxare fiscală, de avansul venitului disponibil, inclusiv pe fondul politicii veniturilor, precum și de evoluția prețurilor principalelor materii prime pe piețele internaționale.

Prognoza ratei inflației



Măsura alternativă a ratei anuale a inflației IPC, calculată prin eliminarea efectelor tranzitorii de runda întâi ale reducerilor succesive ale cotei TVA,

aflate în afara controlului autorității monetare, este proiectată să atingă 1 la sută la sfârșitul anului 2016 și 2,4 la sută la finele anului 2017. Începând cu ianuarie 2018, când efectele tranzitorii ale măsurilor fiscale se vor fi epuizat, cele două măsuri ale ratei anuale a inflației vor fi identice.

Scenariul de bază prevede accelerarea creșterii economice în anul curent. Pentru anul 2017 creșterea economică este anticipată a se menține peste dinamica PIB potențial, dar la valori inferioare celei din anul 2016, odată cu atenuarea impactului stimulilor fiscali și salariali asupra componentelor cererii interne și pe fondul manifestării efectelor *Brexit* asupra cererii externe pentru exporturile românești. Principalii determinanți ai creșterii economice vor rămâne consumul și investițiile. Dinamica prognozată a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației va reflecta impactul, în diminuare, asupra venitului disponibil real provenit din partea măsurilor de relaxare fiscală și a celor care vizează politica veniturilor în sectorul public, precum și a majorărilor salariale anticipate a se produce în sectorul privat, în corelație cu dinamica anticipată a productivității muncii. În același timp, se prevede consolidarea evoluției favorabile a formării brute de capital fix pe parcursul intervalului de referință, în contextul: (i) continuării absorbției, deși cu o încetinire de ritm în cursul anului 2017, a fondurilor europene structurale și de coeziune³ și al (ii) condițiilor favorabile de creditare, cu efect de susținere a dinamicii investițiilor din sectorul privat. În sens favorabil acționează și setul condițiilor monetare reale, prevăzut a fi stimulat pe întregul interval de referință.

Pe fondul avansului cererii interne, în special în anul curent, ritmul de creștere a importurilor de bunuri și servicii este anticipat a-l depăși pe cel al exporturilor, contribuind la poziționarea, pe termen mediu, a ponderii deficitului de cont curent, în apropierea valorii de 2,5 la sută în PIB. Nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent, preponderent non-generatoare de noi

datorii (investiții străine directe și transferuri de capital) sunt apreciate a fi în continuare adecvate. Cu toate acestea, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului și a majorării deficitului bugetar prezintă, în situația unei creșteri a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, potențialul de a periclita echilibrele macroeconomice ale României.

În contextul creșterii economice peste așteptări, din trimestrul II 2016, deviația pozitivă a PIB a fost revizuită la valori mai ridicate comparativ cu runda anterioară de prognoză. Excesul de cerere va cunoaște o intensificare până la orizontul proiecției, sub impactul conduitei stimulative a politicii fiscale, al dinamizării veniturilor din sectorul privat, al reducerii graduale a deficitului de cerere externă și al caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 0,5 la sută la finele anului 2016 și 3 la sută la sfârșitul anului 2017, urmând ca la finele trimestrului III 2018 să înregistreze 3,7 la sută. Dinamica acestei componente reflectă, în principal, evoluția deviației PIB, la care se adaugă traiectoria ascendentă a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, precum și atenuarea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea prețurilor de import. Calculată prin excluderea efectelor de runda întâi ale modificării TVA, rata anuală a inflației de bază se plasează la 1,4 la sută și, respectiv, la 3,1 la sută la finele anilor 2016 și 2017.

Comparativ cu prognoza din luna august, valorile proiectate mai ridicate din runda curentă reflectă în principal proiectarea unor presiuni inflaționiste mai accentuate din partea cererii agregate și preconizarea unor creșteri mai alerte ale prețurilor alimentelor procesate în contextul evoluțiilor recente observate pe acest segment la nivel european.

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

³ În condițiile trecerii la un nou cadru financiar multianual (2014-2020).

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată ca fiind echilibrată în contextul influențelor relativ contrare asociate surselor de risc localizate în mediul intern, respectiv extern.

Pe plan intern, persistă incertitudinile privind implementarea consecventă a mixului de politici macroeconomice necesare menținerii macrostabilității și asigurării unei creșteri economice durabile. Riscurile sunt asociate, pe de o parte, posibilității ca execuția bugetară din cursul anului curent să difere de cea presupusă în scenariul de bază, iar pe de altă parte, incertitudinilor privind configurația viitoare a bugetului pe intervalul de prognoză. Din această perspectivă, este preocupant impactul pe care actele legislative adoptate sau aflate în curs de adoptare – și care vizează aplicarea de noi stimuli fiscali ori măsuri în domeniul politicii veniturilor – l-ar putea avea asupra configurației viitoare a parametrilor fiscali. În acest context, posibila trenare a realizării investițiilor publice și implementării reformelor structurale este de natură a conduce la deteriorarea potențialului de creștere și a competitivității economiei românești. În plus, o reversare a procesului de consolidare fiscală și implicit deteriorarea poziției externe ar putea determina reevaluarea gradului de risc asociat de investitorii străini economiei interne.

Pe plan extern, incertitudinile aferente implementării procedurii de ieșire din Uniunea Europeană a Marii Britanii au potențialul, alături de cele privind evoluțiile viitoare ale activității din economiile emergente, de a inhiba cererea globală și, pe această cale, cererea externă din UE pentru produsele românești. Materializarea, eventual simultană, a acestor riscuri externe va afecta negativ poziția ciclică a economiei interne, inducând presiuni în sens descendent la adresa inflației. La nivelul sectorului financiar, persistă incertitudinile privind soluționarea dificultăților din sistemul bancar european, cu precădere din cel italian, la care se adaugă și impactul, dificil de cuantificat al potențialelor probleme întâmpinate

de Deutsche Bank (instituție financiară de importanță sistemică la nivel global). În același timp, continuă să rămână relevantă o posibilă accentuare a divergenței dintre conduitele politicii monetare ale Fed și BCE, cu efecte adverse asupra volatilității pe piețele financiare globale. Astfel, eventualele realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial și, implicit, fluctuații impredictibile ale cursului de schimb al leului ar putea afecta în sens invers, ascendent, traiectoria ratei inflației din scenariul de bază.

În acest context, devin esențiale menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor economice majore și de creștere a rezilienței economiei interne, printr-o coerență adecvată a politicilor macroeconomice.

În cazul prețurilor administrate, în contextul lipsei unor repere clare din partea autorităților de profil, referitoare la dimensiunea și ritmul ajustărilor viitoare ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice pentru consumatorii finali, balanța riscurilor este înclinată în jos, date fiind sensul descendent al ajustărilor operate asupra prețului acestora în cursul anului curent și posibilitatea aplicării unei cote reduse a TVA asupra acestora.

Balanța riscurilor privind traiectoria prețurilor internaționale ale materiilor prime (alimentare) este înclinată în jos, reflectând posibilitatea persistenței supraofertei de produse agroalimentare ca urmare a embargoului impus de Rusia în contextul unei posibile manifestări graduale, mai lentă decât cea anticipată în scenariul de bază, a efectelor măsurilor de sprijin al producătorilor afectați de imposibilitatea accesării pieței rusești. În cazul materiilor prime energetice, potențiala aplicare a înțelegerii dintre membrii OPEC de a opera reduceri ale producției de petrol este de natură a împiedica viitoare ajustări descendente ale prețului petrolului.

Decizia de politică monetară

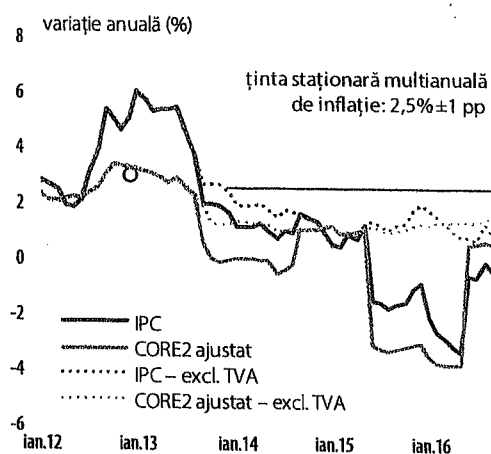
Având în vedere caracteristicile traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației și determinanții săi, precum și riscurile și incertitudinile asociate acesteia, având ca surse construcția bugetului pentru anul 2017 și perspectiva creșterii economice globale și a redresării economiei zonei euro, Consiliul de

administrație al BNR a decis, în ședința din 4 noiembrie 2016, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Pe parcursul trimestrului III, rata anuală a inflației și-a atenuat valoarea negativă până la -0,57 la sută. Deși continuă să evolueze sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută, dinamica anuală a prețurilor de consum (exclusiv efectul direct al reducerii cotei TVA la debutul anului curent) și-a întrerupt declinul, poziționându-se recent pe o traiectorie ușor ascendentă (+0,1 puncte procentuale, până la 0,8 la sută în luna septembrie). Tendința este favorizată de apariția primelor semnale privind dispararea influențelor dezinflaționiste provenite din mediul extern, potențialul acestora de a mai compensa presiunile de creștere care se acumulează pe plan intern (odată cu extinderea surplusului de cerere) diminuându-se gradual. Totodată, spre finele trimestrului a devenit vizibilă o ajustare ușoară în sens crescător a anticipațiilor privind inflația. În acest context, inflația de bază CORE2 ajustat (netă de efectul direct al modificărilor de natură fiscală) a avansat până la 1,4 la sută la finele intervalului analizat (Grafic 1.1).

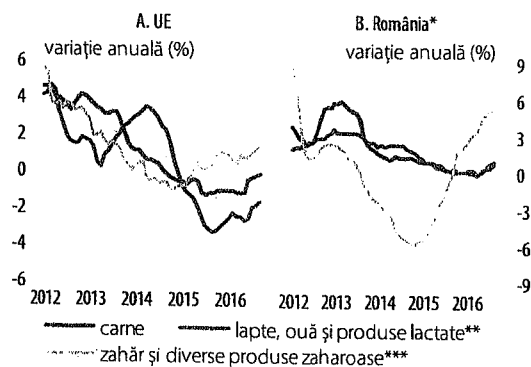
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Sursa: INS, BNR

Creșteri de preț mai pronunțate în termeni anuali devin vizibile pe segmentul alimentar, fiind localizate cu precădere la nivelul unor produse procesate de larg consum, precum zahăr, lapte și produse lactate, carne. De altfel, în cazul acestor produse se remarcă o inversare a traiectoriei descendente și la nivel european, unde treptat încep să se resimtă efectele restrângerii supraofertei (lapte, carne) sau chiar ale apariției unui deficit pe piață (zahăr), inclusiv ca urmare a implementării în ultimii ani în UE a unei scheme de sprijin pentru producătorii afectați direct și indirect de închiderea pieței rusești (Grafic 1.2).

Grafic 1.2. Prețurile unor produse alimentare de larg consum



*) variații anuale excl. efectele de runda 1 ale modif. cotei TVA

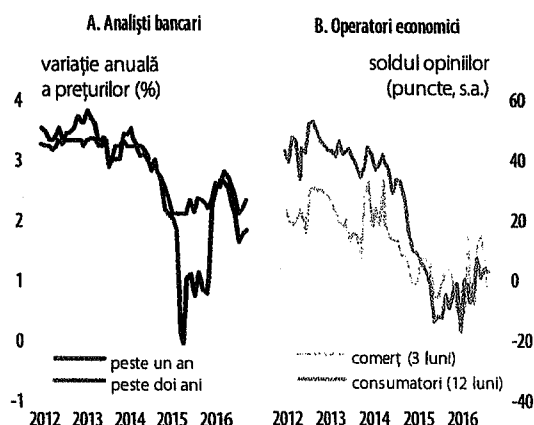
**) RO: exclusiv ouă

***) UE: gamă extinsă de produse conform metodologiei Eurostat

Sursa: Eurostat, INS, estimări BNR

În același timp, după declinul susținut din ultimii ani, evoluția cotațiilor celor mai multe materii prime pe piețele internaționale semnalează o revenire, dinamica anuală a acestora avansând de la contractii de două cifre la finele trimestrului II (-22 la sută în cazul petrolului) la valori apropiate de zero în luna septembrie. Evoluția s-a reflectat direct în prețul intern al carburanților, determinând o atenuare consistentă a scăderii prețului combustibililor (+4,2 puncte procentuale, până la -2,6 la sută).

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: Sondaj BNR în rândul analiștilor bancari, Sondaj INS/CE-DG ECRIN

Așteptările analiștilor bancari privind inflația și-au întrerupt pe parcursul trimestrului III trendul descendent, consemnând recent unele creșteri, cu excepția celor formulate pe termen foarte scurt (finele anului curent). Pe orizontul din urmă de altfel, operatorii economici din industrie, construcții și servicii își mențin anticipațiile privind o relativă stabilitate a prețurilor. În schimb, din opiniile agenților comerciali nu poate fi extrasă o tendință

clară, ceea ce denotă probabil gradul ridicat de incertitudine din perioada premergătoare aplicării efective a recentelor modificări legislative adresate sectorului. Pe un interval de timp mai lung (12 luni), soldul conjunctural al opiniilor consumatorilor se menține moderat pozitiv (Grafic 1.5).

Rata medie anuală a IAPC a revenit pe o pantă ascendentă în trimestrul III, odată cu eliminarea din calculul acesteia a primelor variații anuale afectate de impactul de runda I al reducerii cotei TVA din iunie 2015, majorându-se până la -1,3 la sută în septembrie. Ecartul negativ față de media UE s-a redus până la -1,4 puncte procentuale, tendința fiind parțial atenuată de majorarea inflației pe plan european, imprimată de traiectoria prețului petrolului.

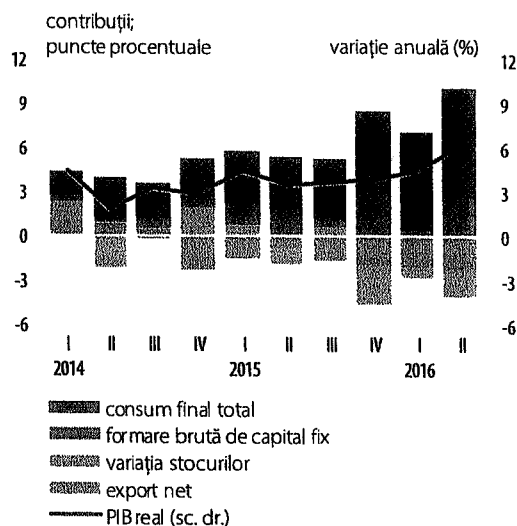
Variația anuală a prețurilor de consum s-a plasat cu 0,17 puncte procentuale sub valoarea previzionată în ediția din luna august 2016 a Raportului asupra inflației. Determinante pentru o astfel de evoluție au fost scăderea mai amplă a prețurilor volatile alimentare (LFO) și relativa apreciere a monedei naționale în lunile iulie-septembrie.

2. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

Extinderea absorbției interne în trimestrul II (+8,2 la sută) a antrenat o nouă accelerare a ritmului anual de creștere a activității economice, până la 6 la sută (Grafic 2.1). Plusul de cerere a venit îndeosebi din partea populației și a fost acomodat doar parțial de oferta autohtonă, în condițiile în care comportamentul de consum și evoluția prețurilor relative au dat un nou impuls achizițiilor din import. Efectul de erodare exercitat asupra dinamicii PIB real a fost totuși atenuat de intensificarea exporturilor de bunuri, dublată de consolidarea încasărilor din servicii externe.

Grafic 2.1. Cererea

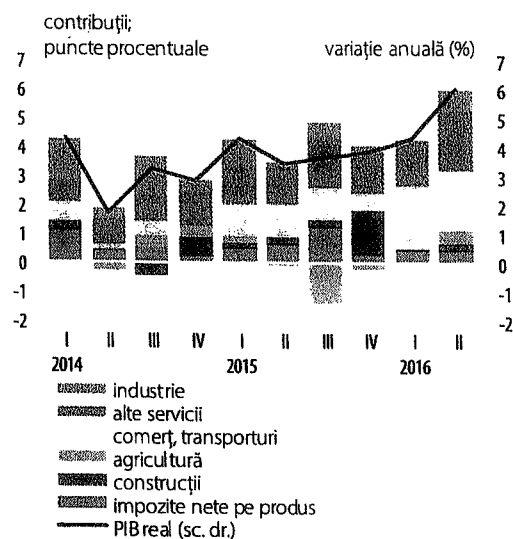


Sursa: INS, calcule BNR

Contribuția dominantă la creșterea economică a revenit și de această dată cererii de consum, stimulată de majorarea în continuare a puterii de cumpărare a populației, pe fondul creșterilor salariale operate în ultima perioadă, dar și al

evoluției prețurilor de consum. Prin urmare, volumul cifrei de afaceri din comerț și-a păstrat ritmul pozitiv de creștere, încetinirea dinamicii anuale pe segmentul alimentar în comparație cu trimestrul I – atribuită în esență dispărării efectului de bază asociat extinderii cotei reduse a TVA (iunie 2015) – fiind în bună măsură contrabalansată de dinamizarea vânzărilor de autovehicule odată cu reluarea Programului de reînnoire a parcului auto (Grafic 2.2). Este de așteptat ca cererea de consum să-și continue traiectoria ascendentă și în partea a doua a anului 2016, dar într-un ritm mai puțin pronunțat. Valorile în scădere înregistrate de indicatorii de încredere privind activitatea de comerț și servicii în intervalul septembrie-noiembrie (sondajul INS/CE-DG ECFIN) sugerează prelungirea tendinței de decelerare observată la nivelul încasărilor comerciale în iulie-august.

Grafic 2.2. Oferta

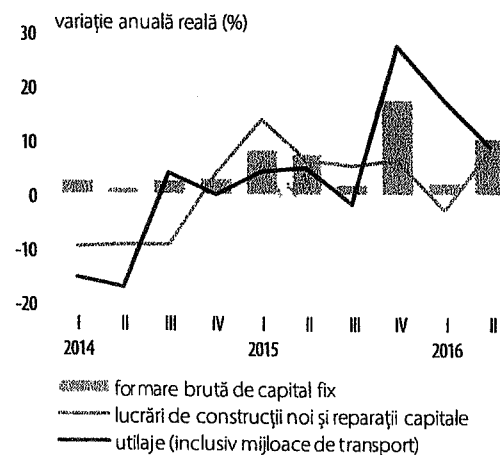


Sursa: INS, calcule BNR

Execuția bugetului general consolidat a generat în trimestrul II un deficit de 6,9 miliarde lei⁵ (echivalent cu 0,9 la sută din PIB⁶), după ce în primele trei luni ale anului acesta consemnase un surplus de 3,01 miliarde lei (0,4 la sută din PIB). Schimbarea caracteristicilor execuției bugetare⁷ a fost în principal consecința coborârii în teritoriul negativ a variației anuale a veniturilor bugetare totale (-2,7 la sută⁸, față de un avans de 3,8 la sută în trimestrul precedent), în principal ca efect al comprimării încasărilor din TVA (-15,1 la sută, față de 0,9 la sută); în același sens a acționat relativa deteriorare a dinamicii sumelor primite de la UE, a veniturilor nefiscale și a celor din impozitul pe profit. La rândul lor, cheltuielile bugetare și-au accelerat ritmul de creștere (la 8,6 la sută, de la 7,8 la sută), pe seama evoluțiilor cheltuielilor de capital (45,7 la sută, față de 15,8 la sută), precum și a unor categorii de cheltuieli curente (de personal, cu subvenții, alte cheltuieli de natura transferurilor); impactul acestora a fost parțial contrabalansat de reducerea cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile.

La creșterea cererii interne a contribuit semnificativ pe parcursul trimestrului II și cererea de investiții (intensificare de ritm anual de la 2,3 la 10,7 la sută), iar evoluția pozitivă ar putea caracteriza și cea de-a doua jumătate a anului 2016 (Grafic 2.3). Achizițiile de echipamente și-au menținut dinamica alertă (peste 9 la sută), acumulări importante de capital continuând să se realizeze la nivelul sectorului auto (inclusiv ramuri conexe), în contextul creșterii cererii externe și al gradului ridicat de integrare a acestui sector în rețelele internaționale de valoare adăugată. Preocupări similare se observă și în rândul companiilor din anumite ramuri producătoare de bunuri de consum, care vizează o mai bună valorificare atât a plusului de cerere constituit în ultimul an pe piața locală, cât și a majorării cererii

Grafic 2.3. Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

externe pe acest segment (în special la nivel european). O traiectorie ascendentă au urmat și lucrările de construcții, aportul decisiv revenind proiectelor ingineresti – principalul factor stimulator este însă unul conjunctural, și anume calendarul electoral, a cărui influență s-a resimțit la nivelul trimestrului II (revigorare până la 13,4 la sută în termeni anuali, asociată alegerilor locale) și este posibil să marcheze, de asemenea, evoluția investițiilor publice din ultima parte a anului. În ceea ce privește construcțiile de clădiri, creșterea a rămas modestă (0,5 la sută), în principal pe fondul incertitudinii asociate Legii privind darea în plată. Totuși, pentru semestrul II se conturează o perspectivă favorabilă, în condițiile în care în intervalul ianuarie-august suprafața autorizată în vederea construirii de locuințe a crescut cu circa 8 la sută, iar estimările pieței imobiliare pentru cea de a doua parte a anului 2016 indică extinderea livrărilor de spații noi, îndeosebi pe segmentele de *retail* și logistică. În cazul investițiilor rezidențiale, indicii favorabile se observă și în privința surselor de finanțare. Astfel, suplimentarea din luna mai a plafonului de garantare a creditelor pentru anul curent acordate în cadrul programului „Prima casă” a fost succedată de o nouă etapă, aprobată de autorități în luna septembrie. Semne de relaxare se manifestă și pe piața creditului standard pentru locuințe – ulterior înăsprii condițiilor de finanțare în urma intrării în vigoare a Legii privind darea în plată –, dată fiind decizia recentă a unor instituții de credit de a reduce avansul minim solicitat.

⁵ Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii iunie 2016; pentru PIB din anul curent a fost folosit nivelul publicat în cea mai recentă execuție bugetară publicată de MFP.

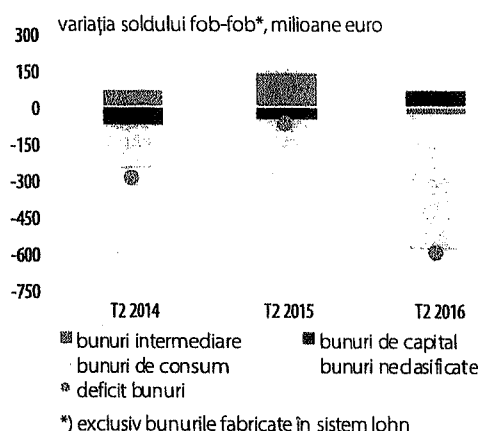
⁶ Corespunzător unui deficit primar de 0,3 la sută din PIB.

⁷ În aceeași perioadă a anului anterior s-a înregistrat un deficit de 0,7 miliarde lei (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.

Similar perioadelor anterioare, plusul de cerere internă a fost acomodat doar parțial de oferta locală, modificarea comportamentului de consum (în sensul preferinței sporite a populației pentru varietate și grad de sofisticare mai înalt), precum și evoluția prețurilor relative (determinată nu doar de conjunctura externă, ci și de presiunile interne din partea costurilor cu forța de muncă) antrenând majorarea rapidă a importurilor de bunuri de consum. În consecință, balanța comercială pe acest segment a continuat să se deterioreze (mai ales în cazul produselor de uz curent), reprezentând și în trimestrul II canalul de înrăutățire a soldului tranzacțiilor cu bunuri. În același timp, bunurile intermediare și cele de capital au consemnat variații nesemnificative ale deficitului comercial⁹ (Grafic 2.4).

Grafic 2.4. Modificarea balanței bunurilor față de trimestrul similar al anului anterior



Sursa: Eurostat, calcule BNR

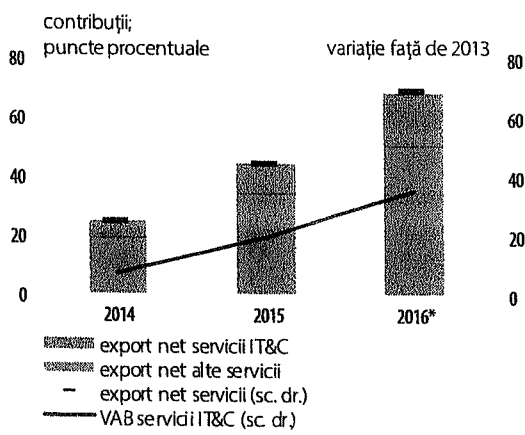
Influența nefavorabilă a importurilor a fost într-o anumită măsură estompată de dinamizarea livrărilor de bunuri pe piețele externe (până la 8,9 la sută, variație anuală reală), antrenată îndeosebi de extinderea cererii la nivelul UE. Este de așteptat ca traiectoria exporturilor să rămână crescătoare în următoarele luni, însă o nouă accentuare a ritmului anual este puțin probabilă, în contextul scăderii încrederii operatorilor economici din spațiul comunitar, ulterior incertitudinilor generate de rezultatul referendumului din Marea Britanie.

⁹ Evaluare pe baza seriilor de date privind comerțul internațional pe mari categorii economice (sursa: Eurostat).

Cele mai consistente contribuții au revenit, și de această dată, exporturilor de echipamente electrice (al căror volum s-a majorat cu circa 18 la sută în termeni anuali pentru al patrulea trimestru consecutiv), dar și sectorului auto (inclusiv componente), care a consemnat un salt de aproape 10 la sută în intervalul analizat. Aceste ramuri industriale și-au consolidat poziția de principală componentă a exporturilor (deținând în prezent circa o treime din total) și continuă să își extindă cotele pe piața UE, în pofida constrângerilor generate de insuficiența forței de muncă cu calificare adecvată și de calitatea modestă a infrastructurii.

Similar trimestrelor anterioare, încasările consistente obținute de companiile locale din serviciile prestate către parteneri externi au atenuat impactul negativ al deficitului comercial, o contribuție foarte importantă revenind serviciilor IT&C. Acest sector își continuă dezvoltarea, avantajele oferite de piața românească de profil – una dintre cele mai rapide rețele de acces la internet din lume, precum și competitivitatea capitalului uman din perspectiva raportului nivel de calificare/cost salarial – alimentând interesul companiilor multinaționale de a deschide noi centre de dezvoltare *software* sau de servicii IT (Grafic 2.5). În pofida eforturilor tot mai vizibile ale firmelor locale de a investi în soluții tehnologice moderne, activitatea acestui sector rămâne destinată cu prioritate exportului, externalizarea de *software* constituind componenta dominantă.

Grafic 2.5. Serviciile IT&C



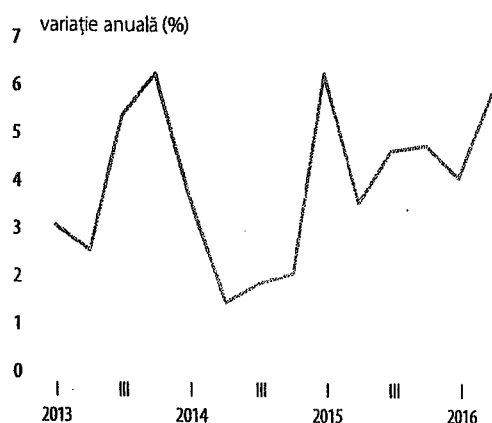
*) calcul pe baza ratei anuale de creștere în S1 2016

Sursa: INS, BNR

Productivitatea muncii

Productivitatea muncii a contribuit pozitiv la creșterea economică în trimestrul II al anului 2016, aportul cel mai consistent venind din partea sectorului comercial și al construcțiilor (Grafic 2.6).

Grafic 2.6. Productivitatea muncii în economie



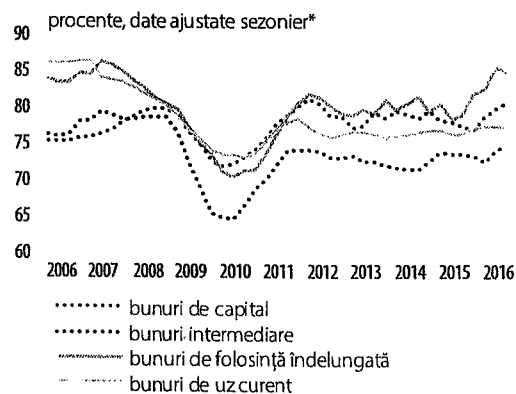
Sursa: INS, Eurostat

De asemenea, dinamica anuală negativă a productivității în industrie s-a temperat față de perioada precedentă (până aproape de zero), evoluție ce poate fi atribuită în bună măsură unor factori ciclici, după cum relevă majorarea gradului de utilizare a capacităților de producție în cele mai multe ramuri prelucrătoare (+0,7 puncte procentuale, până la 77,9 la sută, medie mobilă pe 4 trimestre) (Grafic 2.7). Dincolo de aceste influențe, semnalele din economie indică un aport pozitiv și din partea unor factori cu acțiune persistentă, pe fondul creșterii recente a apetenței pentru investiții a companiilor în industriile producătoare de bunuri de consum, dar și în sectoare precum chimia și metalurgia, unde simultan a avut loc și un proces de restructurare și eficientizare (în primul rând, energetică) a activității. De asemenea, interesul investițional a continuat să se manifeste în industria mijloacelor de transport rutier și cea a echipamentelor electrice, unde plusul de productivitate a fost realizat concomitent cu extinderea schemelor de personal.

Consolidarea pe parcursul trimestrului III a tendinței favorabile a productivității muncii în industrie este incertă, mișcarea puternic descendentă vizibilă

în luna iulie și atribuită în esență unui efect de calendar la nivelul producției (manifestat nu doar intern, ci și în cazul unor importanți parteneri externi), fiind corectată doar parțial în luna august.

Grafic 2.7. Gradul de utilizare a capacităților de producție



* *) medie mobilă pe 4 trimestre

Sursa: CE-DG ECFIN

În perspectivă, o serie de măsuri adoptate recent pot fi de natură să încurajeze interesul pentru inovare și eficientizare, cu potențiale câștiguri în ceea ce privește productivitatea muncii. Printre acestea se numără scutirea de impozitul pe venit a persoanelor care obțin venituri din activități de cercetare-dezvoltare aplicativă sau dezvoltare tehnologică, precum și măsuri în vederea deblocării și detensionării pieței muncii.

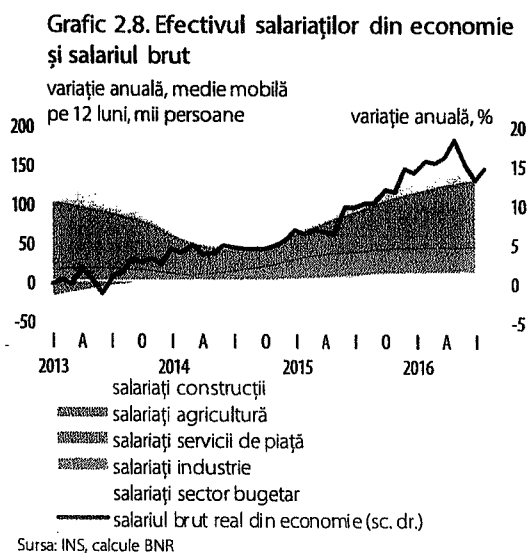
Evoluții pe piața muncii¹⁰

Efectivul salariaților din economie și-a menținut ritmul relativ robust de creștere și în intervalul aprilie-iulie 2016 (3,4 la sută în termeni anuali). Și de această dată, recrutări mai intense au fost vizibile în serviciile de piață, în special în cele administrative și de suport, cele profesionale, științifice și tehnice, precum și în hoteluri și restaurante. De asemenea, în serviciile informatice dinamica angajărilor s-a plasat la peste 20 la sută, similar ultimilor doi ani¹¹. În schimb, ritmul

¹⁰ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

¹¹ În contextul investițiilor realizate în acest domeniu, numărul salariaților a crescut de circa 15 ori comparativ cu anul 2000.

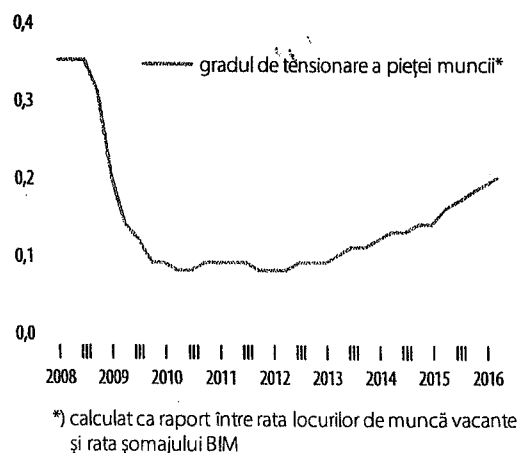
recrutărilor a încetinit în construcții și în industrie, rămânând totuși consistent în industria auto și cea a echipamentelor electrice și a cauciucului (Grafic 2.8).



Sporirea capacității economiei de a absorbi forța de muncă s-a reflectat și într-o diminuare a ratei șomajului BIM cu 0,3 puncte procentuale, până la 6,1 la sută – nivelul minim postcriză. În acest context devine tot mai dificil pentru companii, a căror cerere de forță de muncă este în creștere, să identifice candidați potriviți, procesul fiind îngreunat și de persistența problemelor structurale – șomerii pe termen lung dețin în continuare o pondere însemnată în total (circa jumătate), iar tinerii nu reușesc să răspundă cerințelor solicitate pe piața muncii (în cazul acestora rata șomajului rămâne la valori de peste 20 la sută, plasându-se printre cele mai ridicate din UE). Prin urmare, condițiile pe piața muncii continuă să se tensioneze, fiind cu atât mai necesare extinderea măsurilor active pe piața muncii (sprijinirea mobilității interne, programe de reconversie profesională) și adecvarea competențelor dezvoltate în sistemul de învățământ la cerințele firmelor (Grafic 2.9). În acest sens, o îmbunătățire a mobilității interne ar putea surveni ca urmare a acordării unei prime de instalare mai consistente (începând din luna decembrie) șomerilor care își găsesc un loc de muncă ce necesită schimbarea

domiciliului, precum și a majorării suportului financiar acordat companiilor care angajează șomeri.

Grafic 2.9. Tensionarea pieței muncii



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Pentru perioada septembrie-decembrie 2016 atât rezultatele studiului Manpower, cât și sondajul INS/CE-DG ECFIN indică intenții solide de angajare în industrie și în serviciile de piață. În schimb, perspective mixte caracterizează sectorul construcțiilor (anticipațiile variind între stabilitate și reducere) și comerțul, unde nivelul incertitudinii este chiar mai ridicat – companiile intervievate în cadrul sondajului INS/CE-DG ECFIN se arată mai degrabă pesimiste, în timp ce respondenții studiului Manpower anticipează cea mai robustă piață a muncii din ultimii patru ani.

În intervalul aprilie-august 2016, ritmul anual de creștere a câștigului salarial mediu net pe economie a accelerat până la 13,4 la sută (+1,4 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I). Avansul s-a datorat exclusiv intensificării dinamicii din sectorul privat, care a depășit pragul de 10 la sută pentru prima dată în perioada postcriză. La această dinamizare a contribuit majorarea salariului minim brut pe economie în luna mai cu 19 la sută, până la 1 250 de lei (cu un efect estimat de 2 puncte procentuale asupra salariului din sectorul privat). Impactul acestei măsuri a fost mai pronunțat în construcții, hoteluri și restaurante, transporturi și comerț, ramuri cu mai mult de 40 la sută din personal direct afectat.

2. Prețurile de import și prețurile de producție

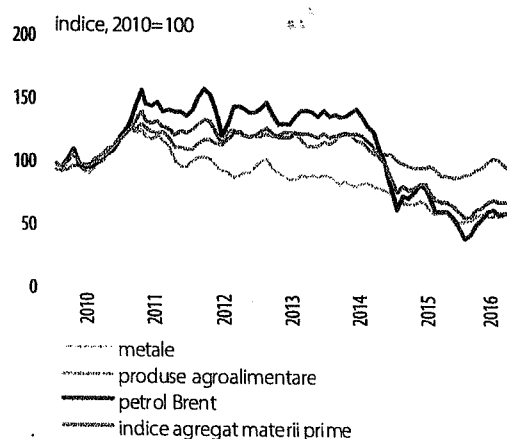
Plasarea cotațiilor principalelor materii prime pe un trend ascendent pe parcursul anului 2016 a favorizat atenuarea graduală a variației anuale negative a prețurilor de producție pe piața internă, influență parțial atenuată de deprecierea dolarului SUA. Consolidarea acestei tendințe este de natură să limiteze rolul jucat în ultima perioadă de prețurile externe în acoperirea presiunilor care continuă să se acumuleze pe plan intern, ca urmare a dinamicii alerte a costurilor salariale unitare.

2.1. Prețurile de import

Pentru majoritatea materiilor prime, traiectoriile cotațiilor par să fi marcat puncte de inflexiune la începutul anului 2016, remarcându-se ulterior conturarea unei tendințe ascendente (Grafic 2.10). Cu toate că variațiile anuale ale prețurilor petrolului și ale metalelor s-au menținut încă puternic negative în trimestrul II (variații anuale negative de două cifre), tendința de atenuare a acestor scăderi s-a accelerat în lunile următoare până aproape de disipare¹². În cazul metalelor, un aport substanțial la această evoluție a revenit stopării tendinței de încetinire a Chinei, sub impactul stimulilor consistenți din partea autorităților (scăderea ratelor de dobândă, creșterea cheltuielilor aferente unor proiecte de infrastructură, reducerea poverii fiscale pentru întreprinderile mici). În ceea ce privește prețul petrolului, ritmul de creștere a ofertei la nivel mondial a încetinit pe parcursul anului 2016, existând recent inclusiv o intenție din partea principalilor producători de a ajunge la un acord privind plafonarea producției. La nivelul produselor agroalimentare, revenirea în teritoriu pozitiv s-a produs încă din trimestrul II, ulterior observându-se o temperare a dinamicii, pe seama indiciilor favorabile privind recolta de cereale la nivel mondial. În același timp, cotația zahărului s-a

menținut pe un trend puternic ascendent, pe fondul deficitului de ofertă indus de condițiile meteo nefavorabile din Brazilia și India.

Grafic 2.10. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: FMI, calcule BNR

Nivelurile în continuare scăzute ale prețurilor principalelor materiilor prime s-au reflectat în persistența dinamicii anuale negative a prețurilor de import în trimestrul II 2016. Astfel, indicele valorii unitare (IVU) a importurilor¹³ s-a menținut subunitar (95,4 la sută), valoarea fiind chiar mai scăzută față de trimestrul anterior (cu 1,6 puncte procentuale), o contribuție revenind aprecierii euro în raport cu dolarul SUA. În ceea ce privește cursul EUR/RON, evoluția sa a fost relativ stabilă în intervalul analizat.

Produsele minerale și metalele comune au înregistrat și în această perioadă cele mai consistente contracții. De asemenea, și la nivelul segmentului alimentar, cele mai multe produse au consemnat rate anuale negative, favorizate de menținerea excedentului de ofertă pe plan european, inclusiv ca urmare a extinderii restricțiilor de import de către Rusia asupra Turciei la începutul anului 2016. Singurele categorii de bunuri al căror IVU a rămas supraunitar în trimestrul II au fost zahărul, articolele de îmbrăcăminte, încălțăminte și accesorii, precum și mijloacele de transport.

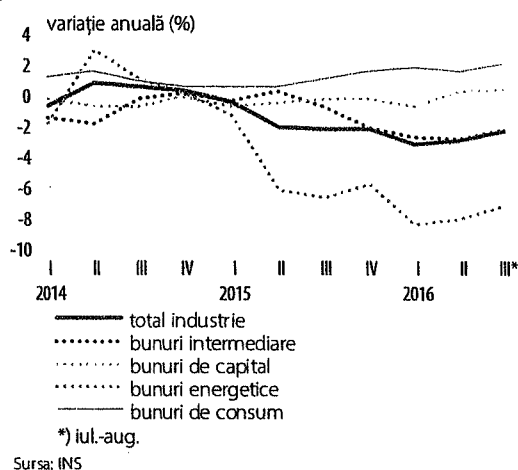
¹² Până la -1,2 la sută pentru metale, respectiv -2,2 la sută pentru petrol, variații anuale aferente lunii septembrie.

¹³ Calculat pe baza datelor exprimate în euro.

2.2. Prețurile de producție

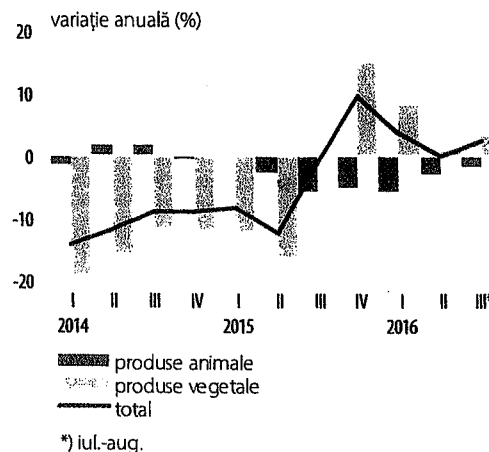
În asociere cu traiectoria cotațiilor materiilor prime, atenuări ale ritmului anual de scădere s-au observat și în cazul prețurilor producției industriale pe piața internă, până la -2,4 la sută în perioada iulie-august 2016 (față de -3,2 la sută în prima jumătate a anului). Toate grupele de bunuri au înregistrat rate în creștere, acestea menținându-se negative doar în cazul bunurilor energetice și al celor intermediare (Grafic 2.11).

Grafic 2.11. Prețurile producției industriale pentru piața internă



În ceea ce privește bunurile de consum, rata anuală s-a majorat până la 2,1 la sută (+0,4 puncte procentuale față de prima jumătate a anului), în principal ca urmare a creșterii prețurilor din industria alimentară (+1 punct procentual, până la 1,6 la sută). Evoluția este asociată extinderii cererii de consum pe plan intern, precum și majorării prețurilor externe ale unor materii prime agroalimentare, inclusiv sub influența măsurilor implementate în ultimii ani la nivelul UE pentru sprijinirea producătorilor afectați de închiderea pieței rusești (facilitarea accesului la noi piețe de desfacere, sprijin financiar acordat pentru restrângerea producției). Totodată, industriile producătoare de bunuri de consum continuă să resimtă cel mai pregnant presiunea din partea costurilor unitare cu salariile, aceste ramuri fiind cele mai vulnerabile la creșterea salariului minim.

Grafic 2.12. Prețurile producției agricole

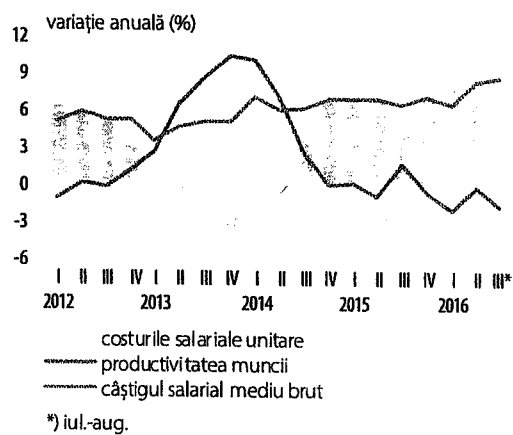


Dinamica anuală a prețurilor producției agricole a intrat temporar în teritoriu negativ în trimestrul II 2016, pe fondul manifestării pe segmentul vegetal a unui efect statistic asociat unor creșteri mai ample în aceeași perioadă a anului anterior, în intervalul iulie-august revenind la o creștere anuală pozitivă (2,4 la sută). În același timp, ritmul anual al prețurilor produselor animale s-a menținut negativ, dar se remarcă o atenuare, inclusiv ca urmare a efectelor măsurilor implementate la nivelul UE, acestea fiind mai vizibile în cazul produselor din carne de porc (Grafic 2.12).

Costurile salariale unitare

Pe ansamblul trimestrului II 2016, costurile salariale unitare din industrie au continuat să înregistreze o dinamică ridicată, respectiv 8,6 la sută (Grafic 2.13). Menținerea ritmului de creștere la un nivel similar celui din intervalul precedent s-a datorat unei evoluții curente mai favorabile a productivității muncii, care a compensat accelerarea dinamicii salariale, indusă cu precădere de o nouă majorare a salariului minim brut pe economie. La nivel sectorial, s-au observat unele temperări ale dinamicii costurilor unitare, care pot fi puse pe seama restructurărilor și operațiunilor de optimizare a costurilor (sectorul energetic), eficientizării activității, posibil în contextul operațiunilor de automatizare (industria auto și cea conexă a echipamentelor electrice, industria alimentară).

Grafic 2.13. Costurile salariale unitare din industrie



Sursa: INS, calcule BNR

Totuși, există și ramuri în care presiunea costurilor cu forța de muncă s-a amplificat, odată cu majorarea salariului minim, în absența unor câștiguri corespunzătoare de productivitate – prelucrarea lemnului și confecții. Scăderea abruptă a productivității muncii în industrie în iulie 2016, indusă în bună măsură de un efect de calendar, a antrenat un salt temporar al costurilor salariale unitare (până la 13,4 la sută). Dinamica acestora s-a corectat semnificativ în luna august (până la 7 la sută), odată cu reversarea influenței efectului statistic amintit asupra producției industriale.

3. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Consiliul de administrație al BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută în ședințele din lunile august și septembrie 2016. Totodată, pe parcursul trimestrului III, au fost prezervate nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (de 8, respectiv 12 la sută), precum și gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. Măsurile au continuat să vizeze asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Decizia din luna august a Consiliului de administrație al BNR a avut ca argument major continuarea revizuirii în sens descendent a traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației, în contextul exercițiului trimestrial de prognoză a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, concomitent cu reconfirmarea caracterului divergent al acesteia. Astfel, potrivit noii prognoze, traiectoria rămânea în teritoriul negativ¹⁴ până la finele anului 2016¹⁵ și sub limita de jos a intervalului țintei staționare în primul semestru din 2017¹⁶, pentru ca în 2018 să urce în jumătatea superioară a acestui interval și să se plaseze la finele orizontului proiecției la un nivel doar ușor inferior celui din prognoza anterioară

(3 la sută, față de 3,3 la sută)¹⁷. Reconfigurarea *pattern*-ului previzionat al inflației avea ca determinanți, pe de o parte, efectele directe și indirecte mai mari anticipate a fi exercitate, printr-o multitudine de canale¹⁸, de șocurile dezinflaționiste globale de natura ofertei/costurilor, reprezentate de scăderile ample și persistente ale prețurilor internaționale ale materiilor prime, mai cu seamă ale celor energetice și agricole. Pe de altă parte, ea reflecta presiunile inflaționiste mai intense anticipate a emerge din creșterea mai alertă a excedentului de cerere agregată pe orizontul proiecției, în condițiile inversării în devans a poziției ciclice a economiei¹⁹, coroborată cu prelungirea pe termen scurt a dinamicii înalte a costurilor salariale unitare și cu plasarea pe un trend ascendent a anticipațiilor inflaționiste²⁰. Aceste perspective aveau ca premise și ipoteze majore: (i) accelerarea creșterii economice în prima parte a anului curent și continuarea relaxării politicii fiscale și a celei de venituri, prioritar prin ajustări de impozite indirecte și creșteri de salarii în sectorul bugetar; (ii) prezervarea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, de natură să anihileze influențele contrare anticipate să decurgă din Legea privind darea în plată și din persistența ritmului modest al creșterii economice în zona euro, inclusiv ca efect al votului din Marea Britanie și (iii) tendința de încordare a pieței muncii evidențiată în perioada recentă.

¹⁴ Rata anuală a inflației a continuat să scadă în primele luni ale trimestrului II (-3,5 la sută în luna mai), dar a consemnat în iunie o corecție ascendentă (-0,7 la sută), odată cu dispărarea efectului de runda I al extinderii aplicării cotei reduce a TVA la toate alimentele.

¹⁵ Situându-se în decembrie la -0,4 la sută (față de un nivel de 0,6 la sută proiectat anterior). Recalculată prin excluderea impactului *one-off* al scăderii operate asupra cotei standard a TVA la începutul anului curent, rata anuală prognozată a inflației se situa în decembrie 2016 la 1,0 la sută, față de 1,9 la sută în proiecția anterioară.

¹⁶ La finele anului 2017, rata anuală prognozată a inflației se situa la 2,0 la sută (2,7 la sută în precedenta proiecție).

¹⁷ Corespunzător proiecției actualizate, valoarea medie anuală a ratei inflației prognozată pentru anii 2016 și 2017 se reducea la -1,5 la sută (de la -1,0 la sută), respectiv la 1,4 la sută (de la 2,2 la sută).

¹⁸ Inclusiv prin intermediul importurilor de bunuri de consum și bunuri intermediare, de natură să crească și să adâncească în consecință deficitul balanței comerciale.

¹⁹ Trimestrul I al anului curent.

²⁰ Aflate, totuși, pe un palier mai coborât.

Decizia Consiliului de administrație al BNR a fost motivată și de incertitudinile și riscurile în dublu sens asociate prognozei inflației, având ca surse conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri²¹ și modificările aduse legislației din domeniul financiar, dar și caracteristicile creșterii economice globale și ale redresării economice a zonei euro²².

Datele statistice apărute ulterior au relevat creșterea ratei anuale a inflației în luna august 2016 la -0,2 la sută²³ – în linie cu previziunile BNR –, rămânerea ei în teritoriul negativ datorându-se exclusiv impactului tranzitoriu al reducerii cotei standard a TVA de la 24 la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016²⁴. Ele au evidențiat și o accelerare peste așteptări a creșterii economice în trimestrul II – în principal pe seama expansiunii consumului privat, dar și a dinamizării investițiilor –, de natură să determine o creștere mai amplă a excedentului de cerere agregată, inclusiv în perspectivă apropiată. Acestora li s-au alăturat evidențele privind continuarea adâncirii deficitului de cont curent, precum și menținerea la un nivel ridicat a variației anuale a costurilor salariale unitare din industrie.

Creditul acordat sectorului privat a continuat să crească în termeni anuali reali în primele două luni ale trimestrului III, dar într-un ritm inferior celui din trimestrul anterior, atribuibil în totalitate operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante și efectului statistic al creșterii ratei anuale a inflației. Dinamica creditului în lei a rămas înaltă, chiar dacă s-a încetinit în raport cu precedentele trei luni (la 15,5 la sută), iar variația anuală a componentei în valută s-a menținut în teritoriul adânc negativ (-12,7 la sută, pe baza soldurilor exprimate în euro), astfel încât ponderea în total a primei componente a urcat în august la maximul perioadei post-1996 (55,9 la sută). Atât creditul acordat populației, cât și

cel destinat societăților nefinanciare au consemnat pierderi de ritm (6,4 la sută, față de 8,0 la sută în precedentele trei luni, și -4,5 la sută, față de o dinamică nulă în trimestrul II), atribuibile prioritar celor doi factori menționați anterior, precum și relativei încetiniri a creșterii fluxului de credite pentru locuințe și a celui acordat companiilor. Evoluția creditelor noi s-a corelat doar parțial cu rezultatele ediției din august 2016 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, care relevau: (i) perspectiva scăderii în trimestrul III 2016 a cererii de credite a populației, având asociată o posibilă creștere moderată a cererii de împrumuturi a societăților nefinanciare și (ii) o posibilă nouă înăspritare, de proporții marginale însă, a standardelor aplicate creditelor pentru achiziția de locuințe și terenuri, în condițiile menținerii neschimbate a celor aferente altor categorii de împrumuturi clienți.

La rândul ei, masa monetară și-a prelungit în primele două luni ale trimestrului II ritmul robust de creștere, ușoara temperare a acestuia în raport cu precedentele trei luni (13,5 la sută, față de 15,1 la sută) reflectând exclusiv influența statistică a ratei anuale a inflației. Lichiditatea din economie a fost alimentată, printre altele, de plățile efectuate în contul fondurilor structurale, în sens opus acționând inclusiv realocările de portofoliu asociate derulării noii emisiuni de titluri de stat pentru populație, precum și plata dividendelor către nerezidenți și/sau bugetul de stat. Din perspectiva componentelor M3, perioada s-a caracterizat prin menținerea la valori înalte a dinamicii anuale a masei monetare în sens restrâns (26,6 la sută), în corelație cu dinamica activității economice și cu costul de oportunitate scăzut al deținerii de active monetare cu grad mai ridicat de lichiditate. Și variația depozitelor la termen a înregistrat un nou avans, relativ modest însă (la 0,8 la sută, cu 0,3 puncte procentuale peste nivelul din precedentele trei luni), date fiind mișcările opuse ca sens înregistrate de dinamica medii ale plasamentelor populației și ale companiilor (scădere, respectiv creștere).

Evaluările efectuate în acest context au reconfirmat perspectiva menținerii ratei anuale a inflației în teritoriul negativ până în decembrie 2016, în condițiile continuării manifestării efectelor

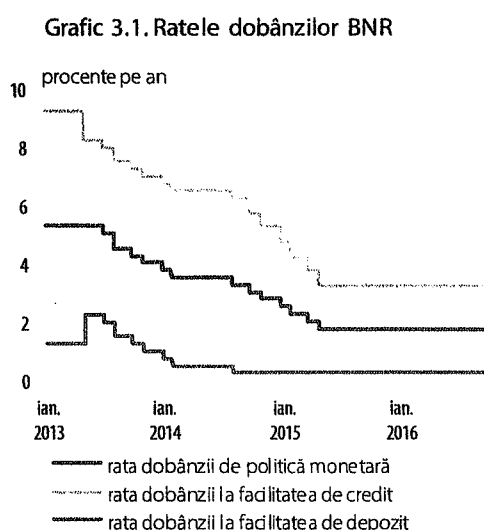
²¹ Dat fiind caracterul măsurilor în sfera fiscalității, salarizării personalului bugetar și a prestațiilor sociale implementate recent, dar mai ales al celor care ar mai putea fi aprobate în contextul anului electoral.

²² Incertitudinile referitoare la acestea au fost alimentate inițial de slăbiciunea economiei Chinei și a altor state emergente majore și amplificate apoi de votul din Marea Britanie, dar și de tensiuni geopolitice și de probleme ale sistemului bancar european.

²³ După ce în luna precedentă aceasta scăzuse la -0,78 la sută.

²⁴ În absența acestora, rata anuală a inflației ar fi crescut la 1,2 la sută, de la 0,68 la sută în iunie.

tranzitorii ale scăderii cotei standard a TVA. Ritmul creșterii economice anticipat pentru trimestrul III a fost însă revizuit în sens ascendent, implicând pe termen scurt o relativă amplificare a *gap*-ului pozitiv al PIB și a presiunilor sale inflaționiste; potrivit indicatorilor cu frecvență ridicată, principala contribuție la creșterea economică se contura a fi adusă de cererea de consum, secundată de un aport modest al investițiilor, în timp ce contribuția exportului net se anticipa a rămâne negativă.



În aceste condiții, în ședința din 30 septembrie Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută (Grafic 3.1) și preservarea caracteristicilor coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente oferite de BNR, precum și a nivelului ratei RMO aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit. Date fiind prelungirea contracției în termeni anuali a creditului în valută, consolidarea rezervelor valutare peste nivelul adecvat în perioada recentă și în perspectivă, precum și îmbunătățirea structurii acestora, Consiliul de administrație al BNR a redus rata RMO aplicabilă pasivelor în valută ale instituțiilor de credit de la 12 la sută la 10 la sută²⁵; măsura a avut ca scop continuarea armonizării mecanismului RMO cu standardele și practicile în materie ale BCE și ale principalelor bănci centrale din statele membre ale UE.

²⁵ Începând cu perioada de aplicare 24 octombrie – 23 noiembrie 2016.

Pe ansamblul trimestrului III, condițiile monetare reale și-au menținut caracterul stimulat, în condițiile în care cotațiile relevante ROBOR au tins să coboare și să se mențină apoi la valori ușor inferioare celor din intervalul precedent, pe fondul persistenței valorilor pozitive relativ ridicate ale poziției nete a lichidității băncilor²⁶ și al gestionării adecvate de către BNR a lichidității din sistemul bancar. Și cursul de schimb al leului față de euro a coborât la valori mai scăzute, în contextul relativei ameliorări a sentimentului pieței financiare internaționale, în principal ca urmare a semnalelor date și a deciziilor adoptate de principalele bănci centrale ulterior votului în favoarea *Brexit*.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

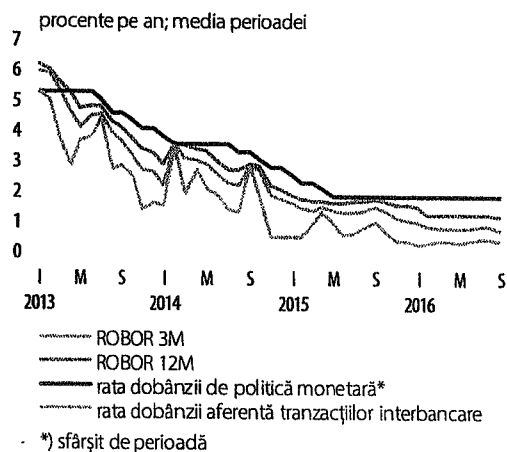
În trimestrul III, randamentul mediu al depozitelor de pe piața monetară interbancară a consemnat fluctuații minore, în timp ce cursul de schimb leu/euro a suferit o corecție descendentă, tinzând apoi să se stabilizeze în proximitatea minimelor anului curent. Masa monetară a continuat să înregistreze o creștere anuală robustă în perioada iunie-august, în timp ce avansul soldului creditului acordat sectorului privat s-a încetinit ca urmare a intensificării operațiunilor de curățare a bilanțurilor instituțiilor de credit.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului III în imediata apropiere a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, înregistrând valori ușor mai ridicate doar la jumătatea intervalului (Grafic 3.2). Media sa trimestrială s-a situat la 0,35 la sută, marginal deasupra nivelului înregistrat în intervalul aprilie-iunie (+0,04 puncte procentuale).

²⁶ Acesta a consemnat o scădere mai pregnantă în luna august, care nu a afectat semnificativ comportamentul ratelor relevante ROBOR, dat fiind caracterul temporar.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



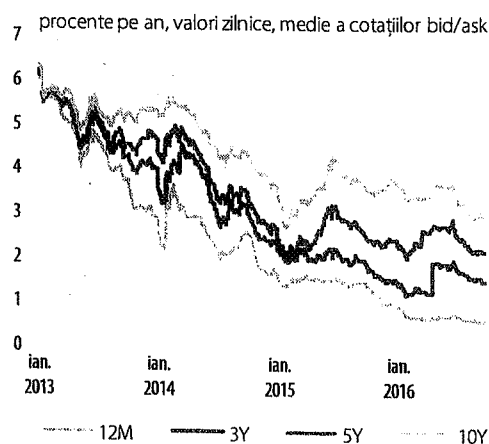
În debutul trimestrului, reflectând persistența unor valori ridicate ale excedentului net de lichiditate din sistemul bancar, ratele dobânzilor ON au stagnat la limita inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente. Ulterior, ele au tins să se plaseze la valori mai ridicate, ca urmare a sporirii semnificative a absorbțiilor de lichiditate ale Trezoreriei²⁷, pe fondul majorării încasărilor bugetare la finele lunii iulie și al sporirii volumului emisiunilor nete de titluri de stat. Creșterea acestor randamente a fost însă limitată ca dimensiune²⁸ și durată de prefigurata reamplificare a excedentului de lichiditate în ultima lună a trimestrului, pe seama ajungerii la scadență a unui volum însemnat de titluri de stat²⁹.

În acest context, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare (ROBOR 3M-12M) și-au prelungit în primele zile ale lunii iulie tendința ușor descendentă – ce a succedat creșterii temporare a acestora de la finele lui iunie în contextul tensionării piețelor internaționale ca reacție la rezultatul referendumului din Marea Britanie. Ele s-au menținut apoi neschimbate până în prima parte a lunii august, pentru ca, ulterior publicării de către

BNR a prognozei actualizate pe termen mediu a inflației, să se reînscrie pe un trend ușor descrescător, care s-a prelungit până spre finele trimestrului. Valorile lor medii au atins astfel noi minime istorice³⁰ în septembrie, de 0,72 la sută în cazul cotațiilor ROBOR 3M (-0,05 puncte procentuale față de nivelul din iunie) și de 0,95, respectiv 1,11 la sută în cazul maturităților de 6 și 12 luni (-0,07, respectiv -0,08 puncte procentuale).

O traiectorie asemănătoare au urmat randamentele titlurilor de stat pe termen scurt (Grafic 3.3). Cele aferente scadențelor mai lungi (5-10 ani) au continuat însă să scadă mai alert în intervalul iulie-august, receptând – similar randamentelor de pe piețele din regiune – influențele ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale ca efect al accentuării/semnalizării prelungirii caracterului acomodativ al politicii monetare de către băncile centrale majore. Ele au tins apoi să se stabilizeze, creșterea ușoară consemnată în prima parte a lunii septembrie fiind inversată ulterior.

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



În aceste condiții, randamentele medii acceptate în cadrul ultimelor licitații efectuate în septembrie au coborât față de finele trimestrului precedent de-a lungul întregului spectru de maturități, cu valori cuprinse între 0,14 puncte procentuale pe scadența de 1 an (până la 0,56 la sută) și 0,85 puncte procentuale pe cea de 11 ani (la 3,13 la sută).

²⁷ Un efect contracționist, de amplitudine mai redusă însă, a fost exercitat și de prelungirea creșterii valorii numerarului în afara BNR.

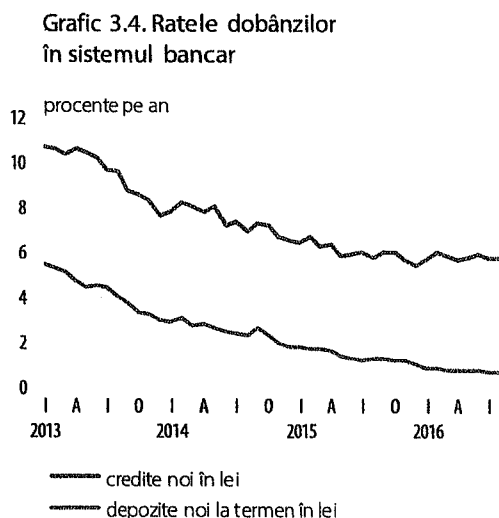
²⁸ Valorile medii zilnice ale ratelor dobânzilor ON au urcat la aproximativ 0,4-0,5 la sută.

²⁹ Pe 29 august a ajuns la scadență o serie de obligațiuni în valoare de 7,2 miliarde lei.

³⁰ Serie de date disponibilă din august 1995.

În cazul titlurilor de stat pe 3 și 5 ani, randamentele au scăzut cu 0,51 și respectiv 0,65 puncte procentuale față de iunie, la 1,39 și respectiv 2,12 la sută. La rândul lor, valorile medii ale cotațiilor de referință de pe piața secundară s-au diminuat în aceeași perioadă cu 0,08 puncte procentuale pe scadența de 6 luni și cu 0,64 puncte procentuale pe cea de 10 ani, panta curbei randamentelor înregistrând, astfel, o relativă aplatizare.

Pe piața primară, interesul investitorilor pentru titlurile de stat a fost relativ fluctuant de-a lungul trimestrului III, însă pe ansamblul perioadei l-a depășit pe cel din precedentele trei luni³¹. Astfel, raportul mediu cerere/ofertă s-a majorat, în condițiile în care a atins în luna august maximum ultimelor 12 luni, iar maturitatea medie a titlurilor emise s-a menținut relativ constantă.



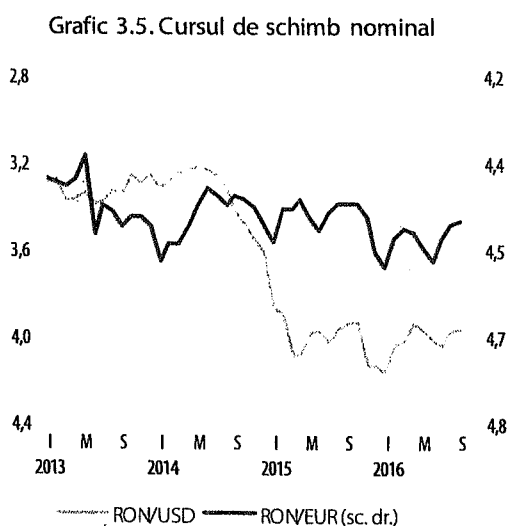
Pe ansamblul perioadei iunie-august 2016, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi ale clienților nebancari au înregistrat scăderi ușoare (-0,09 puncte procentuale, până la 0,62 la sută, respectiv -0,03 puncte procentuale, până la 5,63 la sută; Grafic 3.4). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen a atins noi niveluri minime ale perioadei post-1990, atât pe segmentul societăților nefinanciare (-0,04 puncte procentuale,

³¹ Totodată, în septembrie, MFP a redeschis pe piața externă o emisiune de obligațiuni denominate în euro, punând în circulație titluri în valoare de 1 miliard euro, pe termen de 12 ani și având un randament de 2,15 la sută.

până la 0,42 la sută), cât și pe cel al populației (-0,13 puncte procentuale, până la 0,96 la sută). La rândul său, rata medie a dobânzii aferente creditelor noi ale societăților nefinanciare a scăzut (-0,28 puncte procentuale, până la 3,73 la sută – cea mai mică valoare după 1990), declinul regăsindu-se la ambele categorii majore de împrumuturi (sub și peste echivalentul a 1 milion de euro). În schimb, costul mediu cu dobânda al creditelor noi acordate populației s-a majorat cu 0,63 puncte procentuale (până la 7,21 la sută). Evoluția s-a datorat în principal creșterii ponderii împrumuturilor pentru consum, în condițiile în care fluxul total de credite pentru locuințe s-a comprimat.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În prima lună a trimestrului III, cursul de schimb al leului și-a corectat creșterea consemnată pe parcursul intervalului precedent – mișcare corelată cu cea a ratelor de schimb ale principalelor monede din regiune – pentru ca apoi să tindă să se stabilizeze în apropierea valorilor minime ale anului curent (Grafic 3.5).



Declinul pronunțat al raportului leu/euro din luna iulie – care a anulat și chiar a supracompensat ușor creșterea acumulată în precedentele trei luni – s-a produs pe fondul refacerii apetitului global pentru

risc și al creșterii interesului investitorilor pentru piețele financiare din Europa Centrală și de Est. Acestea au avut ca suport: (i) atenuarea temerilor legate de implicațiile globale imediate ale referendumului din Marea Britanie, ca urmare a semnalelor privind prelungirea/accentuarea de către BCE/Banca Angliei a caracterului acomodativ al politicii monetare, dar și ameliorarea peste așteptări a condițiilor de pe piața muncii și a comerțului cu amănuntul în SUA în iunie, precum și (ii) consolidarea perspectivei relativei încetineri a întăririi de către Fed a *stance*-ului politicii monetare.

Ulterior corecției suferite, cursul de schimb leu/euro s-a cvasistabilizat în jurul celor mai joase valori ale anului curent. Comportamentul său a reflectat, pe de o parte, menținerea volatilității scăzute pe piețele financiare internaționale în luna august³² și, mai apoi, prelungirea sentimentului favorabil al investitorilor față de piețele financiare din regiune³³, în pofida unor creșteri episodice ale aversiunii globale față de risc pe fondul incertitudinii privind relaxarea suplimentară a politicii monetare de către unele bănci centrale majore. Pe de altă parte, raportul leu/euro a receptat influențele mixte venite din mediul intern, în condițiile consemnării unor evoluții macro favorabile (creșterea peste așteptări a PIB în trimestrul II – potrivit estimării „semnal” publicate de INS³⁴ – și temperarea adâncirii deficitului contului curent al balanței de plăți în iulie³⁵, inclusiv pe fondul majorării intrărilor din fonduri europene), dar și ale menținerii riscurilor/incertitudinilor asociate anului electoral (Tabel 3.1).

³² Appetitul global pentru risc continuând să fie influențat de conduita recentă/cea anticipată a politicii monetare a principalelor bănci centrale. Astfel, Banca Angliei (pe 4 august) și Banca Japoniei (pe 29 iulie) au adoptat măsuri de relaxare a politicii monetare, iar anticipațiile privind efectuarea de către Fed a următoarei majorări a ratei dobânzii nu mai devreme de luna decembrie 2016 s-au consolidat.

³³ Acest context a fost valorificat de MFP, care a atras de pe piața externă 1 miliard euro în cadrul unei emisiuni de euroobligțiuni cu maturitate de 12 ani desfășurate la finele lunii septembrie; emisiunea a reprezentat o redeschidere a celei efectuate în luna mai a anului curent.

³⁴ Evoluție confirmată de datele provizorii publicate în 6 septembrie.

³⁵ În plus, conform datelor privind balanța de plăți publicate în septembrie, investițiile directe pe primele șapte luni au acoperit în totalitate deficitul contului curent.

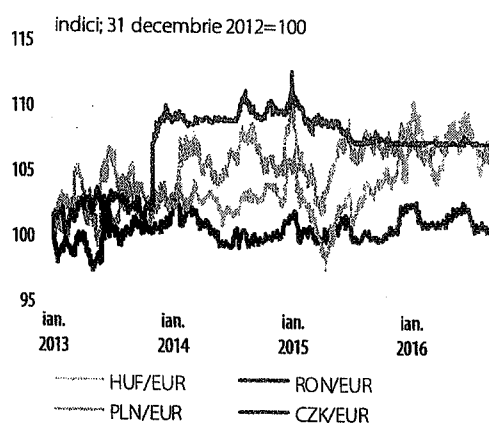
Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	8 luni 2015			8 luni 2016		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	-1 124	-4 031	2 906	4 757	1 375	3 383
Investiții directe	1 151	3 045	-1 893	-14	2 592	-2 606
Investiții de portofoliu	162	-2 047	2 209	182	549	-367
Derivate financiare	-31	0	-31	24	0	24
Alte investiții	1 001	-5 027	6 029	3 457	-1 766	5 223
- numerar și depozite	1 470	-1 795	3 265	1 728	-2 142	3 869
- împrumuturi	199	-3 207	3 407	975	-893	1 868
- altele	-668	-25	-643	754	1 269	-514
Active de rezervă ale BNR (net)	-3 408	0	-3 408	1 109	0	1 109

*) „+” creștere/„-” scădere

Pe piața valutară interbancară, soldul tranzacțiilor derulate de nerezidenți și-a redus sensibil valoarea negativă în iulie, dar și-a reamplificat-o în lunile următoare. Evoluția a fost acompaniată de revenirea temporară în teritoriul negativ a soldului tranzacțiilor rezidenților în august, astfel încât deficitul total al pieței valutare interbancare a atins un nivel relativ ridicat în a doua lună a trimestrului.

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



Sursa: BCE, BNR

Pe ansamblul trimestrului III, leul s-a apreciat în raport cu euro cu 1,6 la sută în termeni nominali³⁶ și cu 1,3 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA,

³⁶ În același interval, forintul s-a apreciat cu 1,7 la sută, iar zlotul, cu 1,8 la sută.

acesta s-a apreciat cu 1,4 la sută în termeni nominali și cu 1,1 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut ușor în raport cu euro (Grafic 3.6). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul s-a depreciat atât față de euro, cât și față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul iunie-august 2016, ritmul de creștere³⁷ a masei monetare (M3) s-a redus (13,6 la sută, față de 14,9 la sută în perioada martie-mai 2016), însă exclusiv datorită semnificativului efect statistic al creșterii ratei anuale a inflației³⁸ (Tabel 3.2). Evoluția lichidității din economie a reflectat cu precădere influențele opuse exercitate, pe de o parte, de relativa creștere a plăților efectuate în contul fondurilor structurale și, pe de altă parte, de distribuirea de către o serie de societăți a dividendelor către nerezidenți și/sau acționari aparținând sectorului guvernamental și de realocarea parțială a deținerilor de monedă ale populației înspre alte active financiare (titluri de stat destinate acestui segment).

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2015			2016		
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	10,1	10,0	12,6	15,1	14,0	13,0
M1	25,6	26,4	28,6	31,6	28,2	25,0
Numerar în circulație	18,8	18,9	17,8	20,5	20,5	18,3
Depozite overnight	29,4	30,4	34,4	37,5	32,1	28,5
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-1,7	-3,0	-0,8	0,5	0,4	1,1

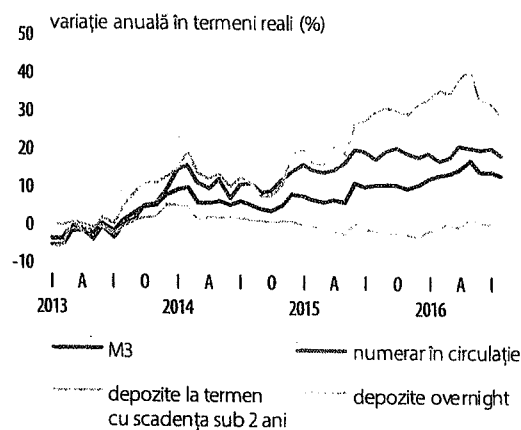
Sursa: INS, BNR

³⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2016.

³⁸ În termeni nominali, dinamica M3 a continuat să crească, atingând maximul ultimilor șapte ani și jumătate.

Din perspectiva principalelor componente ale M3, încetinirea creșterii a decurs exclusiv din reducerea variației anuale medii a masei monetare în sens restrâns (M1); nivelul acesteia a continuat însă să fie unul relativ ridicat din perspectiva perioadei postcriză, el corelându-se cu dinamica activității economice și costul de oportunitate scăzut al deținerii de active monetare lichide (Grafic 3.7). Evoluția M1 a fost cu precădere consecința restrângerii dinamicii anuale a depozitelor ON ale societăților nefinanciare (atât în termeni nominali, cât și reali), atribuibilă inclusiv unui efect de bază; și dinamica plasamentelor ON ale populației s-a redus, însă exclusiv pe seama efectului statistic al ratei inflației. Variația anuală a depozitelor la termen peste doi ani a fost aproape nemodificată³⁹, în condițiile unor influențe de sens opus ale depozitelor populației și ale companiilor (scădere, respectiv creștere a dinamicii anuale).

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă atenuarea ritmului anual de creștere a depozitelor aparținând ambelor categorii principale de clienți. În cazul populației, scăderea s-a regăsit doar la nivelul ratei reale de creștere, cea nominală urcând de la 7,4 la 9,2 la sută; evoluția a reflectat efectele opuse exercitate, pe de o parte, de majorarea

³⁹ În termeni nominali, ea s-a majorat de la -2,8 la 0,1 la sută, luna august fiind prima lună cu dinamică anuală pozitivă înregistrată din decembrie 2014 până în prezent.

veniturilor – atât a celor salariale⁴⁰, cât și a celor din alte surse (inclusiv dividende) – și, pe de altă parte, de interesul ridicat manifestat pentru titlurile de stat emise în acest interval⁴¹. Pe segmentul companiilor, evoluția dinamicii depozitelor s-a corelat cu plățile suplimentare efectuate de aceste entități către acționari⁴² și buget⁴³ și cu posibila reducere a sumelor alocate sectorului agricol în contul fondurilor europene; în sens opus au acționat amplificarea plăților în contul fondurilor structurale și a celor destinate participanților la programul de înnoire a parcului auto național⁴⁴, precum și răscumpărarea obligațiunilor emise de Raiffeisen Bank⁴⁵.

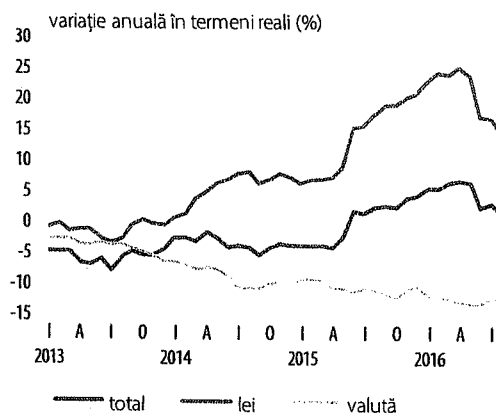
Din perspectiva contrapartidelor M3, evoluția acesteia a reflectat scăderea dinamicii creditului acordat sectorului privat și celui aferent sectorului public; în sens opus, dar cu o intensitate mai redusă, au acționat prelungirea creșterii dinamicii activelor externe nete ale sectorului bancar, scăderea variației pasivelor pe termen lung⁴⁶ și atenuarea creșterii anuale a depozitelor administrației publice centrale.

Creditul acordat sectorului privat

În perioada iunie-august 2016, ritmul de creștere a creditului acordat sectorului privat⁴⁷ s-a temperat (1,8 la sută, față de 6,2 la sută în precedentele trei luni; Grafic 3.8), prioritar datorită reintensificării operațiunilor de scoatere a creditelor neperformante

din bilanțul băncilor⁴⁸, careia i s-a asociat influența statistică a creșterii ratei anuale a inflației⁴⁹. Pierderea de dinamică s-a localizat preponderent la componenta în lei (un ritm anual real de creștere de 16,0 la sută, față de 24,2 la sută în precedentele trei luni), în condițiile în care variația anuală a creditului în valută a rămas aproape constantă (-13,0 la sută, față de -13,2 la sută în intervalul martie-mai, pe baza soldului exprimat în euro), pe fondul disipării efectului de bază indus de conversia în lei a unui volum însemnat de credite denominate în franci elvețieni, efectuată în anul precedent. În condițiile menținerii unui decalaj semnificativ între variațiile celor două componente, ponderea creditului în lei a continuat să se majoreze, atingând în august 55,9 la sută – cea mai mare valoare din decembrie 1996 până în prezent.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Din perspectiva sectoarelor instituționale, scăderea de ritm a caracterizat ambele categorii principale de clienți (Grafic 3.9). Pe segmentul populației, declinul⁵⁰ s-a regăsit atât la nivelul componentei pentru locuințe, cât și la cel al creditelor pentru consum și alte scopuri, mișcarea fiind indusă, pe lângă factorii menționați anterior, de atenuarea

⁴⁰ Salariul mediu net s-a majorat în termeni nominali în perioada iunie-iulie cu 13,3 la sută (12,9 la sută în precedentele trei luni); în termeni reali, creșterea s-a redus de la 16,7 la sută la 14,2 la sută.

⁴¹ În august, MFP a emis în cadrul programului Fidelis, ediția Centenar, titluri de stat destinate populației în valoare de 735 milioane lei.

⁴² Conform comunicatelor de presă, în perioada iunie-iulie 2016 au plătit dividende, printre alții, Transelectrica, Nuclearelectrica, SIF Moldova, Romgaz, Transgaz și Electrica, entități ale căror acțiuni sunt deținute în majoritate de sectorul guvernamental și nerezidenți.

⁴³ Inclusiv plata impozitului pe clădiri.

⁴⁴ Conform informațiilor de la Administrația Fondului pentru Mediu, programul „Rabla” a demarat în luna iunie 2016, suma totală alocată fiind de 145 milioane lei.

⁴⁵ Obligațiuni în lei în valoare de 225 milioane lei emise în iulie 2013 și plasate preponderent către investitori locali.

⁴⁶ Poziția include conturile de capital.

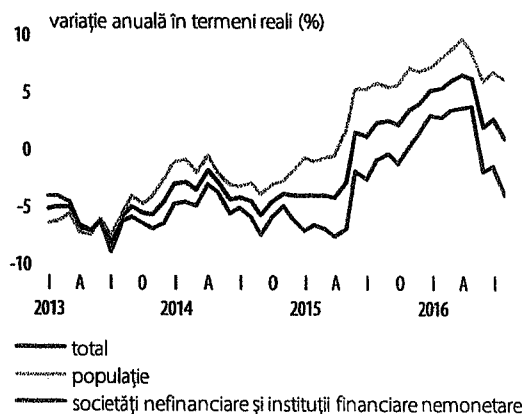
⁴⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2016.

⁴⁸ Calculate pe baza datelor din statistica monetară.

⁴⁹ Ritmul de creștere a creditului acordat sectorului privat ajustat cu influența operațiunilor de scoatere a creditelor din bilanțul instituțiilor de credit și exprimat în termeni nominali s-a accelerat.

⁵⁰ Exprimat în termeni nominali, ritmul de creștere a creditului acordat populației s-a majorat totuși față de cel din intervalul martie-mai 2016.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

creșterii împrumuturilor noi, pe fondul înăsprii standardelor de creditare aplicate de instituțiile de credit⁵¹ și al epuizării plafonului de garanții acordate pentru programul „Prima casă”⁵². În cazul societăților nefinanciare, pierderea de dinamică a fost mai abruptă și s-a datorat deopotrivă încetinirii creșterii creditului în lei și avansului în teritoriul negativ a variației creditului în valută (exprimat în euro). Declinul s-a extins la nivelul tuturor categoriilor majore de scadențe ale creditelor și a avut ca principal determinant intensificarea operațiunilor de scoatere a creditelor neperformante din bilanțul instituțiilor de credit, căreia i s-a asociat în acest interval o scădere în termeni anuali a volumului de credite noi.

⁵¹ Conform Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației publicat în luna august 2016, instituțiile de credit au înăsprit standardele de creditare în trimestrul II 2016 atât pentru împrumuturile destinate achiziției de locuințe și terenuri, cât și pentru creditele de consum; pentru trimestrul III se preconiza înăsprirea marginală a standardelor de creditare la împrumuturile ipotecare și menținerea constantă a acestora în cazul creditelor de consum.

⁵² MFP a suplimentat la finele lunii septembrie 2016 plafonul de garanții din cadrul programului „Prima casă” (HG nr. 703/2016).

4. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în creștere pe întregul interval de prognoză de la -0,4 la sută la sfârșitul anului 2016 la 2,1 la sută la finele anului 2017 și la 3,1 la sută la orizontul prognozei (trimestrul III 2018). Tendința crescătoare este și mai pronunțată la nivelul indicelui CORE2 ajustat. În cazul acestei componente, acumularea treptată a presiunilor inflaționiste va fi generată în principal de amplificarea anticipată a excedentului de cerere, la care se adaugă dinamizarea treptată a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici de la nivelurile reduse din prezent, precum și de atenuarea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea prețurilor de import. În plus, la începutul anilor 2017 și 2018, se vor epuiza efectele de runda întâi ale reducerilor de impozite indirecte din ianuarie 2016 și ianuarie 2017, cu impact în sensul creșterii ratei anuale a indicatorului. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi echilibrată relativ la traiectoria descrisă în scenariul de bază, în contextul influențelor de sens opus asociate surselor de risc localizate în mediul extern și intern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a PIB UE efectiv (UE-28 excluzând România) este consistent cu ipoteza de redresare treptată a cererii externe (Tabel 4.1). Dinamicile anuale ale indicatorului sunt marginal superioare celor anticipate în raportul precedent, în principal pe seama evoluțiilor recente, mai favorabile, în cazul anumitor parteneri comerciali (de exemplu Germania și Spania). În zona euro, redresarea activității economice este susținută în continuare de evoluția cererii interne în contextul măsurilor acomodative de politică monetară ale BCE, al prețului

încă relativ redus al petrolului, dar și al ameliorării condițiilor de pe piața forței de muncă. Deși volatilitatea înregistrată pe piețele financiare internaționale în urma votului privind *Brexit* a fost de scurtă durată și relativ limitată, persistă incertitudinile cu privire la potențialul impact asupra perspectivelor economice ale zonei euro al rezultatului negocierilor dintre UE și Marea Britanie⁵³. *Gap*-ul cererii externe⁵⁴ este anticipat a rămâne în teritoriu negativ pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, exercitând un impact restrictiv, dar în reducere graduală, asupra excesului de cerere din economia internă.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2016	2017
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,73	1,63
Inflația anuală din zona euro (%)	0,23	1,30
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,19	2,23
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,27	-0,35
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,11	1,09
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	44,4	55,1

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

Rata medie anuală a inflației IAPC din zona euro este preconizată a se plasa pe o traiectorie ascendentă pe tot intervalul proiecției, în principal pe fondul atenuării efectelor scăderilor anterioare ale prețului internațional al petrolului și al evoluțiilor favorabile de pe piața forței de muncă. În ciuda acestor creșteri, măsura menționată se va situa atât sub

⁵³ Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august 2016, Marea Britanie și-a exprimat opțiunea de a invoca Articolului 50 al Tratatului de la Lisabona pentru declanșarea procedurii de ieșire din UE până la finele lunii martie 2017. Acest demers este posibil, conform hotărârii Înaltei Curți de Justiție de la Londra din 3 noiembrie a.c., doar cu acordul în prealabil al Parlamentului britanic.

⁵⁴ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra nivelului exporturilor produselor românești.

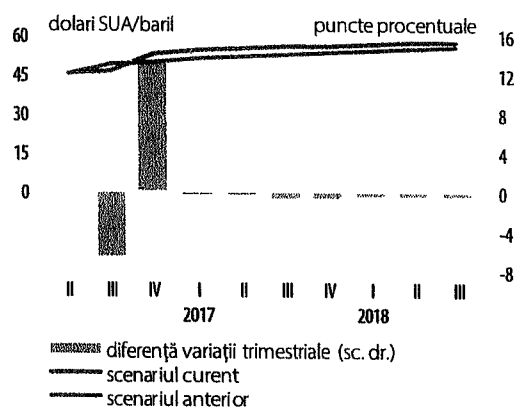
nivelul reper de 2 la sută vizat de definiția BCE a stabilității prețurilor, cât și sub nivelul prognozat anterior. Sub impactul unui set similar de factori determinanți, rata anuală a inflației din SUA va cunoaște, la rândul său, o tendință de dinamizare, plasându-se în continuare la valori mai ridicate față de cele anticipate pentru zona euro.

Pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este prognozată a se menține la valori negative pe întregul interval de proiecție.

Cursul de schimb EUR/USD este anticipat a se poziționa pe o traiectorie cvasistabilă pe intervalul de prognoză, eventuale abateri putând fi generate de deviațiile politicilor monetare implementate de BCE și Fed de la traiectoriile așteptate de piețele financiare.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor futures și prevede menținerea traiectoriei ascendente, atingând nivelul de 57,2 dolari SUA/baril în trimestrul III 2018 (Grafic 4.1). Evoluția anticipată este în continuare marcată de incertitudini, în condițiile multiplelor reconfigurări survenite în perioadele recente pe piața globală a petrolului, inclusiv ale posibilității unei limitări a producției de către țările membre OPEC, o decizie formală în acest sens urmând a fi luată la finele lunii noiembrie a.c.

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



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

1.2. Perspectivele inflației

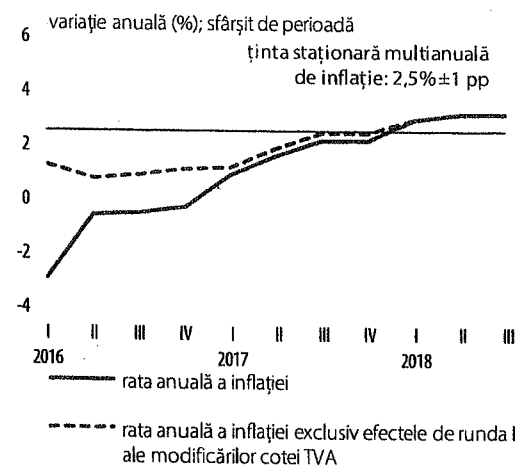
Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va atinge -0,4 la sută și 2,1 la sută la finele anilor 2016 și, respectiv, 2017. La orizontul proiecției, trimestrul III 2018, rata prognozată este de 3,1 la sută (Tabel 4.2).

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2016		2017		2018			
	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	-0,4	0,8	1,5	2,1	2,1	2,9	3,1	3,1
Proiecție IPC*	1,0	1,1	1,8	2,4	2,4	2,9	3,1	3,1

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației

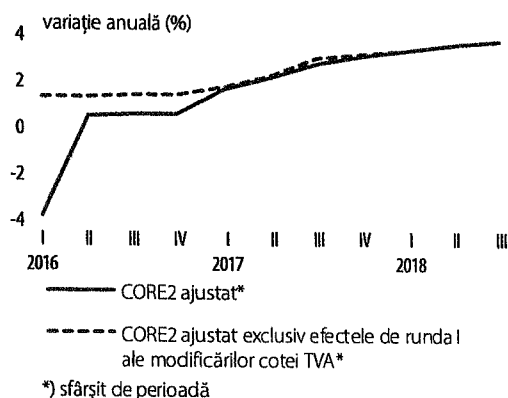


Sursa: INS, proiecție BNR

Pentru finele anului curent, valoarea prognozată este plasată sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută (Grafic 4.2). Pentru sfârșitul anului 2016, proiecția este similară celei din runda precedentă, în timp ce pentru finele anului 2017 aceasta a fost revizuită în sus cu 0,1 puncte procentuale. Această reevaluare se datorează în exclusivitate contribuției indicelui CORE2 ajustat, pe fondul anticipării unor presiuni inflaționiste mai

pronunțate provenind din partea unor factori fundamentali asociați mediului intern. Rata anuală a inflației IPC va înregistra valori negative până la sfârșitul anului curent și va reintra în intervalul țintei la mijlocul anului 2017 unde se va menține până la orizontul prognozei.

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



Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat va atinge 0,5 la sută la finele anului 2016 și 3 la sută la sfârșitul anului 2017, urmând ca la finele trimestrului III 2018 să înregistreze 3,7 la sută, valoare situată peste limita superioară a intervalului țintei (Grafic 4.3). Traectoria este configurată, pe de o parte, de epuizarea succesivă⁵⁵ a efectelor statistice de runda întâi ale reducerii cotei standard a TVA, iar pe de altă parte, de acumularea unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali. Acestea din urmă sunt anticipate a fi generate de amplificarea excedentului de cerere format în economie, în contextul conduitei expansioniste a politicii fiscale și a creșterii costurilor salariale unitare⁵⁶ și, cu un impact relativ mai redus, de atenuarea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea prețurilor de import pe fondul creșterilor preconizate ale prețurilor externe. În cadrul celor din urmă, se conturează tot mai pregnant perspectiva unei reveniri pe un trend ascendent a cotațiilor celor

mai multe materii prime pe piețele internaționale⁵⁷. În acest context, componenta anticipativă a așteptărilor inflaționiste se va dinamiza treptat, contribuția acestora la inflația de bază devenind pozitivă de la începutul anului 2017 și ulterior în creștere. Inflația de bază calculată prin excluderea efectelor de runda întâi ale modificării cotei TVA se situează la finele anilor 2016 și 2017 la 1,4 la sută și, respectiv, la 3,1 la sută, urmând ca din ianuarie 2018, cei doi indici să fie identici (Tabel 4.3).

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

		variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
		2016		2017			2018		
		T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
CORE2	ajustat	0,5	1,6	2,1	2,7	3,0	3,3	3,5	3,7
CORE2	ajustat*	1,4	1,7	2,2	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7

*) exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA

Comparativ cu raportul precedent, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus cu 0,1 puncte procentuale pentru finele anului curent și cu 0,2 puncte procentuale pentru sfârșitul celui viitor, în special pe fondul formării unui exces de cerere de o amploare mai ridicată pe întregul interval de proiecție și al preconizării unor creșteri mai rapide ale prețurilor alimentelor procesate în contextul evoluțiilor recente de pe piețele europene. Aceste influențe au fost contrabalansate parțial de revizuirea în sens descendent⁵⁸ a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor și produselor din

⁵⁵ În ianuarie 2017 și ianuarie 2018.

⁵⁶ Inclusiv ca urmare a majorării câștigurilor salariale din sectorul bugetar și a creșterilor succesive ale salariului minim brut pe economie.

⁵⁷ De exemplu, în cazul alimentelor procesate, inclusiv ca urmare a efectelor generate de schemele de sprijin implementate în UE pentru producătorii afectați de embargoul impus de Rusia începând cu luna august 2014. Ca răspuns, CE a implementat unele măsuri excepționale de sprijin financiar, cu caracter temporar pentru producătorii afectați, ale căror efecte sunt deja vizibile prin restrângerea supraofertei.

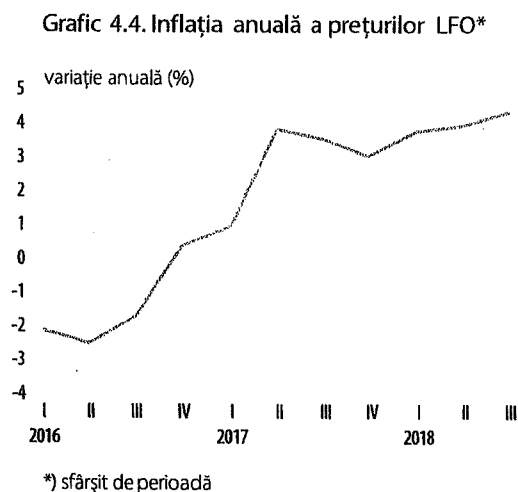
⁵⁸ Aceasta reflectă, pe de o parte, nivelul mai redus decât cel anticipat anterior înregistrat de rata inflației în septembrie 2016, iar pe de altă parte, tendința indicată de prognoza privind inflația IPC publicată în Raportul asupra inflației din luna august 2016 relativ la cea din raportul anterior.

tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de -0,6 puncte procentuale și de 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului 2016 și, respectiv, 2017, valori similare celor din proiecția anterioară (Tabel 4.4). În structură, presiunile inflaționiste mai ample ale prețurilor combustibililor pentru finele anului curent au fost contrabalansate de revizuirile în sens descendent ale dinamicii celorlalte componente exogene.

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2016	2017
Prețuri administrate	-0,9	0,4
Combustibili	0,1	-0,2
Prețuri LFO	0,0	0,2
CORE2 ajustat	0,3	1,8
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,1	0,0

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



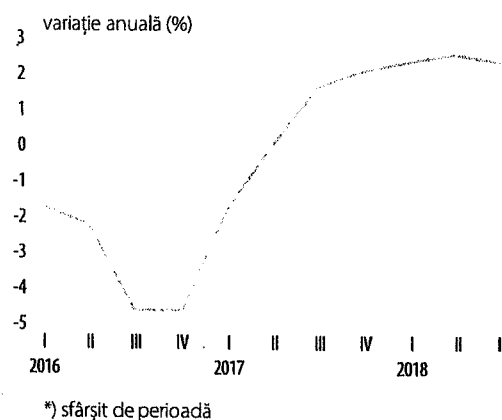
Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) pe intervalul de prognoză este marcată de adoptarea ipotezei înregistrării unor producții agricole normale pe plan intern, în paralel, însă, cu disiparea treptată a persistenței pe piețele europene a supraofertei de produse alimentare. În aceste condiții, grupa va înregistra o dinamică anuală în accelerare, de la 0,3 la sută la finele anului 2016 la 3,1 la sută la sfârșitul anului 2017 și la 4,3 la sută la orizontul

proiecției (Grafic 4.4). Valorile au fost revizuite în jos doar pentru anul curent în condițiile unei scăderi mai ample înregistrate în trimestrul III decât se anticipa în raportul anterior⁵⁹.

Dinamica anuală a prețurilor administrate va fi de -4,7 la sută la sfârșitul anului curent și de 2 la sută la finele celui viitor, urmând a se plasa la nivelul de 2,3 la sută la orizontul proiecției (Grafic 4.5). Pentru 2016, revizuirea în jos (0,2 puncte procentuale) a dinamicii grupei se datorează evoluțiilor recente (din luna iulie) pe segmentul „energie”, în timp ce valoarea proiectată pentru anul viitor este similară celei din raportul precedent.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate*



Sursa: INS, proiecție BNR

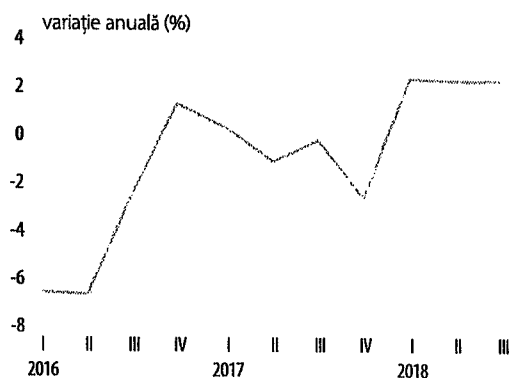
Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată la nivelul de 1,2 la sută la sfârșitul anului curent, de -2,7 la sută la finele celui viitor și de 2,2 la sută la orizontul prognozei. Această traiectorie este marcată semnificativ, pe de o parte, de reducerea în două etape a cotei standard a TVA și de eliminarea supraaccizei la carburanți⁶⁰, iar pe de altă parte, de plasarea prețului petrolului pe o traiectorie ascendentă pe tot intervalul de prognoză (Grafic 4.6). Comparativ cu raportul precedent, reevaluări mai ample ale dinamicii anuale a grupei s-au produs la finele anului curent (+2,3 puncte procentuale), în principal pe seama dinamicii mai alerte a prețului

⁵⁹ Datorate cu precădere evoluției prețurilor la recolta internă.

⁶⁰ La 1 ianuarie 2017, preconizată a avea un impact de -0,3 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației IPC la finele anului 2017.

petrolului, contrabalansată parțial de plasarea anticipațiilor inflaționiste – cu impact și asupra acestei componente a coșului de consum – la valori mai scăzute.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria ratei anuale a inflației produselor din tutun și băuturi alcoolice este configurată pe baza legislației privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse și a celor mai recente informații disponibile, fiind marcată de reducerile cotei standard a TVA din 2016 și 2017. Pentru anul 2016, nivelul proiectat este mai scăzut cu 0,5 puncte procentuale ca urmare a reducerii de către comercianți în perioadele recente a prețurilor de vânzare ale acestor produse, mai mult decât se anticipa anterior. Pentru anul 2017, este preconizat un nivel similar celui din raportul precedent.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁶¹

Deviația PIB

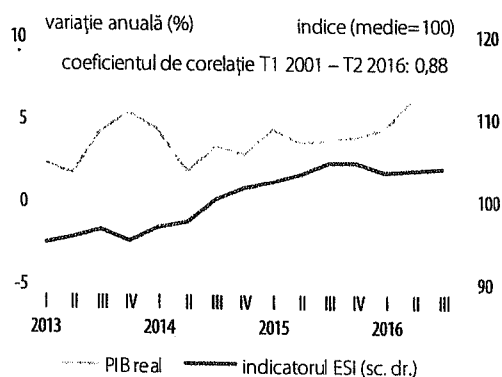
În trimestrul II 2016, PIB real ajustat sezonier a înregistrat o nouă creștere trimestrială (1,5 la sută⁶²), similară celei din perioada anterioară. Cererea

⁶¹ 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 Reuters.

⁶² Comunicatul INS nr. 257 din 7 octombrie 2016. În termeni anuali, creșterea economică în trimestrul II 2016 a fost de 6 la sută.

internă și-a menținut rolul determinant la creșterea economică. Pentru a doua jumătate a anului 2016, PIB real este anticipat a-și continua dinamica trimestrială pozitivă, însă cu un ritm în atenuare. Semnale favorabile provin din partea unor indicatori precum cel al încrederii în economie (creștere în trimestrul III 2016 cu 0,2 puncte – Grafic 4.7) sau cel al producției industriale (+1,1 la sută în perioada iulie-august 2016 față de media trimestrului II); în paralel însă, volumul comerțului cu amănuntul (cu excepția auto-moto) a crescut cu doar 0,6 la sută în perioada menționată, iar cel aferent construcțiilor noi s-a redus cu 2,2 la sută.

Grafic 4.7. Indicatorul de încredere în economie* și creșterea economică



*) date ajustate sezonier

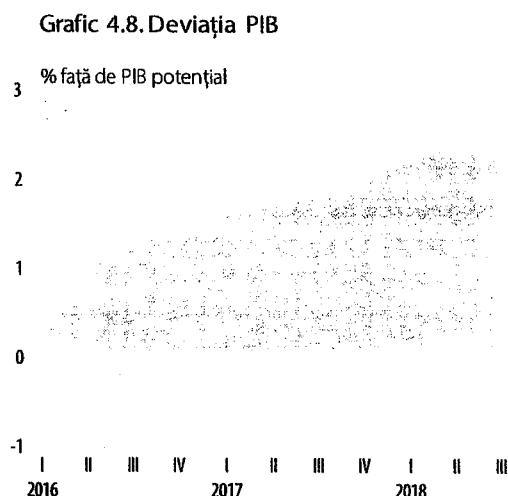
Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pe parcursul intervalului de prognoză, PIB potențial este anticipat a accelera gradual, pe seama creșterii contribuției stocului de capital (datorată dinamicii recente și proiectate a investițiilor) și a atenuării contribuției nefavorabile a forței de muncă (sprijinită de evoluția ratei de activitate și a celei a șomajului). Dinamica proiectată a productivității totale a factorilor (TFP) reflectă ipoteza continuării eforturilor agenților economici de a valorifica fondurile europene structurale și de coeziune⁶³ și nivelurile reduse ale ratelor reale ale dobânzilor în cadrul programelor acestora de eficientizare a activității. Pentru anul curent, evoluția TFP rămâne

⁶³ La data de 30 septembrie a.c., rata efectivă de absorbție a fondurilor europene în contul programelor operaționale aferente exercițiului bugetar 2007-2013 a fost de 75,7 la sută, în creștere de la 58,9 la sută la finele anului 2015.

grevată de un efect statistic de reportare (engl. *carry-over effect*) asociat performanțelor sectorului agricol din anul 2015.

Deviația pozitivă a PIB aferentă trimestrului II 2016 a fost revizuită la valori mai ridicate comparativ cu runda anterioară de prognoză, în principal pe seama dinamicii peste așteptări a PIB din acest trimestru. Evaluarea, pentru finele anului curent, a valorilor deviației PIB este susținută de indicatori corelați precum rata șomajului BIM (în reducere continuă pe parcursul anului 2015 și în prima jumătate a celui curent) sau gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie (care înregistrează valori mai ridicate pe parcursul anului curent comparativ cu cel anterior).



Sursa: INS, proiecție BNR

Excesul de cerere este proiectat a avea o tendință de intensificare până la orizontul prognozei (Grafic 4.8). Evoluția acestuia reflectă dinamica venitului disponibil în termeni reali (susținută de impactul măsurilor de relaxare fiscală și de majorările salariale anticipate la nivelul economiei), cât și reducerea graduală a deficitului de cerere externă și caracterul stimulat al setului condițiilor monetare reale în sens larg. Efecte în sensul atenuării excesului de cerere sunt asociate procesului de implementare a *Brexit* (prin intermediul cererii externe efective⁶⁴) și

⁶⁴ Pe termen scurt perspectivele privind activitatea economică din UE reflectă un impact limitat al *Brexit*. Însă, pe termen mediu, în contextul incertitudinilor privind demararea negocierilor privind ieșirea Marii Britanii din UE este anticipat ca activitatea economică din spațiul comunitar (principalul partener comercial al României) să fie afectată nefavorabil.

Legii privind darea în plată⁶⁵. Comparativ cu Raportul precedent asupra inflației, revizuirea proiecției deviației PIB reflectă, pe de o parte: (i) dinamica mai amplă a PIB în prima parte a anului curent și (ii) accentuarea caracterului stimulat al politicii fiscale (prin intermediul impulsului fiscal), cu precădere în a doua jumătate a anului curent⁶⁶, iar pe de altă parte, (iii) condițiile monetare reale, al căror caracter este proiectat a fi mai puțin stimulat (pe seama contribuției mai reduse din partea cursului de schimb prin canalul exporturilor nete).

Scenariul de bază prevede accelerarea creșterii economice în anul 2016. Pe parcursul intervalului de prognoză, aceasta este anticipată a continua să se situeze peste potențial, dar la valori inferioare celei din anul curent, odată cu atenuarea efectelor măsurilor de politică fiscală și ale creșterilor salariale asupra componentelor cererii interne și cu manifestarea efectelor referendumului de ieșire a Marii Britanii din UE. Principalele contribuții pozitive la creșterea economică provin din partea consumului individual efectiv al gospodăriilor populației (favorizat de evoluția venitului disponibil real al acestora) și a investițiilor (în contextul continuării absorbției fondurilor europene structurale și de coeziune). În condițiile avansului cererii interne, creșterea importurilor de bunuri și servicii este proiectată a se menține peste cea a exporturilor, contribuind, pe această cale, la adâncirea deficitului balanței bunurilor și serviciilor. Astfel, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este anticipată a fi negativă, cu tendință de atenuare pe parcursul intervalului de prognoză, evoluție condiționată însă de consolidarea activității economice a partenerilor comerciali externi, implicit și a cererii pentru produsele românești provenite din partea acestora.

Componentele cererii agregate

Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a consemnat o creștere de 2,9 la sută în trimestrul II 2016 față de cel anterior, beneficiind

⁶⁵ Înăsprirea standardelor de creditare ale instituțiilor de credit aferente achiziției de locuințe și terenuri de către populație din trimestrul II a fost contrabalansată parțial, pe parcursul trimestrului III, de o reducere a avansurilor percepute de acestea la creditele ipotecare.

⁶⁶ În condițiile în care execuția bugetară *cash* la finele trimestrului III indică plasarea soldului bugetar semnificativ sub ținta de deficit a autorităților pentru întregul an (-0,49 la sută față de -2,76 la sută din PIB).

de suport din partea majorărilor salariale, dar și a unei rate marginal negative a inflației⁶⁷. Pentru trimestrele III și IV 2016, evaluările privind evoluția acestei componente indică menținerea dinamicii pozitive, însă în atenuare. Aceasta este susținută de creșterea în continuare a venitului disponibil real, sub impactul componente salariale (creștere în termeni reali de 1,9 la sută a salariului mediu net în economie în perioada iulie-august 2016 față de media trimestrului II). Semnale de temperare a dinamicii consumului provin din partea volumului comerțului cu amănuntul, exclusiv auto-moto (majorare doar cu 0,6 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului II), sau a indicatorului încrederii consumatorilor (reducere cu 1,2 puncte în trimestrul III).

Pe parcursul intervalului de proiecție consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a consemna ritmuri alerte de creștere raportate la valorile postcriză, însă în decelerare. Prognoza reflectă impactul în diminuare asupra dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor provenit din partea politicii fiscale și a celei a veniturilor, precum și a majorărilor salariale anticipate a se produce în sectorul privat, în corelație cu dinamica productivității muncii. Sub impactul cumulat stimulat al factorilor menționați, componenta ciclică a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este evaluată a avansa în teritoriu pozitiv pe tot parcursul intervalului de prognoză.

În trimestrele III și IV 2016 consumul colectiv efectiv al administrației publice este proiectat în creștere, însă dinamica acestuia este apreciată a rămâne compatibilă cu menținerea deficitului bugetar în anul curent în limita nivelului de referință de 3 la sută aferent Pactului de stabilitate și creștere. Pe parcursul intervalului de prognoză, consumul colectiv al administrației publice este anticipat a înregistra o dinamică medie anuală pozitivă atât în anul 2016, cât și în 2017.

Formarea brută de capital fix (FBCF) a crescut în trimestrul II 2016 față de cel anterior (6,6 la sută), favorizată atât de achizițiile de echipamente, cât și de lucrările de construcții.

Și în cazul acestei componente, se așteaptă o moderare a dinamicii în trimestrele III și IV. Semnale pozitive privind dinamica FBCF provin din partea producției industriale a bunurilor de capital care a crescut cu 4,4 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului II, dar și a indicatorului de încredere aferent operatorilor din construcții (majorare cu 2,1 puncte în trimestrul III 2016 față de cel precedent). În sensul atenuării avansului FBCF acționează evoluția construcțiilor noi (reducere cu 2,2 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului II). Evaluarea privind dinamica acestei componente este caracterizată de incertitudine, inclusiv pe fondul revizuirii seriei istorice ajustate sezonier.

Proiecția prevede consolidarea evoluției favorabile a FBCF pe parcursul intervalului de referință. Comparativ cu valorile înregistrate în anul 2015, aceasta va cunoaște o accelerare în anul curent, urmată de o temperare în 2017. Evoluția FBCF este anticipată în contextul: (i) continuării absorbției, deși cu o încetinire de ritm⁶⁸ în cursul anului viitor, a fondurilor europene structurale și de coeziune și al (ii) condițiilor favorabile de creditare, cu efect de susținere a dinamicii investițiilor din sectorul privat. Suplimentar, unele măsuri fiscale, precum reducerea impozitului pe dividende și eliminarea taxei pe construcții speciale, au potențial de eliberare de resurse ce pot fi direcționate către programe de investiții. Pe ansamblu, se anticipează menținerea pe parcursul intervalului de prognoză a recente repoiționări a nivelului FBCF peste cel de echilibru pe termen mediu.

Exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 3,1 la sută în trimestrul II 2016 față de cel anterior. Dinamica acestora este estimată a rămâne în teritoriu pozitiv în trimestrele III și IV 2016, însă în decelerare comparativ cu trimestrul II. Această

⁶⁷ Sub impactul dinamicii din acest trimestru a prețurilor produselor alimentare volatile și ale celor ale produselor cu prețuri administrate.

⁶⁸ Trecerea la noul cadru financiar multianual (2014-2020) este de așteptat să implice o posibilă încetinire a atragerilor fondurilor europene din această sursă, dar având potențial de revenire în a doua jumătate a intervalului proiecției.

evoluție este sprijinită de perspectivele privind redresarea graduală a activității economice a partenerilor comerciali pe termen mediu, sub influența unor factori precum persistența măsurilor de relaxare cantitativă ale BCE și menținerea prețului redus al petrolului. Pentru intervalul de prognoză exporturile de bunuri și servicii sunt anticipate a-și continua dinamica pozitivă, reflectând persistența îmbunătățirilor structurale înregistrate în ultimii ani⁶⁹. Prognoza presupune menținerea premiselor redresării cererii externe, pe fondul unui grad de incertitudine ce se menține relativ ridicat. Un efect stimulativ adițional asupra ritmului prognozat de creștere a exporturilor este exercitat de impactul cursului de schimb real efectiv (prin intermediul competitivității prin preț). În aceste condiții, pe intervalul de prognoză deviația de la tendința pe termen mediu a exporturilor de bunuri și servicii este evaluată la valori pozitive, în reducere treptată.

Importurile de bunuri și servicii au crescut în trimestrul II 2016 față de cel anterior cu 5,9 la sută. Pentru trimestrele III și IV 2016 și pe restul intervalului de prognoză, acestea sunt anticipate a-și continua dinamica pozitivă, mai mare decât cea a exporturilor, pe fondul avansului cererii interne. Un efect de antrenare suplimentar provine din partea evoluției favorabile anticipate a exporturilor de bunuri și servicii. În acest context, deviația de la tendința pe termen mediu a importurilor de bunuri și servicii este anticipată a se menține la valori pozitive.

Deficitul contului curent al balanței de plăți s-a majorat în anul 2015 la 1,2 la sută din PIB nominal, pe fondul accentuării deficitului balanței veniturilor primare și al balanței bunurilor, la evoluția celei din urmă contribuind dinamizarea cererii interne. Pe parcursul intervalului de proiecție, deficitul de cont curent este anticipat a continua să se adâncească. Principalul factor determinant al acestei

evoluții este dinamica importurilor de bunuri și servicii, pe fondul avansului cererii interne. În acest context, ponderea deficitului de cont curent în PIB este prognozată a se poziționa pe termen mediu în apropierea valorii de 2,5 la sută.

Nivelul înregistrat al rezervelor internaționale și, în general, sursele preconizate de finanțare a deficitului de cont curent sunt apreciate a fi adecvate și favorabil distribuite din perspectiva naturii non-generatoare de datorii a fluxurilor de capital (preponderent investiții străine directe și transferuri de capital⁷⁰). Cu toate acestea, redeschiderea deficitului de cont curent pe seama accelerării consumului și a majorării deficitului bugetar prezintă, în situația unei creșteri a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente, potențialul de a periclita echilibrul macroeconomic ale României.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁷¹ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁷².

Ratele nominale medii ale dobânzilor în lei la creditele și depozitele noi la termen practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari sunt estimate a se reduce în trimestrul III 2016. Pentru trimestrul IV se anticipează diminuarea în continuare a ratei nominale a dobânzii la credite și menținerea celei la depozite la nivelul trimestrului anterior. Cumulat, deviațiile de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor sunt estimate a exercita o influență stimulatивă asupra activității economice din perioadele următoare.

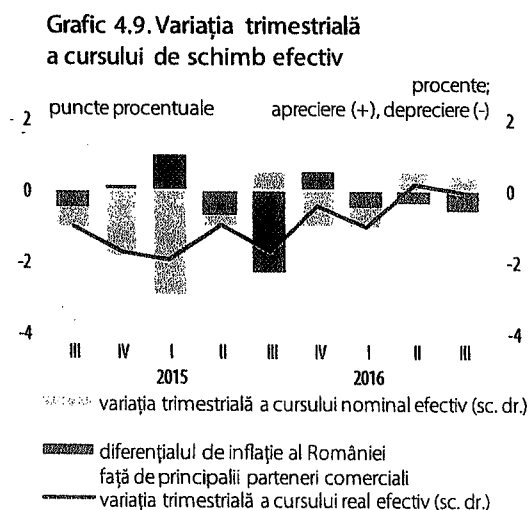
⁷⁰ Asociație atragerilor de fonduri structurale și de coeziune de la Uniunea Europeană.

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

⁷² Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind creșterea ponderii creditelor denumite în lei în totalul stocului de credite acordate sectorului privat.

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

În trimestrul III 2016, comparativ cu cel anterior, moneda națională s-a apreciat în termeni nominali, pe seama evoluției în raport cu euro. În termeni reali însă, moneda națională a înregistrat o depreciere, pe seama diferențialului de inflație trimestrială față de partenerii comerciali (Grafic 4.9). În ansamblu, impactul cursului de schimb real efectiv asupra cererii agregate (prin intermediul competitivității prin preț a exporturilor) din perioadele următoare este evaluat a rămâne stimulative.

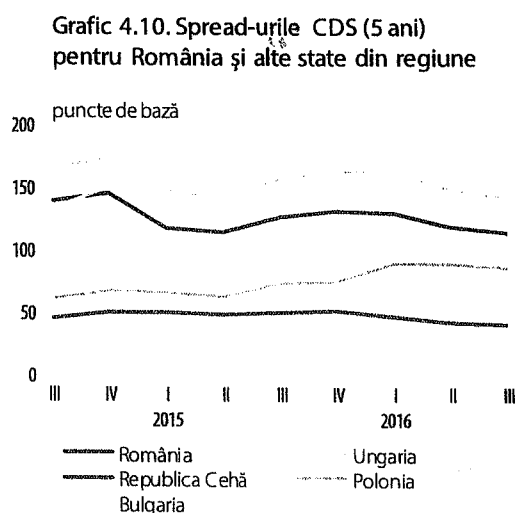


Sursa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

Efectul de avuție și de bilanț din trimestrele III și IV 2016 exercită influențe stimulative asupra cererii agregate viitoare preponderent pe seama poziționării ratei reale a dobânzii externe (puternic negativă) sub nivelul de echilibru. Prima de risc suveran este evaluată a se situa în proximitatea tendinței pe termen mediu, exercitând un impact neutru. În medie, raportat la trimestrul anterior, cotațiile *credit default swaps* (CDS) asociate economiei naționale s-au diminuat în trimestrul III 2016 (Grafic 4.10). Perspectivile pe termen mediu ale primei de risc sunt influențate atât de factori interni, asociați configurației bugetului pentru anul 2017, cât și de dinamica economiei globale, respectiv evoluția relației dintre Marea Britanie și UE și divergența politicilor monetare ale Fed și BCE.

În ansamblu, în trimestrele III și IV 2016 condițiile monetare reale în sens larg sunt evaluate a fi stimulative la adresa excesului de cerere agregată

din trimestrele următoare, contribuind la accentuarea presiunilor inflaționiste. În structura acestora, predomină impactul favorabil aferent cursului de schimb real efectiv (prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor).



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Reuters

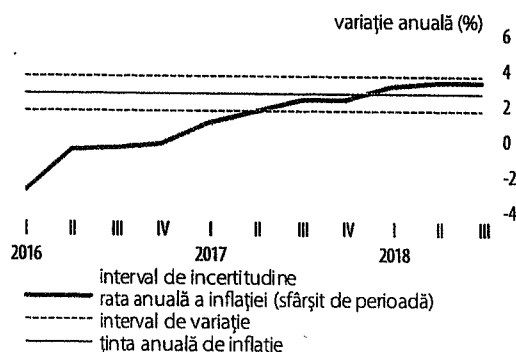
Pe parcursul intervalului de prognoză se anticipează menținerea impactului stimulative la adresa activității economice al condițiilor monetare reale în sens larg. Cursul de schimb real efectiv va exercita în continuare un impact favorabil predominant (prin intermediul canalului competitivității prin preț a exporturilor). În același sens va contribui și efectul de avuție și bilanț, pe seama poziționării la niveluri reduse a ratei dobânzii externe, sub influența persistenței procesului de relaxare cantitativă implementat de BCE. Traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară vizează asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată ca fiind echilibrată în contextul influențelor de sens opus asociate surselor de risc localizate în mediul extern și intern. Astfel, în timp ce sursele de risc din mediul intern au potențialul de a genera presiuni inflaționiste

suplimentare, evoluția variabilelor din mediul extern este probabil să conducă la influențe de sens invers asupra traiectoriei ratei inflației din scenariul de bază (Grafic 4.11).

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



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Mediul extern continuă să reprezinte o sursă semnificativă de riscuri la adresa traiectoriei inflației din scenariul de bază. În ciuda anunțului premierului britanic cu privire la posibila invocare a Articolului 50 al Tratatului de la Lisabona pentru declanșarea procedurii de ieșire din UE până la finele lunii martie 2017, nivelul de incertitudine cu care se confruntă agenții economici rămâne semnificativ. Volatilitatea înregistrată pe piețele financiare internaționale în urma referendumului din Marea Britanie a fost de scurtă durată și limitată, iar evoluții precum creșterea aversiunii față de risc care a dus la deteriorarea unor indici bursieri s-au corectat ulterior. În aceste condiții, în funcție de aranjamentele instituționale concrete care vor prevala în relația dintre UE și Marea Britanie, cererea globală ar putea fi afectată în grade diferite, cu repercusiuni și asupra cererii externe din UE. În același timp, persistă dificultățile din sistemul bancar european, cu precădere cel italian, și potențialele probleme întâmpinate de Deutsche Bank⁷³, instituție financiară apreciată ca având importanță sistemică la nivel global⁷⁴.

⁷³ Survenite pe fondul solicitării, de către Departamentul american al Justiției, a plății unei amenzi substanțiale pentru a încheia ancheta privind vânzarea de titluri de valoare garantate cu credite ipotecare (engl. *mortgage-backed securities*).

⁷⁴ Potrivit FMI, Germany: *Financial sector assessment program – Stress testing the banking and insurance sectors*, iunie 2016.

O sursă de risc care și-a accentuat relevanța comparativ cu runda anterioară este legată de posibilitatea, tot mai ridicată, a manifestării unei divergențe între conduitele politicii monetare ale Fed și BCE. În ultima perioadă, așteptările investitorilor vizează majorarea de către Fed a ratei dobânzii de politică monetară în perioada următoare, concomitent menținerii percepției unei orientări acomodative a politicii monetare a zonei euro. Alte surse de risc asociate mediului extern care și-au păstrat relevanța vizează evoluția viitoare a activității economice de la nivel global, alimentată de incertitudinile cu privire la tracțiunea exercitată de economiile emergente (în special China).

În condițiile unei expuneri directe reduse a economiei românești la factorii de risc enumerați anterior, materializarea unor scenarii adverse ar urma să se propage asupra economiei interne preponderent prin canale indirecte, condiționat de impactul pe care aceste evoluții l-ar putea avea asupra activității economice a UE, principalul nostru partener comercial. Aceste evoluții ar urma să inducă presiuni în sens descendent asupra ratei proiectate a inflației. În același timp, prin consecințele negative asupra încrederii investitorilor și accentuarea aversiunii globale față de risc, ar putea antrena realocări de portofolii în profil regional și/sau mondial și, implicit, fluctuații ale cursului de schimb al leului cu efecte adverse asupra traiectoriei inflației. Într-un context extern marcat de incertitudini și riscuri a căror suprapunere ar amplifica efectele nefavorabile asupra economiei românești, sunt necesare menținerea și consolidarea progreselor realizate în ultimii ani în materie de eliminare a dezechilibrelor economice majore și de creștere a rezilienței economiei interne la șocuri printr-o coerență adecvată a politicilor macroeconomice.

Pe plan intern, rămân preocupante incertitudinile privind implementarea unui mix de politici macroeconomice adecvat asigurării unei creșteri economice sustenabile și menținerii unui cadru macroeconomic stabil. Din această perspectivă, riscurile sunt asociate, pe de o parte, posibilității ca execuția bugetară din cursul anului curent să difere

de cea presupusă în scenariul de bază. Pe de altă parte, o relevanță majoră este asociată conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor. În acest sens, planează în continuare incertitudini cu privire la configurația bugetului pe anul 2017, determinate inclusiv de actele legislative adoptate sau aflate în diferite stadii ale procesului de adoptare de către Parlament⁷⁵. Aceste riscuri își sporesc importanța în contextul trenării realizării investițiilor publice și implementării reformelor structurale, cu efecte directe nefavorabile asupra potențialului de creștere și a competitivității economiei românești. În plus, o reversare a procesului de consolidare fiscală și implicit deteriorarea poziției externe vor determina reevaluarea gradului de risc asociat de investitori străini economiei interne.

Continuă să rămână preocupante efectele aplicării Legii privind darea în plată, din perspectiva incertitudinii cu privire la evaluarea impactului acesteia asupra cadrului macroeconomic intern.

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

măsurii recent adoptate de către Senat cu privire la extinderea cotei reduse a TVA la nivelul prețurilor gazelor naturale și energiei electrice.

În privința evoluției prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă riscuri iminente asociate condițiilor meteorologice, cu potențial de a influența în ambele sensuri oferta de produse agricole. Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime alimentare este apreciată a fi înclinată în jos. În acest sens există posibilitatea persistenței supraofertei de produse agroalimentare ca urmare a embargoului impus de Rusia în contextul unei potențiale manifestări graduale, mai lente decât cea anticipată în scenariul de bază, a efectelor măsurilor de sprijin implementate de Comisia Europeană.

În ceea ce privește riscurile induse de materiile prime energetice la adresa perspectivelor privind inflația, potențiala aplicare a înțelegerii dintre membrii OPEC de a opera reduceri ale producției de petrol vizează asigurarea unei reziliențe sporite împotriva unor posibile viitoare ajustări descendente ale prețului acestuia⁷⁶. În același timp, depinzând de sensul și magnitudinea reconfigurării conduitei viitoare a politicii monetare a principalelor bănci centrale la nivel mondial, evoluția cursului de schimb EUR/USD ar putea să exercite efecte diferite de cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției asupra cotației RON/USD și, implicit, asupra prețului petrolului exprimat în monedă națională.

⁷⁵ Acestea se referă la: creșterea punctului de indexare a pensiilor la 40 la sută din salariul mediu brut pe economie de la 1 ianuarie 2017 și la 45 la sută de la 1 ianuarie 2018, diminuarea cu 5 puncte procentuale a contribuțiilor de asigurări sociale, din care 3 puncte procentuale la angajat și 2 puncte procentuale la angajator, excluderea pensiilor de la plata contribuțiilor sociale de sănătate și a impozitului pe venit.

⁷⁶ Decizia finală urmează a fi luată pe 30 noiembrie 2016 la Viena.

Abrevieri

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 Uniunii Europene
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IGI	inflația generată pe plan intern
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>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
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	28
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	29
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	34
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	35

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	8
Grafic 1.1	Evoluția inflației	12
Grafic 1.2	Prețurile unor produse alimentare de larg consum	12
Grafic 1.3	Prețul intern al combustibililor și cotația petrolului pe piețele internaționale	13
Grafic 1.4	Inflația generată pe plan intern (IGI) și CORE2 ajustat	13
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	14
Grafic 2.1	Cererea	15
Grafic 2.2	Oferta	15
Grafic 2.3	Investiții	16
Grafic 2.4	Modificarea balanței bunurilor față de trimestrul similar al anului anterior	17
Grafic 2.5	Serviciile IT&C	17
Grafic 2.6	Productivitatea muncii în economie	18
Grafic 2.7	Gradul de utilizare a capacităților de producție	18
Grafic 2.8	Efectivul salariaților din economie și salariul brut	19
Grafic 2.9	Tensionarea pieței muncii	19
Grafic 2.10	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	20
Grafic 2.11	Prețurile producției industriale pentru piața internă	21
Grafic 2.12	Prețurile producției agricole	21
Grafic 2.13	Costurile salariale unitare din industrie	22
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	26
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	27
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	27
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	28

Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	29
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	30
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	Proгноza ratei inflației	33
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat și CORE2 ajustat exclusiv efectele de runda I ale modificărilor cotei TVA	34
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	35
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	35
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	36
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	36
Grafic 4.8	Deviația PIB	37
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	40
Grafic 4.10	<i>Spread</i> -urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune	40
Grafic 4.11	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	41

2

**Prezentarea Guvernatorului BNR
la conferința de presă cu ocazia lansării
Raportului asupra inflației – noiembrie 2016**

10 noiembrie 2016





Conferință de presă

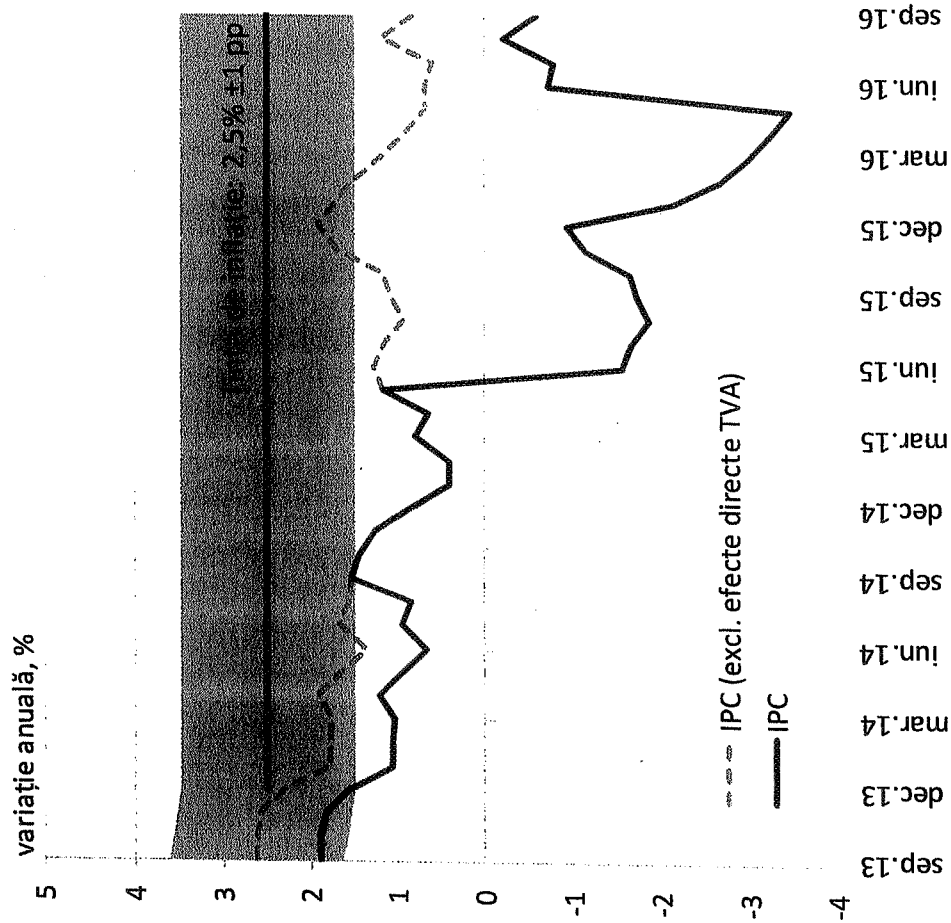
Raport asupra inflației

Noiembrie 2016

Mugur Isărescu
Guvernator

București, 10 noiembrie 2016

Rata anuală a inflației și-a atenuat dinamica negativă în T3 2016

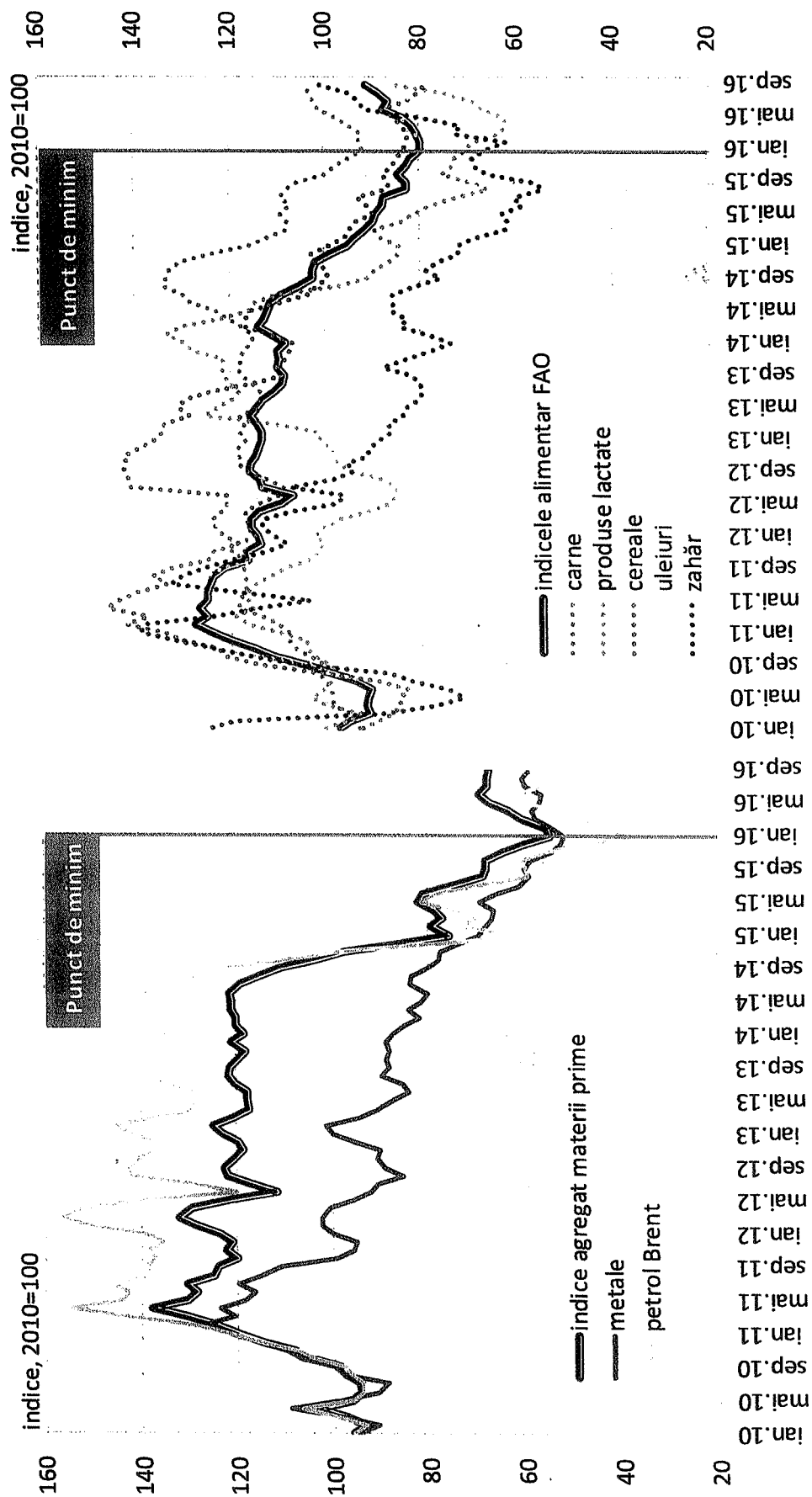


Sursa: INS, calcule BNR

Factori de influență

- ↑ Conturarea unui trend ascendent pe piețele principalelor materii prime (petrol, metale), ...
- ↑ ... dar și pentru unele produse alimentare procesate de larg consum, în contextul restrângerii supraofertei pe plan european
- ↑ Majorarea excedentului de cerere pe piața internă
- ↓ Scăderea tarifelor la energie
- ↓ Corecție descendentă a cursului de schimb la începutul T3 și relativă stabilitate ulterioară

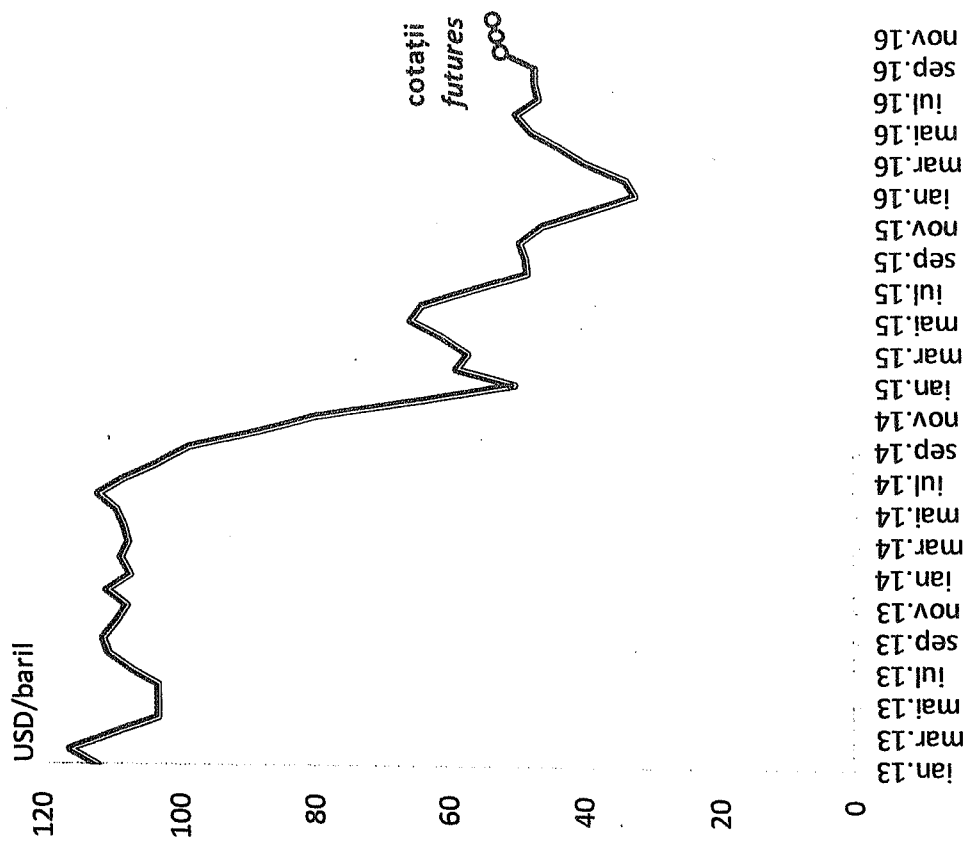
Cotațiile materiilor prime par să se reînscrie pe un trend ascendent, ...



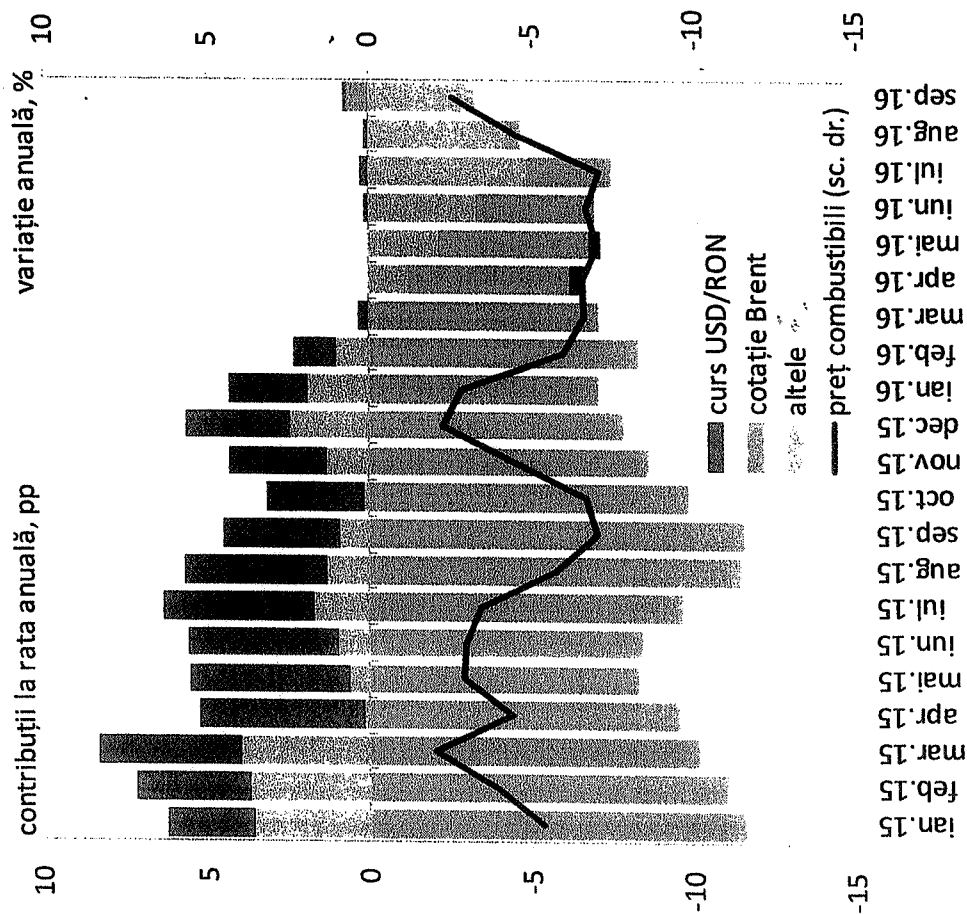
Sursa: FAO, FMI

... conducând la o dinamică anuală mai puțin negativă a prețurilor combustibililor ...

Cotații țitei



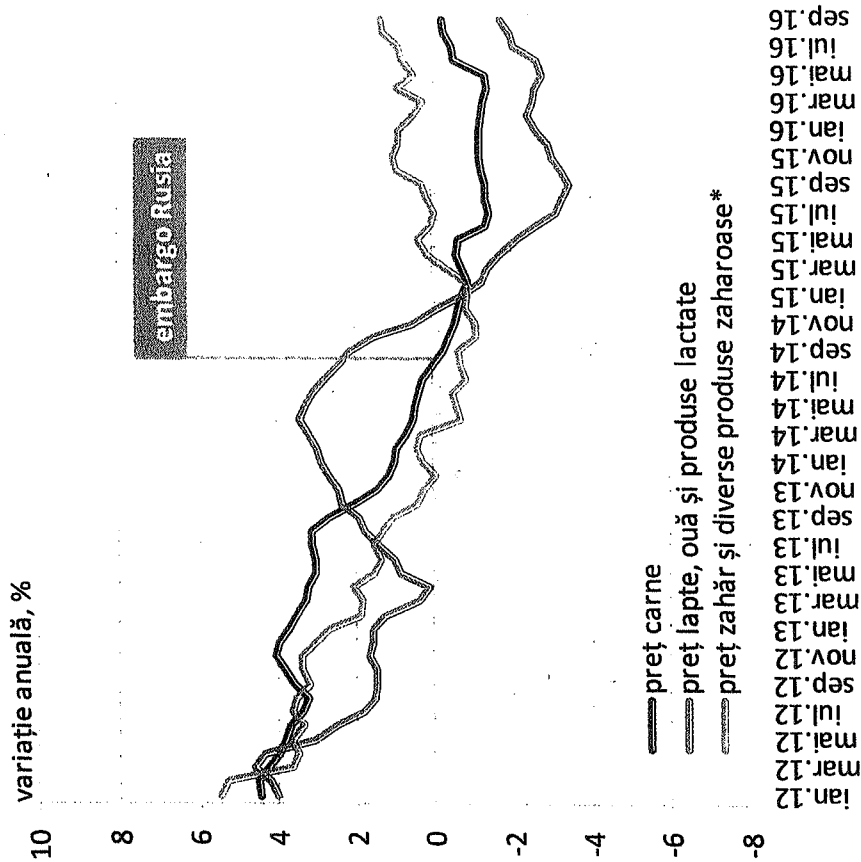
Prețul combustibililor pe piața internă



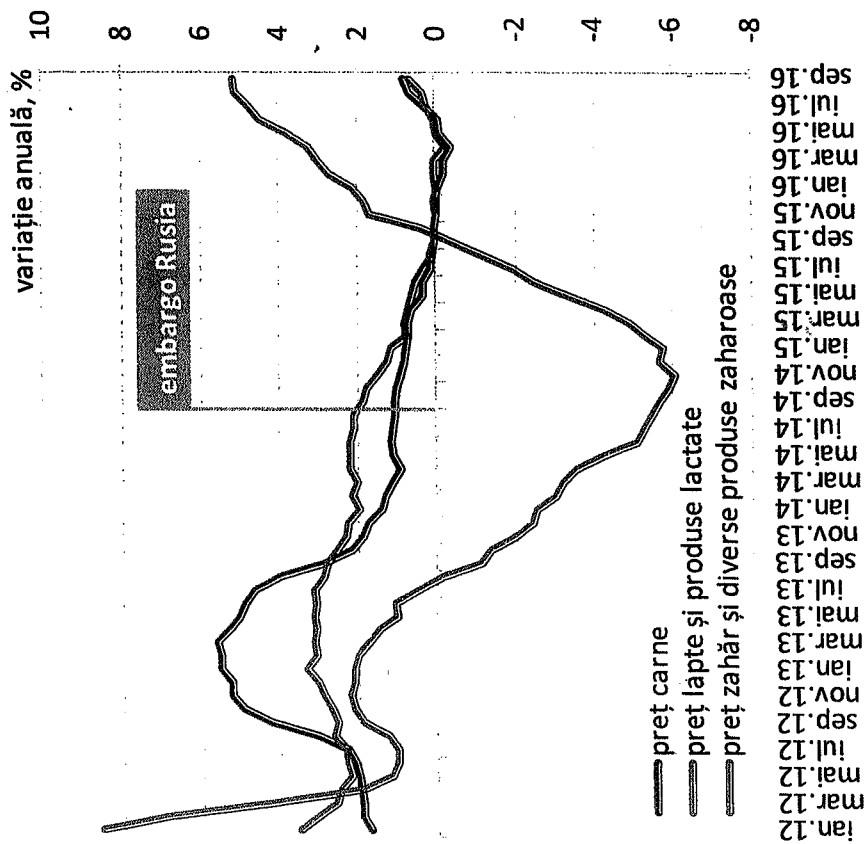
Sursa: Bloomberg, INS, calcule și estimări BNR

... și la stoparea declinului prețurilor produselor alimentare; în acest ultim caz, un rol revine măsurilor de sprijin al producătorilor europeni afectați de embargoul rusesc

Uniunea Europeană



România**



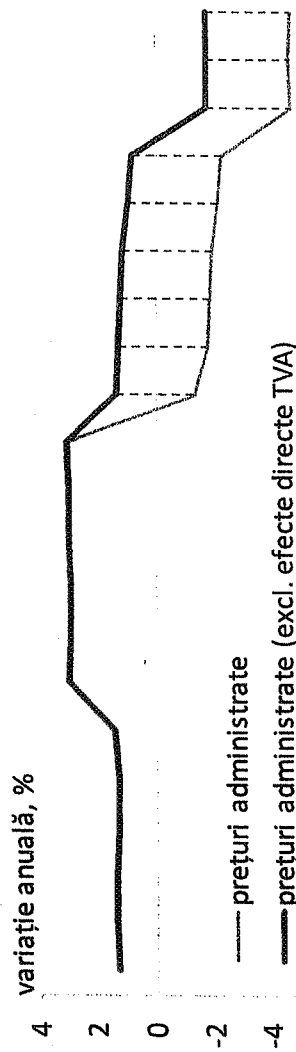
*) gamă extinsă de produse conform metodologiei Eurostat, comparativ cu cea a INS

**) exclusiv efectele de runda 1 ale modificării cotei TVA

Sursa: Eurostat, INS

Evoluția tarifelor administrate a constituit singura sursă notabilă de dezinflație în T3 2016

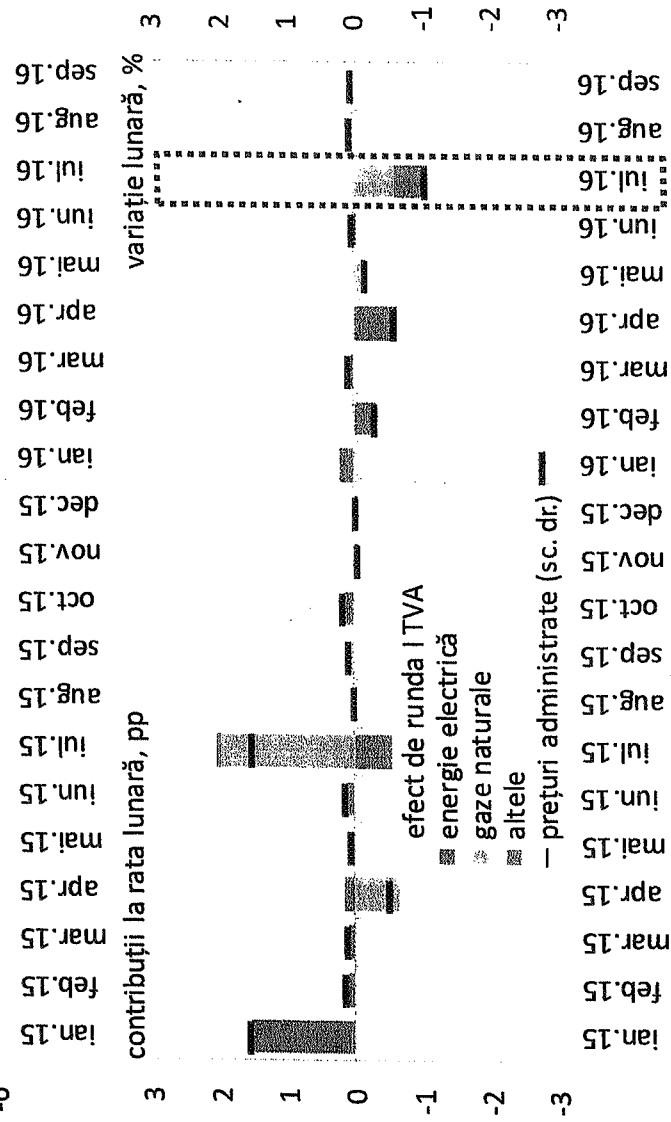
Prețuri administrate



□ Suspendarea calendarului de liberalizare a prețului gazelor naturale până în martie 2017, în contextul modificării condițiilor de pe piața liberă

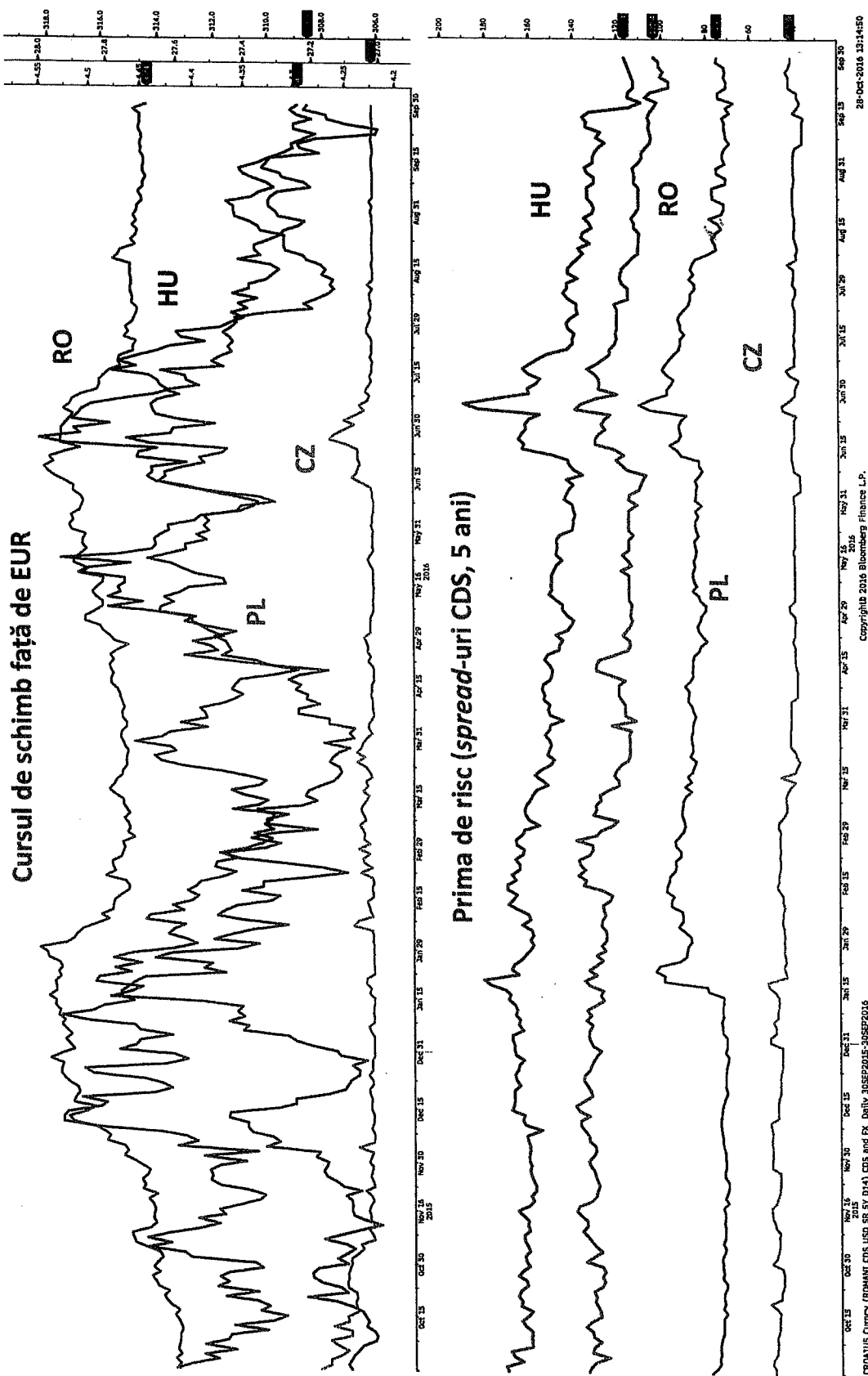
□ Reducerea tarifelor de transport pentru gazele naturale

□ Diminuarea tarifului pentru energia electrică, pe fondul evoluției favorabile a prețurilor pe piața concurențială, dar și al scăderii tarifelor de cogenerare și transport



Sursa: INS, calcule BNR

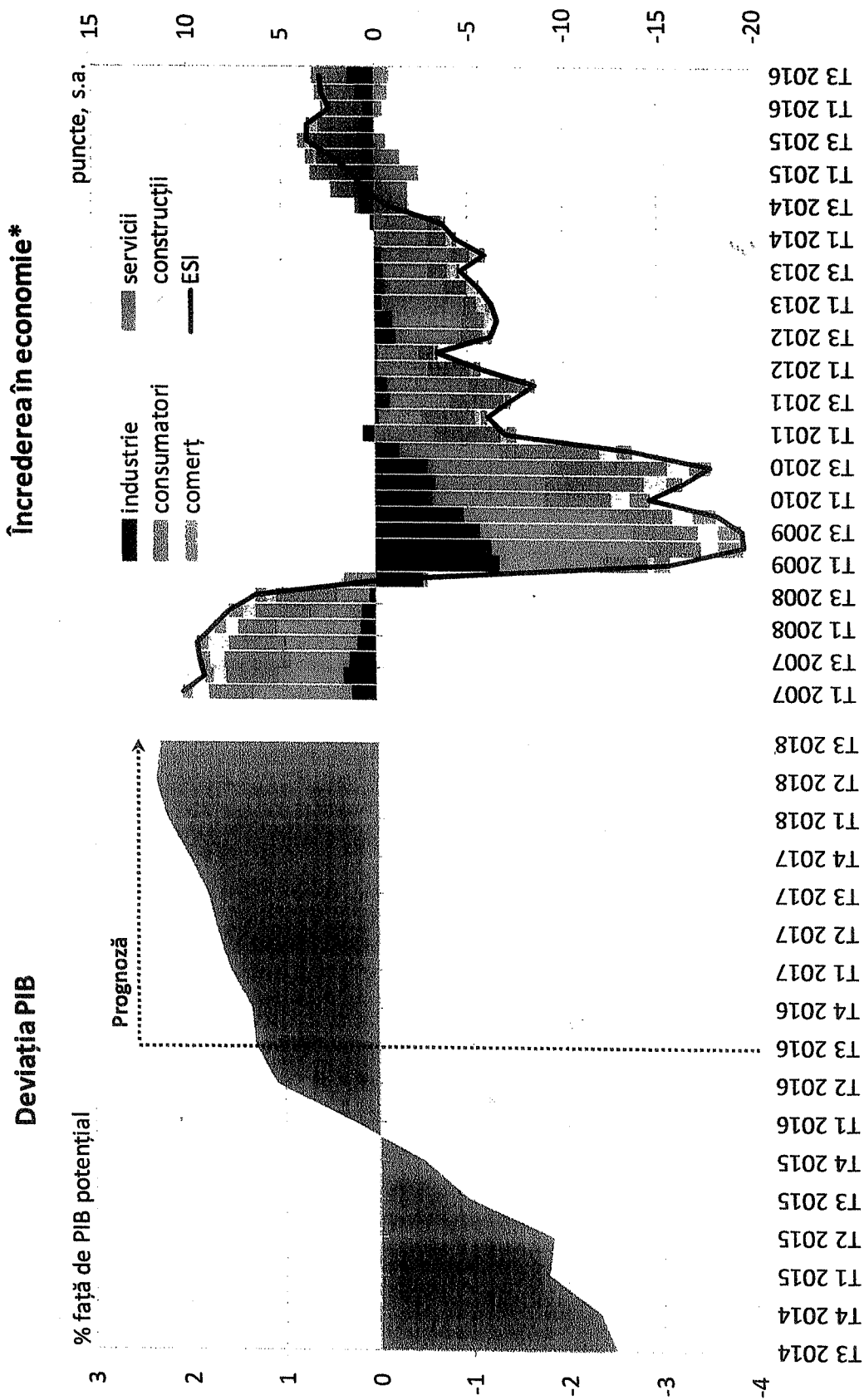
Corecție descendentă a cursului de schimb EURRON la începutul T3 și relativă stabilitate ulterioară



Sursa: Bloomberg

BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

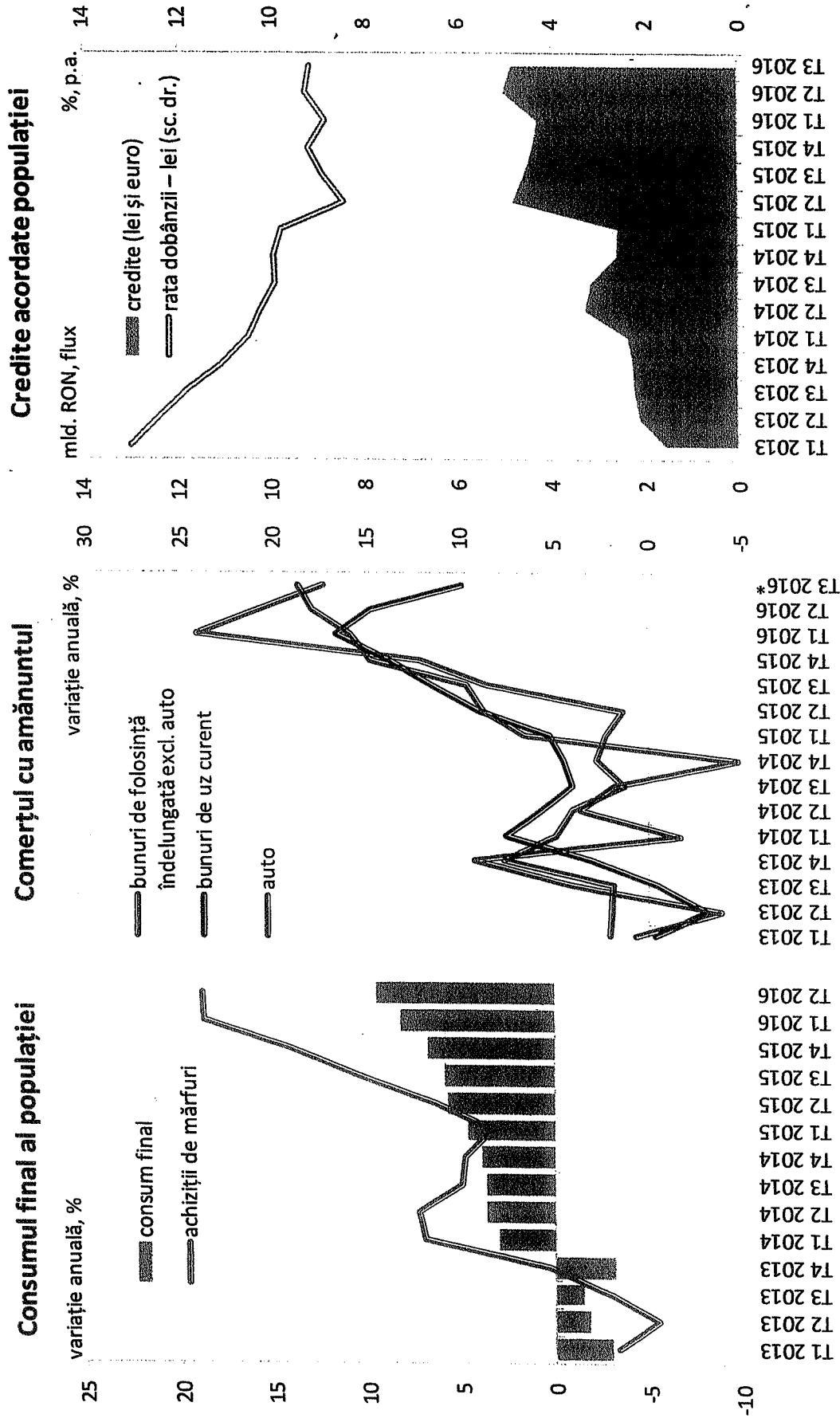
Extindere a surplusului de cerere; consolidare a încrederii în economie



*) deviație față de media istorică (T2 2002 – T3 2016)

Sursa: Eurostat, INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Avansul cererii de consum continuă, ...

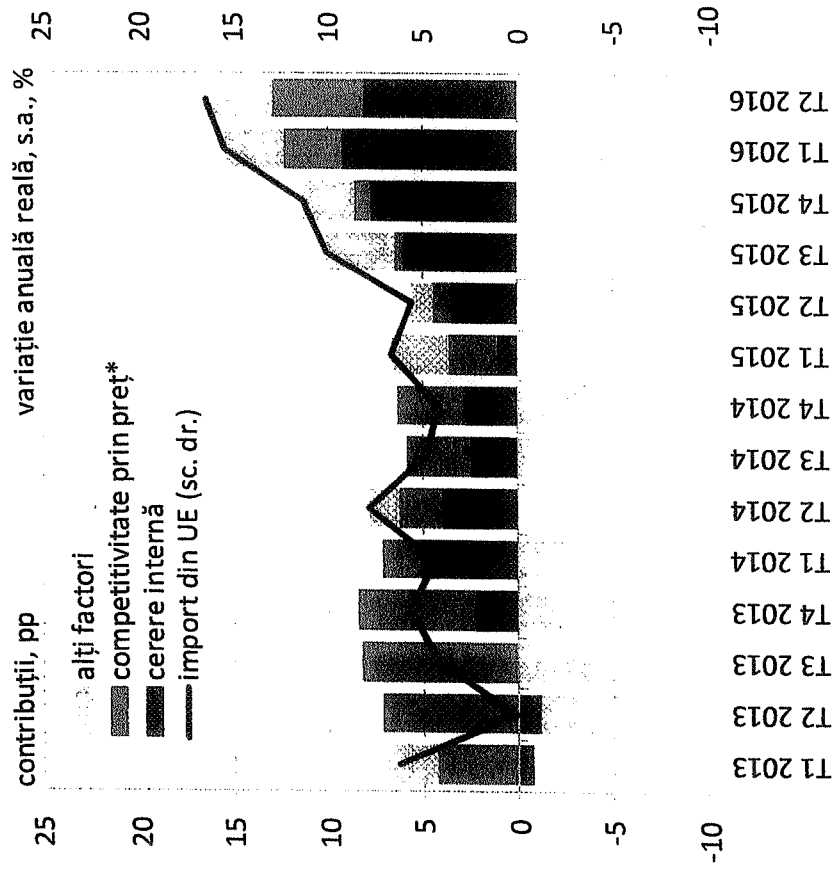


*) iul. - aug.

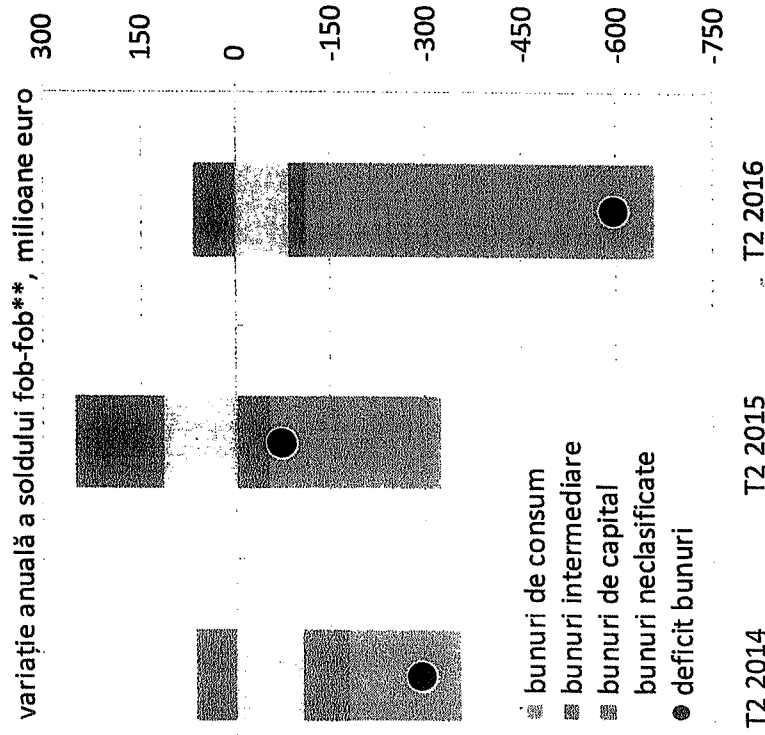
Sursa INS, calcule BNR

... impulsionând și importurile, a căror creștere afectează poziția externă

Importurile de bunuri de consum



Modificarea balanței bunurilor



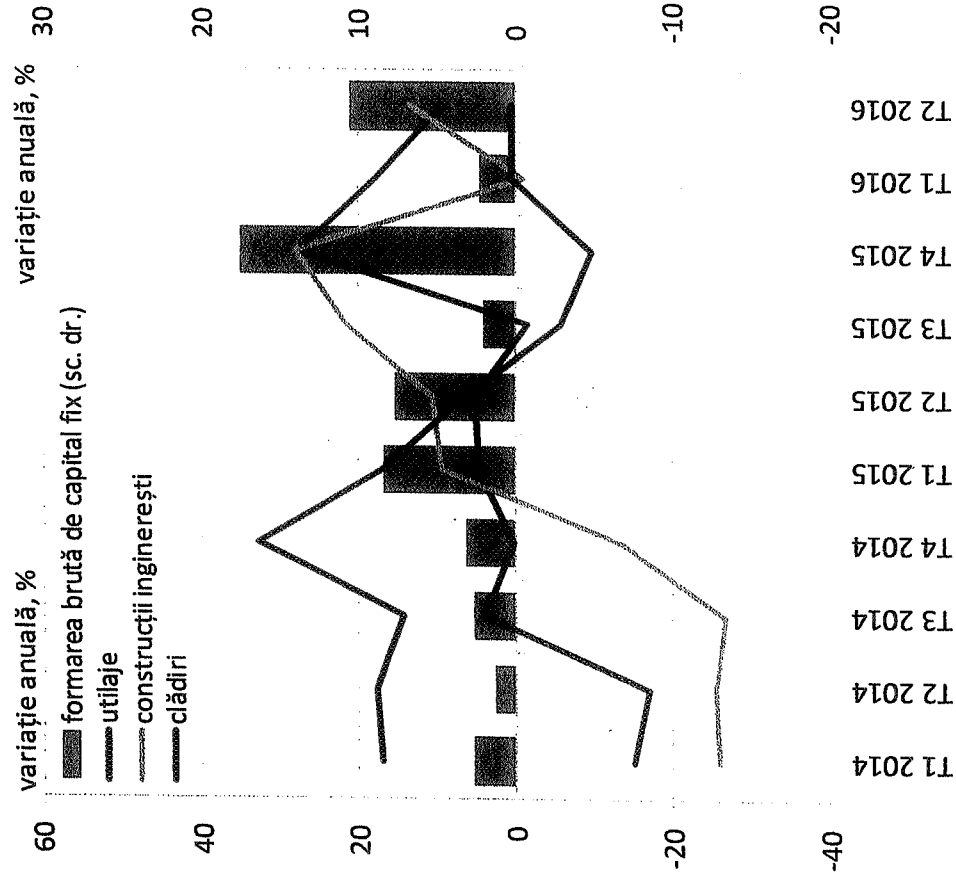
*) aproximată cu ajutorul cursului de schimb real efectiv; „+” indică o creștere mai alertă a prețurilor de producție interne comparativ cu cele ale principalilor parteneri comerciali (detalii privind metodologia de calcul se regăsesc în articolul de fond publicat în Buletinul lunar – iunie 2016)

**) exclusiv bunurile fabricate în sistem *lohn*

Sursa: Eurostat, INS, calcule și estimări BNR

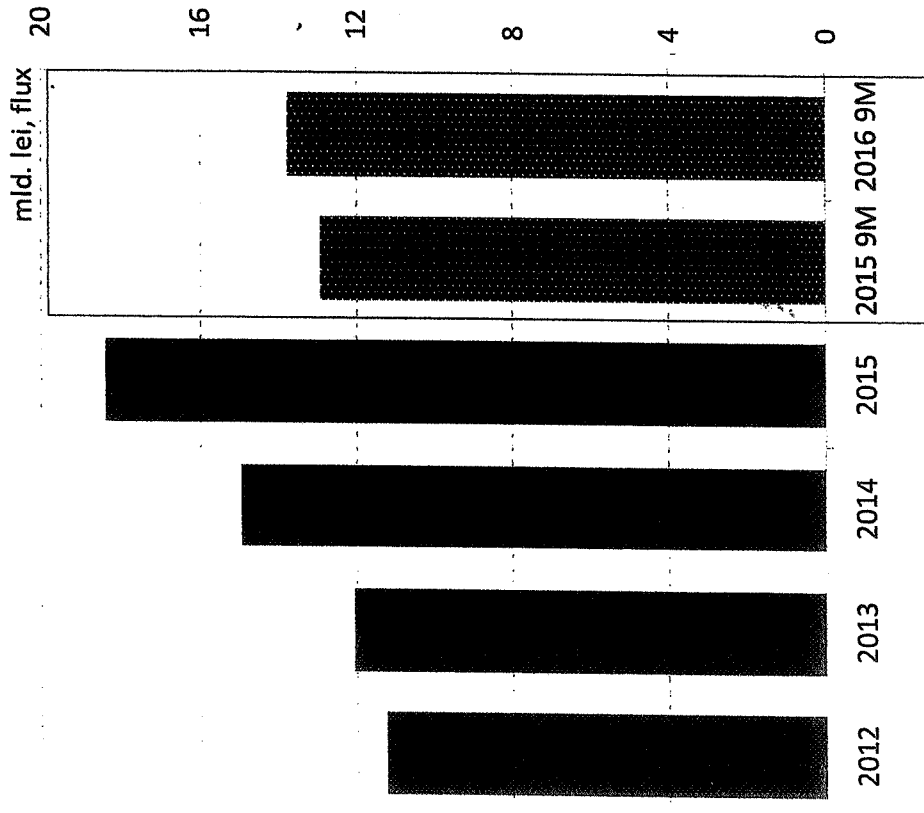
Contribuție mai ridicată a investițiilor la creșterea economică în T2

Investiții realizate în economie



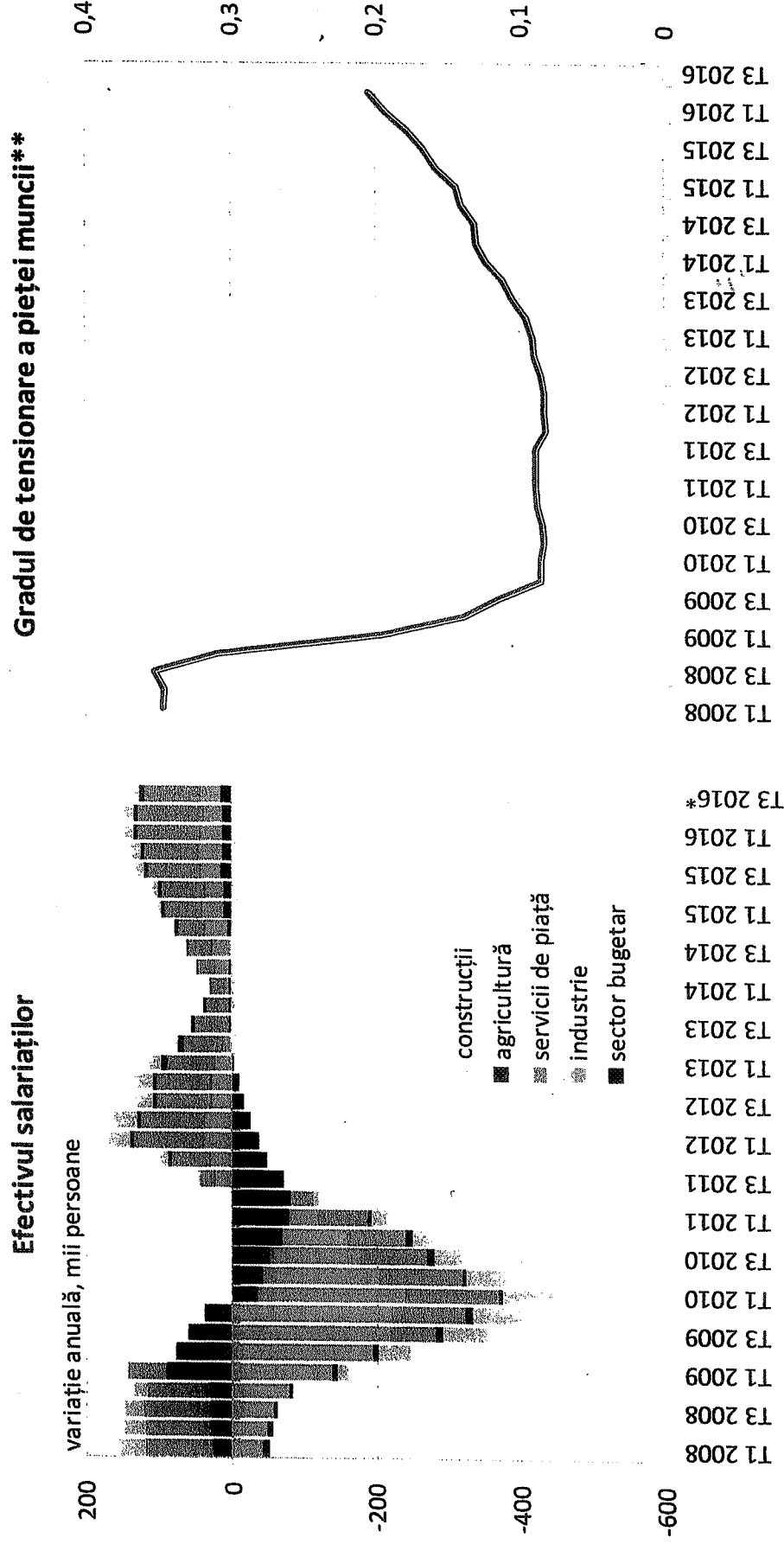
Sursa: INS, BNR

Credite acordate societăților nefinanciare*



*) termen mediu și lung; lei și euro

Restrângere a ofertei excedentare de forță de muncă, în contextul unui ritm robust de creștere a angajărilor



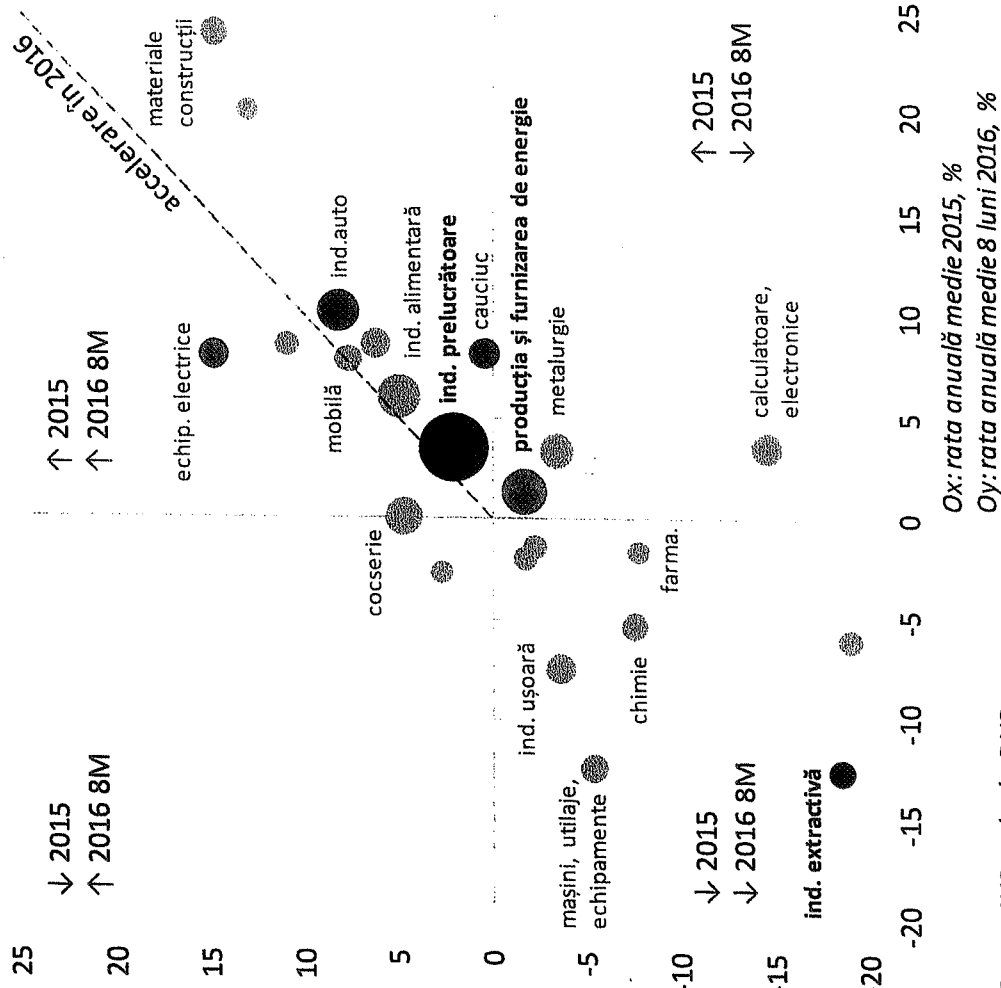
*) iulie-august

**) calculat ca raport între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului BIM; o valoare mai mare indică un nivel mai ridicat al tensionării

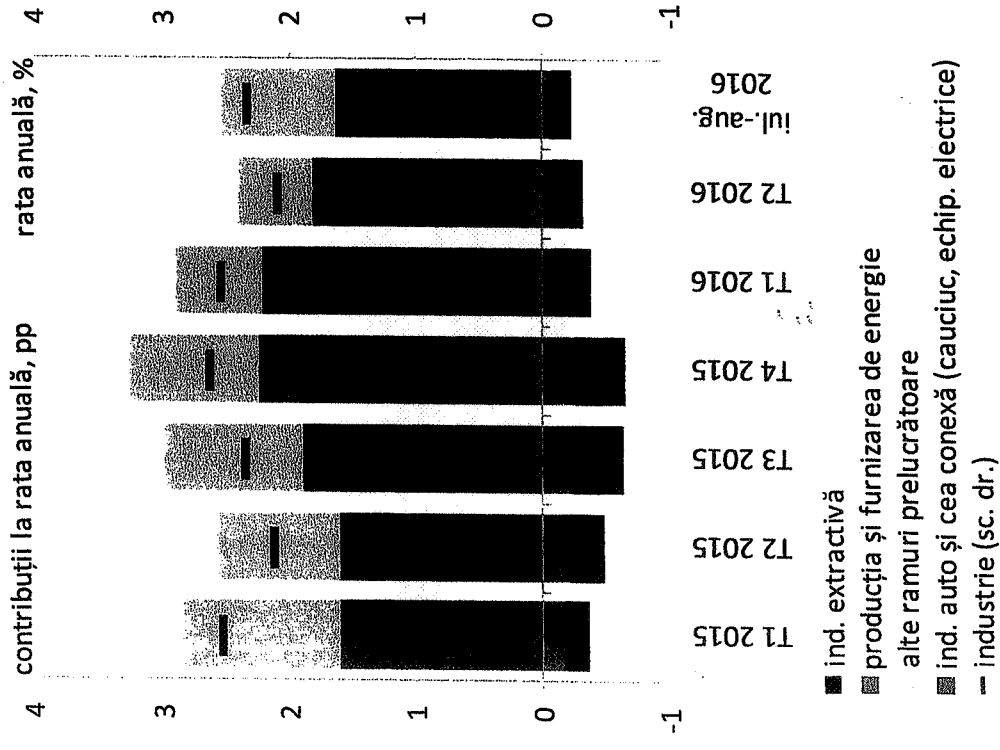
Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

Dinamică pozitivă a producției industriale, în special în ramurile integrate în lanțurile de valoare adăugată – situația se reflectă și la nivelul angajărilor

Producția industrială



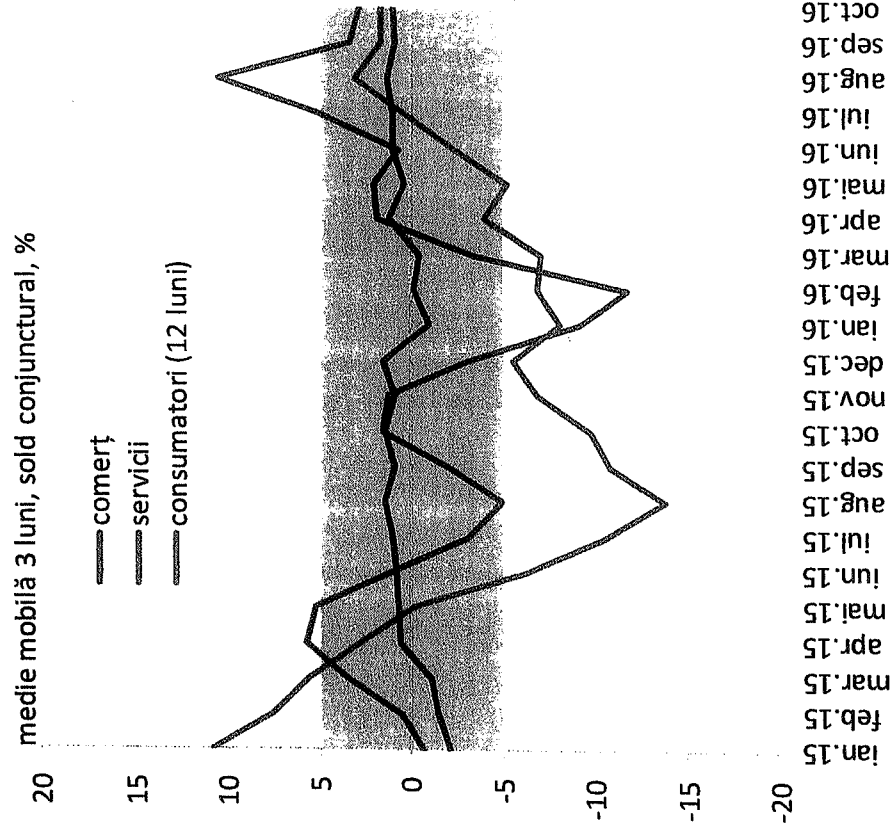
Salariații din industrie



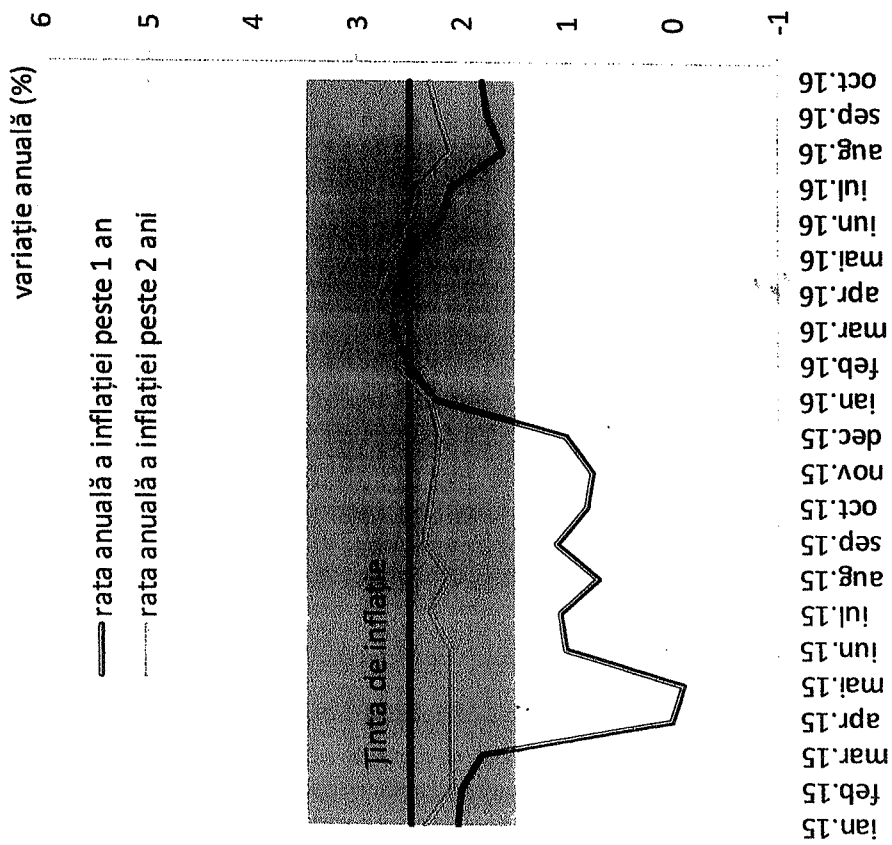
Sursa: INS, calcule BNR

Anticipațiile pe termen foarte scurt privind inflația relevă un comportament relativ stabil al prețurilor de consum, iar cele pe termen mediu evoluează în interiorul intervalului țintei

Așteptările operatorilor economici*



Așteptările analiștilor bancari

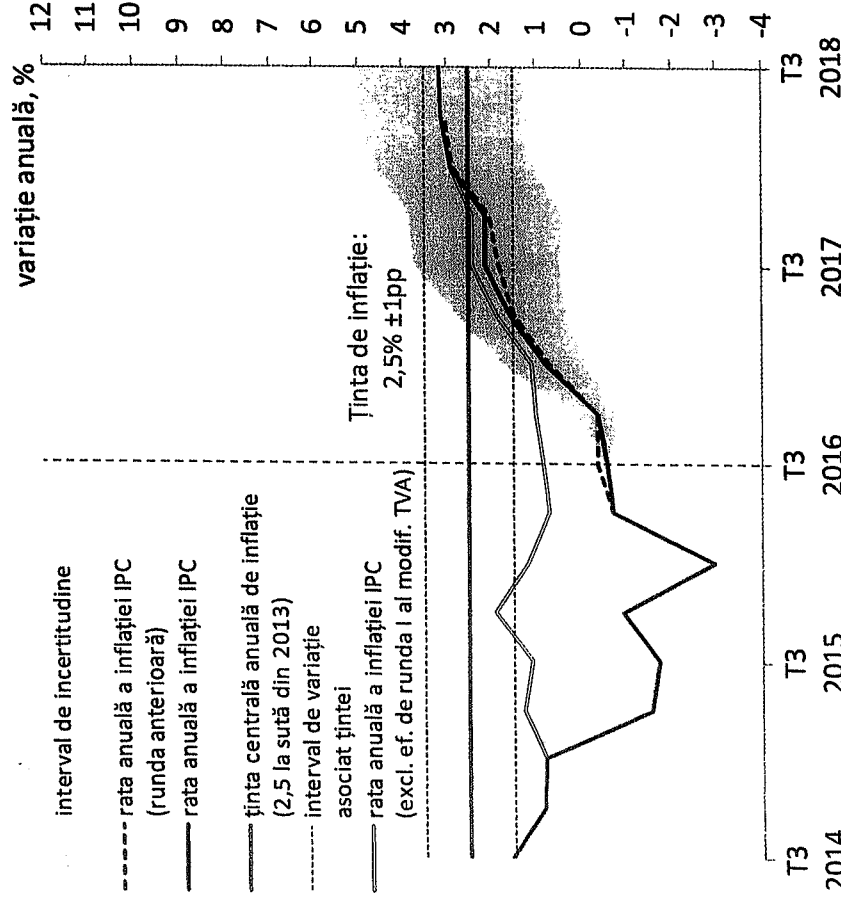


*) plasarea în interiorul benzii de ± 5 la sută relevă o stabilitate a prețurilor

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

Proiecția ratei anuale a inflației IPC

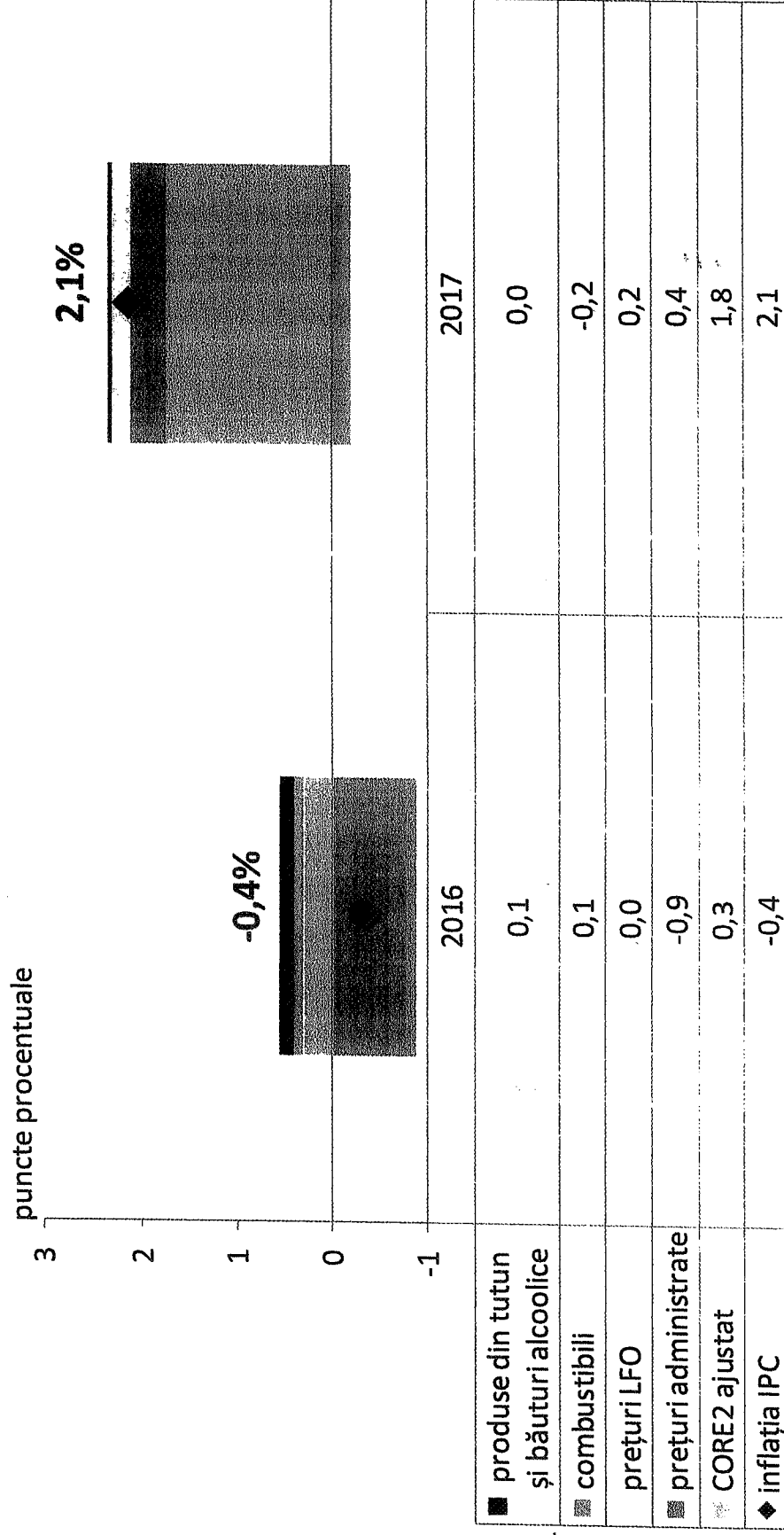
- ☐ Traectoria prognozată a ratei anuale a inflației IPC prevede:
 - ✓ Menținerea valorii acestora pentru finele anului 2016 la **-0,4 la sută**
 - ✓ Revizuirea în sus cu 0,1 puncte procentuale pentru finalul anului 2017 (până la **2,1 la sută**) pe seama contribuției ușor mai ridicate a indicelui CORE2 ajustat
- ☐ Fără impactul de runda I al reducerilor cotei TVA, rata inflației ar atinge **1 la sută** în 2016 și **2,4 la sută** în 2017
- ☐ Dacă se elimină și impactul reducerii accizei la combustibili din ianuarie 2017 rata inflației ar atinge **2,7 la sută** la finele anului 2017



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

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



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

Sursa: proiecții BNR

Ipoteze externe ale proiecției

- ❑ Scenariul de evoluție a PIB UE efectiv* prevede în continuare consolidarea graduală a cererii externe, persistând incertitudinile asociate potențialului impact al rezultatului negocierilor dintre UE și Marea Britanie
- ❑ Rata anuală a inflației IAPC pentru zona euro va înregistra o majorare treptată până la orizontul proiecției, inclusiv în contextul perspectivelor unei reveniri pe un trend ascendent a cotațiilor celor mai multe materii prime pe piețele internaționale, rămânând însă sub nivelul reper de 2 la sută
- ❑ Pentru 2017, scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent este evaluat la un nivel mai ridicat comparativ cu runda precedentă, fiind însă marcat de incertitudini care ar putea conduce la creșteri și mai ample (posibile limitări ale producției de către țările membre OPEC)
- ❑ Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni se va situa la valori negative pe întregul interval de proiecție, pe fondul caracterului persistent acomodativ al politicii monetare a BCE



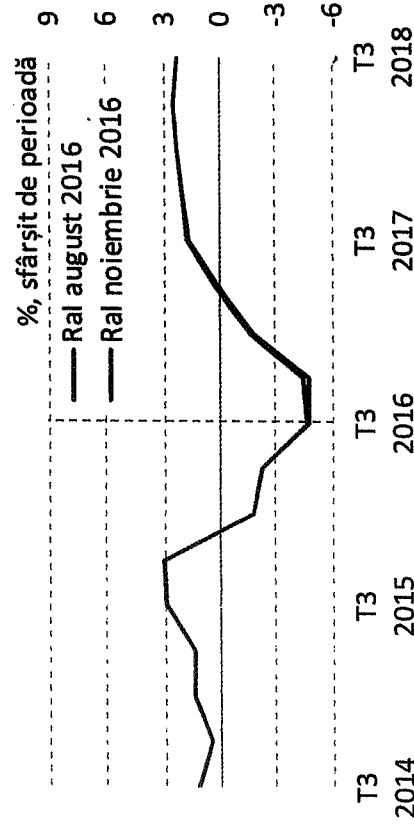
*) cererea externă este aproximată prin indicatorul PIB UE efectiv, calculat pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE
 Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și Bloomberg (cotații futures)

Presiuni exogene asupra inflației

☐ Dinamica prețurilor administrate:

- ✓ Proгноza pentru anul 2016 a fost revizuită în jos cu 0,2 puncte procentuale în principal pe fondul evoluțiilor din luna iulie pe segmentul „energie”
- ✓ Dată fiind lipsa unor repere clare din partea autorităților de profil privind ajustări viitoare ale prețurilor acestei categorii de produse, traiectoria prognozată este marcată, pe termen mediu, de incertitudini

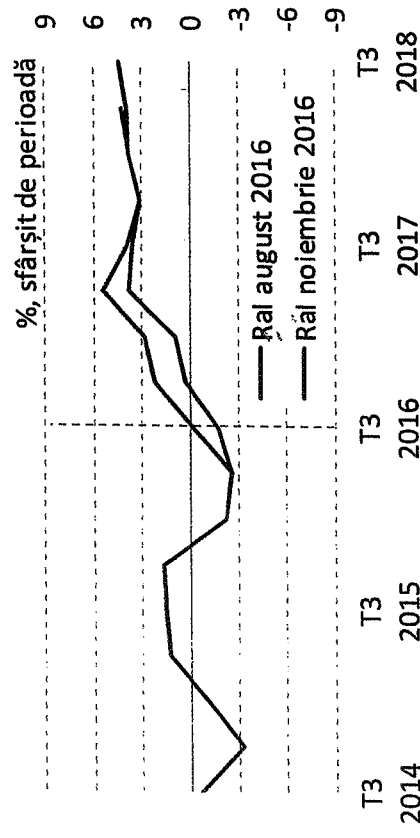
Variația anuală a prețurilor administrate



☐ Traiectoria prețurilor volatile ale alimentelor are la bază:

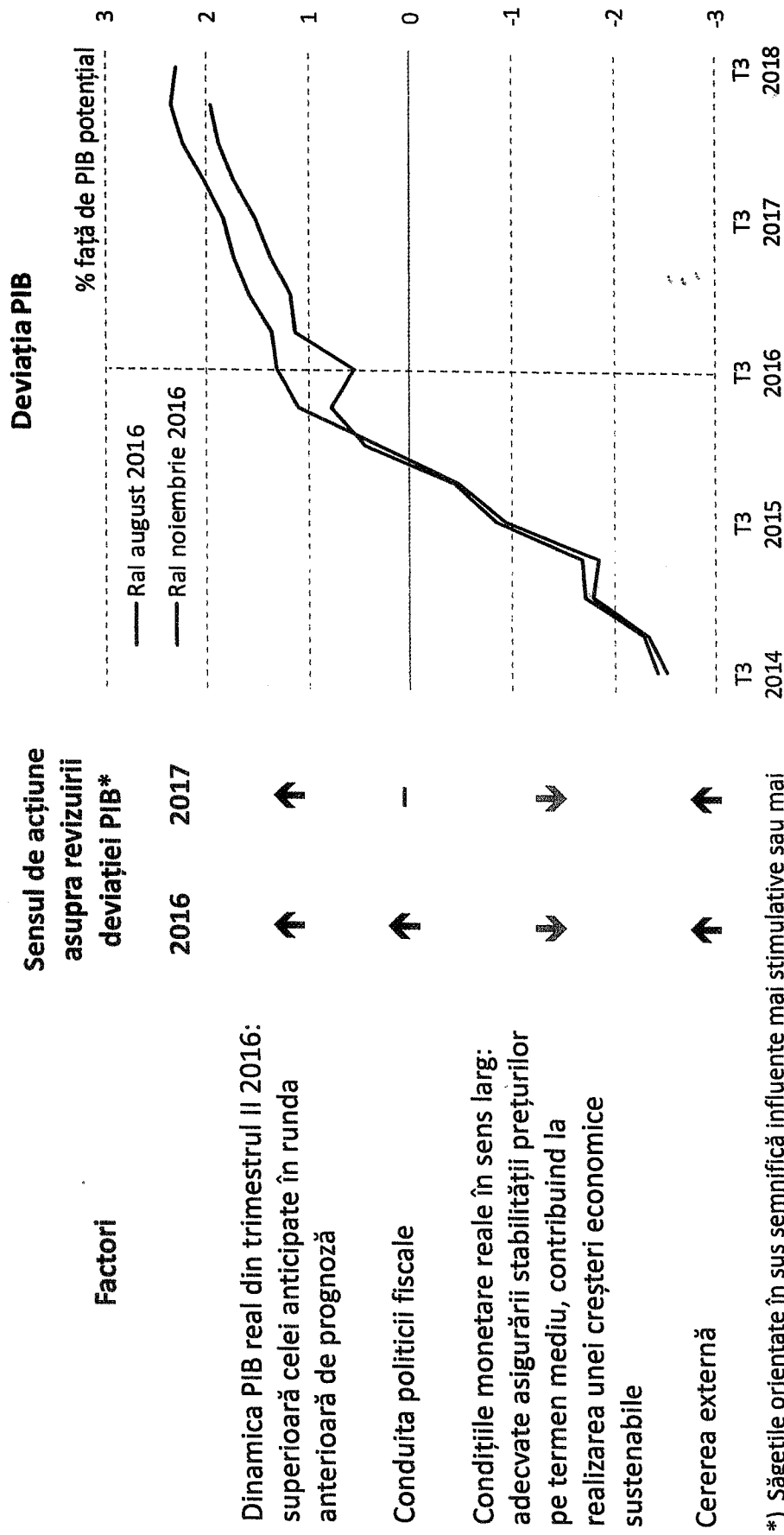
- ✓ Ipoteza înregistrării unor producții agricole normale pe plan intern ...
- ✓ ... în paralel cu disiparea treptată a persistenței supraofertei de produse alimentare pe piețele europene ..., ... revizuirea în jos din prima jumătate a intervalului datorându-se unei scăderi mai ample decât cea prevăzută în proiecția anterioară pentru T3 2016

Variația anuală a prețurilor alimentare volatile



Sursa: INS, proiecții BNR

Revizuirea proiecției deviației PIB — comparație cu runda anterioară de prognoză —

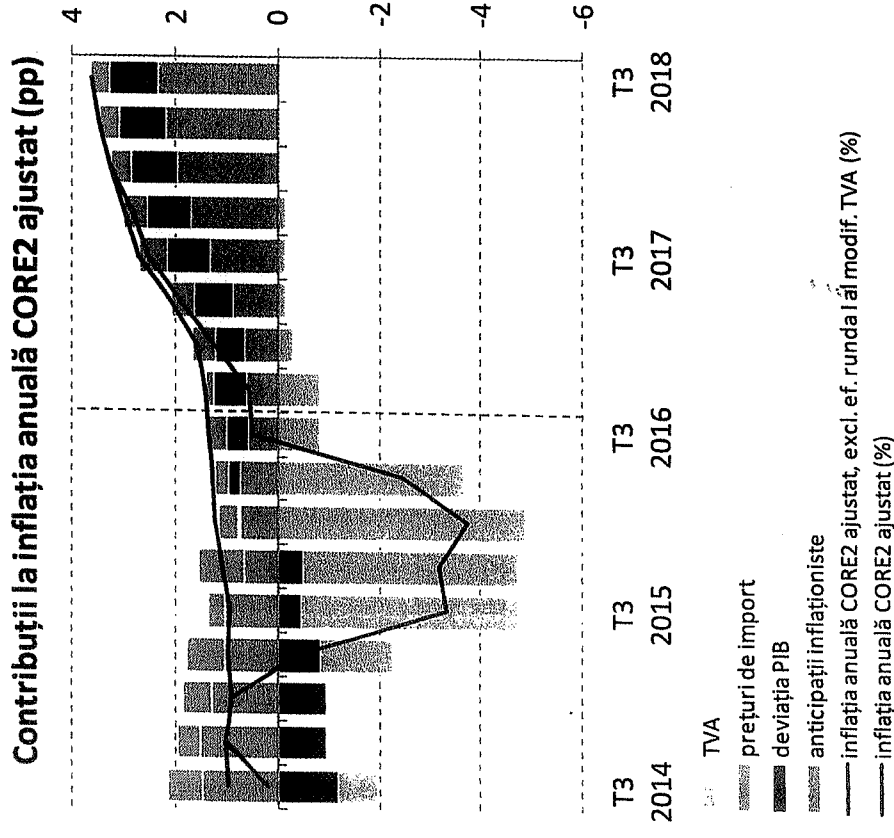


Sursa: estimări și proiecții BNR

Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat – determinanți –

- Traiectorie în creștere, configurată, pe de o parte, de epuizarea succesivă a efectelor statistice de runda întâi ale reducerii cotei standard a TVA, iar, pe de altă parte, de acumularea unor presiuni inflaționiste provenind din partea factorilor fundamentali:
 - ✓ Amplificarea excedentului de cerere
 - ✓ Atenuarea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea prețurilor externe (inclusiv a cotațiilor celor mai multe materii prime pe piețele internaționale)
 - ✓ Poziționarea pe o traiectorie ascendentă a anticipațiilor inflaționiste*, sub impactul acestor factori

*) adaptive și anticipative



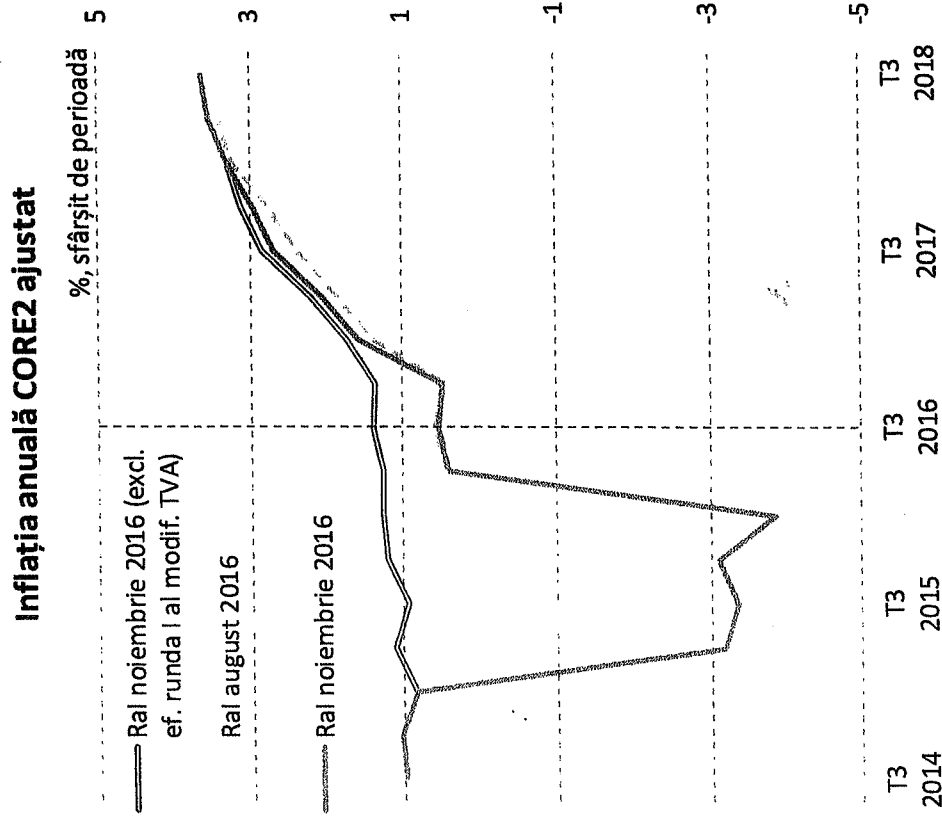
Notă: În grafic, inflația anuală CORE2 ajustat este calculată ca medie trimestrială, în concordanță cu determinanții săi modelați econometric.

Sursa: calcule BNR

Proiecția ratei inflației anuale CORE2 ajustat

— comparație cu runda anterioară de prognoză —

- Inflația anuală CORE2 ajustat este prognozată pe o traiectorie situată peste cea din runda anterioară, în contextul:
 - ✓ Formării unui exces de cerere mai amplu pe întregul interval de proiecție
 - ✓ Atenuării presiunilor dezinflaționiste provenite din partea prețurilor de import, pe fondul creșterii cotațiilor materiilor prime



Sursa: INS, proiecții BNR

Potențiale cauze de abatere a inflației de la traiectoria proiectată

Cauze	Balanța riscurilor referitoare la traiectoria inflației este evaluată a fi echilibrată
-------	--

Coordonatele mediului extern:

- fluxurile de capital adresate economiilor emergente, în contextul *Brexit*, al dificultăților din sistemul bancar italian, al potențialelor probleme întâmpinate de Deutsche Bank (instituție financiară apreciată ca având importantă sistemică la nivel global), al ajustării conduitei politicii monetare a principalelor bănci centrale din lume
- perspectivele de evoluție a activității economice din zona euro/UE și din economiile emergente

În jos

Conduita politicii fiscale și a celei a veniturilor:

- posibilitatea ca execuția bugetară din cursul anului curent să difere de cea presupusă în scenariul de bază
- incertitudini cu privire la construcția bugetului pe anul 2017, determinate inclusiv de actele legislative adoptate sau aflate în diferite stadii ale procesului de adoptare de către Parlament

În sus

Prețurile materiilor prime pe piețele internaționale (alimentare, energetice)

În jos

Dinamica prețurilor administrate, condiționată de informațiile disponibile:

- incertitudini privind magnitudinea creșterilor prețurilor gazelor naturale și ale tarifelor la energie electrică
- extinderea cotei reduce a TVA la prețurile energiei electrice și gazelor naturale

În jos

Hotărârile Consiliului de administrație al BNR*

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

*) ședința din 4 noiembrie 2016