



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
mai 2015

Anul XI, nr. 40



Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Mai 2015

NOTĂ

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 6 mai 2015, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 30 aprilie 2015.

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

Banca Națională a României

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

tel.: 021/312.43.75; fax: 021/314.97.52

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
ESI	indicatorul de încredere în economie
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MEN	Ministerul Educației Naționale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
PIB	Produsul Intern Brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Cuprins

SINTEZĂ	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	13
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	16
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	18
2. Piața muncii	19
3. Prețurile de import și prețurile de producție	24
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	27
1. Politica monetară	27
2. Piețe financiare și evoluții monetare	30
2.1. Ratele dobânzilor.....	30
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	32
2.3. Moneda și creditul	34
IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	37
1. Scenariul de bază	37
1.1. Ipoteze externe	37
1.2. Perspectivele inflației	39
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	43
1.4. Riscuri asociate proiecției	50
2. Evaluarea de politică monetară	51

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Pe parcursul trimestrului I 2015, rata anuală a inflației IPC s-a menținut sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută, atingând un minim istoric de 0,4 la sută în primele două luni ale anului. Valoarea înregistrată în martie (0,8 la sută) este similară celei consemnate la sfârșitul anului 2014. Rata medie anuală a IAPC¹ s-a plasat în martie 2015 la valoarea de 1,2 la sută, în ușoară coborâre față de finele anului precedent.

Similaritatea ratelor anuale de creștere a prețurilor de consum la finele trimestrelor IV 2014 și I 2015 a fost rezultatul unor contribuții divergente, reciproc compensate în intervalul analizat, ale componentelor indicelui agregat.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat² s-a redus cu 0,2 puncte procentuale față de decembrie 2014, atingând 0,8 la sută în luna martie. Factorii determinanți ai acestei evoluții au fost persistența deficitului de cerere, continuarea ajustării descendente a anticipațiilor privind inflația și decelerarea dinamicii anuale a prețurilor de import. Aceasta din urmă a avut loc cu precădere pe seama impactului reducerii prețurilor internaționale ale produselor energetice și agricole asupra celor ale bunurilor prelucrate importate, cât și sub influența aprecierii în termeni anuali a leului față de euro în trimestrul I.

Din rândul componentelor IPC afectate cu precădere de factori de natura ofertei, influențe în sensul creșterii ratei inflației IPC în trimestrul I au fost exercitate de accelerarea dinamicii prețurilor administrate, precum și de temperarea semnificativă a reducerii în termeni anuali a prețurilor alimentare volatile (LFO). În cazul prețurilor administrate, evoluția a fost determinată de majorarea în luna ianuarie a tarifului pentru energia electrică plătit de consumatorii casnici, în timp ce dinamica prețurilor LFO reflectă disiparea impactului exercitat asupra ofertei de legume și fructe pe piața internă de importurile suplimentare din statele europene afectate de embargoul rusesc. O contribuție dezinflaționistă în trimestrul I a provenit din partea prețurilor produselor din tutun, pe seama efectului de bază al majorării accizelor la începutul anului 2014.

Subestimarea cu 0,7 puncte procentuale în prognoza din februarie 2015 a creșterii anuale a prețurilor de consum la finele trimestrului I este explicată în principal de deprecierea mai accentuată a leului față de dolarul SUA și de reluarea mai rapidă a mișcării ascendente a prețului țiteiului, comparativ cu ipotezele incluse în scenariul de bază anterior.

Creșterea anuală a costurilor salariale unitare în industrie s-a accelerat în trimestrul IV 2014 și în primele două luni ale anului 2015, în special ca rezultat al deteriorării dinamicii productivității muncii, dar și al creșterilor mai rapide ale salariilor, în principal ca urmare a efectului noii etape de majorare, din ianuarie 2015, a salariului minim brut pe economie. Pe termen scurt, persistența deficitului de cerere atenuază riscul unor presiuni inflaționiste semnificative din partea costurilor cu salariile. Pe termen mediu însă, pe măsura apropierei PIB de nivelul potențial și în condițiile unor creșteri suplimentare ale salariului minim pe economie, menținerea unei corelații adecvate între creșterea salariilor și cea a productivității muncii este esențială pentru consolidarea stabilității prețurilor.

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.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 4 februarie 2015, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,25 la sută pe an, de la 2,50 la sută, pe baza analizei reconfigurării perspectivelor macroeconomice. Acestea confirmau menținerea pe termen scurt a ratei inflației sub limita de jos a intervalului țintei staționare. În plus, prognoza BNR actualizată plasa rata anuală a inflației la valori inferioare celor proiectate anterior, în principal ca urmare a anticipatei (la acea dată) accentuări pe termen scurt a scăderii prețurilor volatile, influențată de declinul prețului petrolului pe plan mondial, dar și pe fondul persistenței deficitului de cerere agregată și a inflației reduse din zona euro și alte țări europene, precum și a consolidării pe un palier mai scăzut a anticipațiilor privind inflația. Riscurile asociate prognozei erau generate de incertitudinile crescute legate de evoluțiile din mediul extern, în principal pe seama tensiunilor geopolitice regionale, a situației din Grecia și din zona euro și a divergenței dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale din lume. O altă decizie a Consiliului de administrație, având drept scop reducerea volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și consolidarea transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, a fost cea de îngustare a coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 2,00$ puncte procentuale de la $\pm 2,25$ puncte procentuale.

Evoluțiile ulterioare deciziei din luna februarie au relevat apariția unor semnale privind oprirea declinului semnificativ, din perioada precedentă, al ratei anuale a inflației. Această tendință era rezultatul relativei temperări a scăderii în termeni anuali a prețurilor combustibililor și a prețurilor volatile ale produselor alimentare. Deși se anticipa înscrierea în perioada următoare a ratei anuale a inflației pe o traiectorie ușor ascendentă, persistența deficitului de cerere agregată și influența deflației din zona euro asupra prețurilor importurilor mențineau perspectiva plasării pe termen scurt a ratei inflației sub limita inferioară a intervalului asociat țintei staționare. În același timp, continuau să fie relevante sursele de risc asociate perspectivelor inflației identificate în analiza din februarie.

În acest context, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 31 martie 2015 reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,00 la sută pe an de la 2,25 la sută. Urmărind în continuare reducerea volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și consolidarea transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis de asemenea îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 1,75$ puncte procentuale de la $\pm 2,00$ puncte procentuale.

Perspectivile inflației

Proiecția curentă a ratei inflației implică o revizuire substanțială, în jos, a celei anterioare, în principal ca rezultat al înglobării informației recente privind extinderea, prevăzută a fi aplicată începând cu luna iunie a anului curent, a cotei reduse a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică. Astfel, rata anuală a inflației IPC este anticipată a se situa la valori negative până la finalul trimestrului I 2016 (cu excepția sfârșitului anului 2015), urmând a se plasa la finele următoarelor două trimestre la limita de jos a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei de 2,5 la sută și a reveni în interiorul acestuia în trimestrul IV 2016.

Menținerea ratei proiectate a inflației sub punctul central al țintei pe tot intervalul proiecției are loc în contextul anticipării pentru aceeași perioadă a consolidării creșterii economice, sub impactul celei a cererii interne. Se prevede că aceasta din urmă va fi impulsionată atât de creșterea

susținută a consumului, cât și de redresarea investițiilor. Ambele componente ale cererii interne vor beneficia de relaxarea în continuare a condițiilor de creditare, inclusiv prin propagarea treptată a impactului reducerilor succesive ale ratei dobânzii de politică monetară asupra evoluției ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit. Creșterea consumului individual efectiv al gospodăriilor populației urmează a fi stimulată și de majorarea așteptată a venitului disponibil real (inclusiv în contextul extinderii cotei reduse a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică). Formarea brută de capital fix este, de asemenea, așteptată a avea un aport pozitiv la creșterea economică, după doi ani de contribuții negative, inclusiv pe seama îmbunătățirii anticipate a intrărilor de capitaluri cu destinație productivă în economie, având drept sursă fondurile europene structurale și de coeziune și investițiile străine directe.

Contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este prevăzută a fi ușor negativă pe intervalul de prognoză, creșterea importurilor de bunuri și servicii, susținută de evoluția cererii interne, fiind anticipată a fi mai alertă decât cea a exporturilor, în condițiile unei redresări comparativ mai lente a cererii externe. Aceste evoluții sunt compatibile cu menținerea ponderii deficitului de cont curent în PIB la valori relativ reduse, sustenabile pe termen mediu. În aceste condiții, precum și ale situației în continuare a rezervelor internaționale la niveluri adecvate, în scenariul de bază al proiecției nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative asupra cursului de schimb al leului.

Comparativ cu runda din februarie 2015, proiecția deviației PIB de la nivelul său potențial a fost revizuită semnificativ pe cvasitotalitatea intervalului de referință. Prognoza curentă prevede o reducere graduală mai accentuată a deficitului de cerere, până la epuizarea completă a acestuia în apropierea orizontului prognozei. La reevaluarea deviației PIB au contribuit: proiectarea unui set al condițiilor monetare reale în sens larg mai stimulative; ușoara revizuire în sens favorabil a deviației de la nivelul potențial a cererii externe efective (susținută de conduita politicii monetare a BCE favorabilă impulsiei economiei zonei euro); impulsul stimulat anticipat din partea componentei discreționare a politicii fiscale.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 0,2 la sută la sfârșitul anului 2015 și la 1,9 la sută la finele anului 2016, niveluri situate cu 1,9 și, respectiv, 0,5 puncte procentuale sub cele prognozate în Raportul asupra inflației din luna februarie.

Atât rata anuală a inflației IPC, cât și cea a inflației de bază CORE2 ajustat se plasează pe întregul interval de referință sub valorile din prognoza precedentă, diferențele fiind considerabile în prima jumătate a perioadei. Sursa principală a revizuirii este înglobarea în noua proiecție a măsurii adoptate de către guvern pe 7 aprilie 2015 de reducere, cu începere din luna iunie a anului curent, a cotei TVA pentru toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, de la 24 la sută la 9 la sută. Măsura va afecta prețurile incluse în indicele CORE2 ajustat, îndeosebi prin intermediul grupei produselor alimentare procesate, și prețurile LFO. Efectele asupra ratei inflației sunt tranzitorii: cele de runda întâi vor fi eliminate din rata anuală după un an de la impact, producând un efect de bază de sens contrar acestuia; efectele de runda a doua, anticipate a fi relativ moderate, se vor disipa treptat pe măsura apropierei de orizontul proiecției. Date fiind ponderea ridicată a alimentelor procesate (50 la sută) în coșul CORE2 ajustat și ponderea acestuia în coșul total de consum (aproximativ 60 la sută), revizuirea substanțială a traiectoriei proiectate a ratei inflației de bază este dominantă în configurarea traiectoriei inflației IPC.

Sub impactul măsurii de extindere a cotei reduse a TVA, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată la valori negative în prima jumătate a intervalului de prognoză (-1,7 la sută în decembrie 2015). Ulterior disipării, la finele trimestrului II 2016, a efectului de runda întâi al măsurii fiscale, inflația de bază este anticipată a reveni la valori pozitive și a se încadra pe o traiectorie ușor ascendentă, până la nivelul de 1,3 la sută la orizontul proiecției, ca urmare a reînscrierii

anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici pe o traiectorie crescătoare și a disipării treptate a impactului dezinflaționist al deviației PIB. Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna februarie 2015, proiecția ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 3 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent și cu 0,5 puncte procentuale pentru finele celui viitor. Evaluarea noilor informații cu privire la extinderea cotei reduse a TVA, reflectată și în plasarea anticipațiilor privind inflația ale agenților economici la niveluri semnificativ mai scăzute, precum și prognoza unor presiuni inflaționiste mai puțin accentuate provenind din partea prețurilor de import reprezintă principalele cauze ale revizuirii în sens descendent. În sensul atenuării acestor influențe a acționat doar proiectarea unei reduceri mai rapide a deficitului de cerere pe parcursul intervalului de referință.

Proiecțiile tuturor componentelor IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare prevăd contribuții individuale ale acestora la indicele agregat de magnitudini mai reduse decât în prognoza anterioară începând cu anul 2016. În trimestrele II și III 2015, pe fondul anticipării unei reduceri în termeni anuali mai puțin accentuate a prețurilor combustibililor și al unei creșteri mai rapide a prețurilor produselor din tutun, contribuția componentelor exogene a fost revizuită în sus, în timp ce pentru trimestrul IV 2015 aceasta a rămas relativ nemodificată.

Sub impactul exercitat de extinderea cotei reduse a TVA asupra componentelor CORE2 ajustat și LFO, rata anuală a inflației IPC este preconizată a înregistra valori negative începând cu trimestrul II al anului curent și până în trimestrul I 2016, cu excepția sfârșitului anului în curs, când dinamicile proiectate ale prețurilor volatile și ale celor administrate produc un efect de bază inflaționist. După epuizarea, în trimestrul II 2016, a efectului de runda întâi al măsurii fiscale menționate, rata anuală a inflației este proiectată în creștere până la valoarea de 1,5 la sută, urmând a reintra în interiorul intervalului țintei începând cu trimestrul IV 2016. În ceea ce privește rata medie anuală a inflației IPC, aceasta este prevăzută a înregistra valori inferioare intervalului țintei pe tot intervalul de prognoză.

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

Balanța riscurilor la adresa traiectoriei ratei inflației este evaluată ca fiind relativ echilibrată pe termen scurt, în timp ce incertitudinile conturate pe termen mediu apar a înclina balanța în sensul unor abateri în jos la acest orizont. Riscurile specifice rundeii actuale sunt atribuite cu precădere mediului intern, în timp ce factorii externi își mențin relevanța subliniată în rundele anterioare de prognoză.

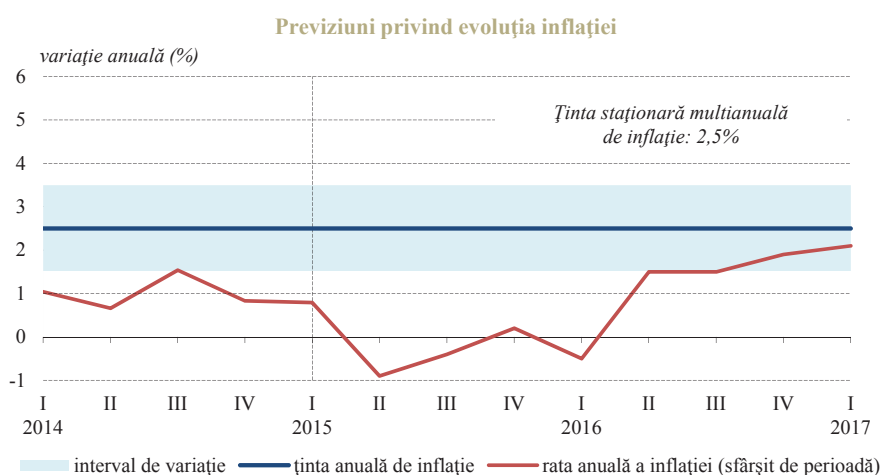
Pentru intervalul de referință, mediul extern continuă să reprezinte o sursă importantă de incertitudine pe fondul persistenței instabilității geopolitice, relevante în acest sens fiind conflictul din Ucraina și situația din Grecia, precum și al posibilei divergențe a politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii în contextul implementării programului extins de cumpărare de active adoptat de BCE. Materializarea riscurilor asociate oricăreia din aceste surse ar putea genera efecte indirecte negative asupra economiei românești, prin prisma impactului pe care aceste evoluții l-ar putea avea asupra cererii externe din partea principalilor parteneri comerciali ai României din UE. În plus, consecințele adverse asupra încrederii investitorilor pe piețele financiare regionale ar antrena creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate acestora și, implicit, economiei românești. O astfel de conjunctură ar putea avea drept rezultat fluctuații ale cursului de schimb al leului de natură să altereze traiectoria inflației comparativ cu scenariul de bază. Cu toate acestea, în contextul progreselor făcute în ultimii ani de către România în consolidarea

unor fundamente macroeconomice sustenabile, expunerile relativ reduse ale investitorilor comparativ cu cele față de alte economii emergente implică atenuarea pentru economia națională a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale.

Pe plan intern, rămân preocupante, din perspectiva necesității de creștere în continuare a capacității economiei naționale de atenuare a șocurilor externe adverse și de atragere a fluxurilor de capitaluri non-generatoare de datorie externă, incertitudinile privind implementarea consecventă a mixului adecvat de politici macroeconomice și accelerarea reformelor structurale în conformitate cu calendarul stabilit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială). O importantă sursă a riscurilor de abatere de la coordonatele scenariului de bază al proiecției curente este asociată implementării măsurilor fiscale cuprinse în proiectul de modificare a Codului fiscal înaintat Parlamentului spre dezbateră și aprobare. În contextul incertitudinilor existente la data finalizării proiecției cu privire la setul final de măsuri fiscale și la calendarul aplicării acestora, o evaluare a impactului acestor măsuri nu a putut fi inclusă în scenariul de bază. Un scenariu alternativ bazat pe ipoteza adoptării noului Cod fiscal în forma prezentată în proiectul înaintat Parlamentului indică o abatere semnificativă a ratei inflației de la traiectoria prezentată în acest Raport, implicând amânarea revenirii ratei inflației în interiorul intervalului țintei.

În ceea ce privește prețurile interne ale alimentelor, un risc specific rundei actuale de prognoză este asociat posibilei abateri de la evaluarea *ex ante*, înglobată în scenariul de bază, a magnitudinii impactului măsurii de extindere a cotei reduse a TVA începând cu luna iunie a anului curent. Semnificative sunt în continuare și incertitudinile inerente influenței condițiilor meteorologice asupra ofertei de produse agricole.

În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate pe termen mediu dimensiunii și ritmului ajustărilor prețurilor gazelor naturale și energiei electrice în contextul posibilelor reconfigurări ale informațiilor provenite de la autoritățile de profil interne. Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime este apreciată ca fiind relativ echilibrată. În același timp, își menține relevanța riscul ca evoluția cursului de schimb EUR/USD să exercite efecte neanticipate asupra celei a leului în raport cu dolarul SUA și, ca urmare, asupra prețului petrolului exprimat în lei.



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual.

Sursa: INS, proiecție BNR

Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva coborârii temporare a ratei anuale a inflației în teritoriul negativ și a menținerii ei, după epuizarea impactului extinderii aplicării cotei reduse a TVA, sub punctul central al țintei staționare, în condițiile restrângerii graduale a deficitului de cerere agregată și ale prelungirii nivelurilor scăzute ale anticipațiilor inflaționiste și ale inflației din zona euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 6 mai 2015, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 1,75 la sută pe an. Concomitent, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a hotărât îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 1,50$ puncte procentuale de la $\pm 1,75$ puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 3,75 la sută la 3,25 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost menținută la 0,25 la sută. Totodată, în vederea sprijinirii revigorării procesului de creditare, precum și în scopul continuării armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale Băncii Centrale Europene, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit la nivelul de 8 la sută, de la 10 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2015. Consiliul de administrație al BNR a hotărât, de asemenea, menținerea nivelului actual al ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit, precum și gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

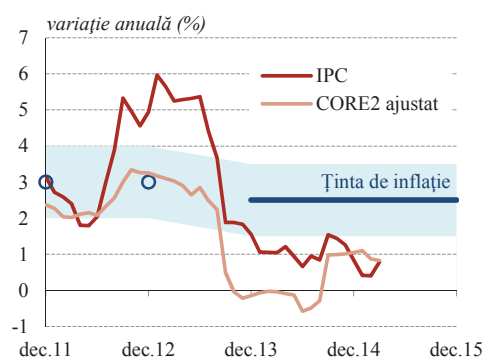
Pe parcursul trimestrului I 2015, rata anuală a inflației IPC s-a menținut sub nivelul de 1,0 la sută, plasându-se în continuare sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei de 2,5 la sută. Dincolo de influența inhibitoare pe care continuă să o exercite deficitul de cerere și așteptările privind inflația, la dinamica modestă a prețurilor de consum au contribuit semnificativ reducerea costurilor energetice și a celor cu materiile prime, precum și diminuarea inflației importate, inclusiv ca urmare a aprecierii monedei naționale față de euro. Sub acțiunea acelorași factori, inflația de bază CORE2 ajustat a coborât în perioada analizată la 0,8 la sută. Presiuni inflaționiste au fost vizibile la nivelul componentelor exogene, semnificative fiind majorarea tarifului energiei electrice și creșterea prețurilor unor fructe meridionale.

Deși la finele trimestrului I 2015 rata anuală a inflației s-a plasat la un nivel comparabil cu cel din decembrie 2014 (0,8 la sută), evoluția pe parcursul trimestrului nu a fost uniformă, primele două luni ale anului consemnând minimul istoric al indicatorului (0,4 la sută). Dacă în luna ianuarie traiectoria a fost indusă de accentuarea declinului cotațiilor petrolului¹ și, în consecință, al prețului intern al combustibililor (-5,3 la sută în termeni anuali), menținerea aceluiași nivel în luna februarie s-a datorat aprecierii leului față de euro, care a compensat efectul inversării temporare a tendinței descendente a prețului petrolului și al creșterii constante a raportului de schimb leu-dolar SUA (+13,1 la sută în martie 2015 față de decembrie 2014).

În ceea ce privește componenta alimentară a grupeii prețurilor volatile, aceasta și-a temperat scăderea în termeni anuali cu 2,3 puncte procentuale, până la -1,0 la sută în martie. După minimele atinse pe parcursul anului anterior sub acțiunea conjugată a unei producții agricole interne superioare mediei pe termen lung și a importurilor sensibil mai mari din statele europene afectate de restricțiile impuse de Rusia, trendul descrescător al prețului legumelor și fructelor s-a inversat în luna februarie 2015. Modificarea de tendință a fost imprimată de disiparea impactului exercitat asupra ofertei pe piața internă de importurile suplimentare generate de embargoul rusesc, dar și de restrângerea la nivel internațional a ofertei pentru unele fructe meridionale, concomitent cu aprecierea dolarului SUA.

Prețurile administrate au reprezentat în primul trimestru al anului curent o sursă de presiune inflaționistă, reluarea tendinței

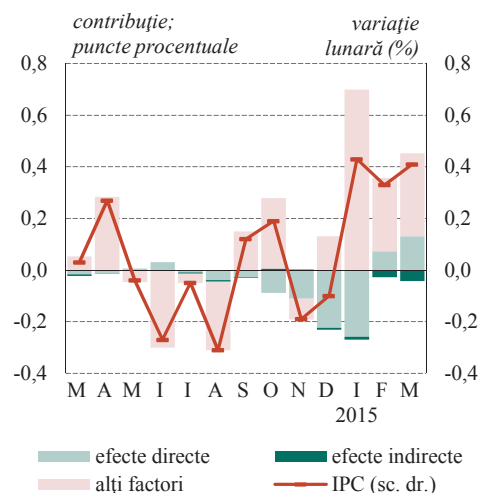
Evoluția inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual.

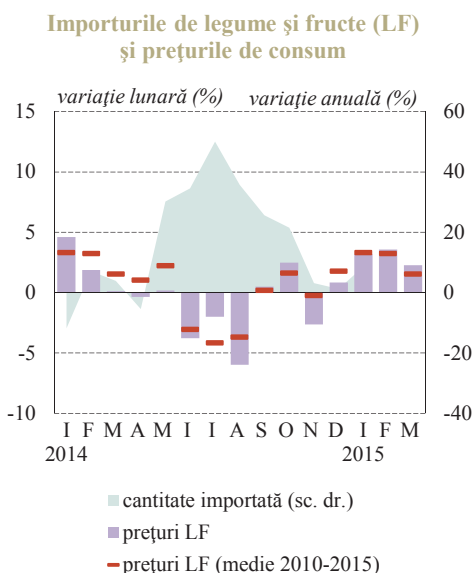
Sursa: INS, calcule BNR

Impactul prețului petrolului asupra ratei inflației

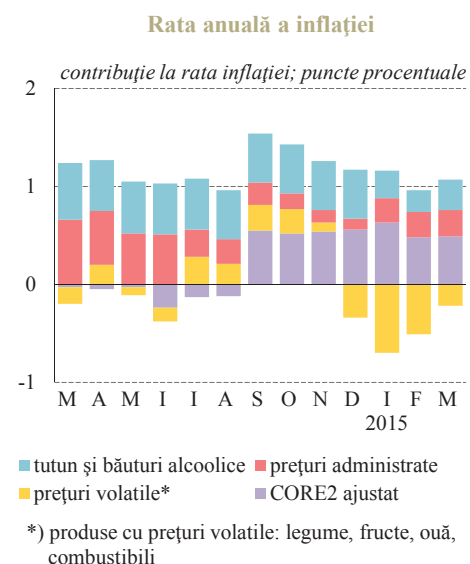


Sursa: Bloomberg, Eurostat, INS, estimări BNR

¹ Prețul țiteiului Brent a coborât de la 64 USD/baril la finele anului 2014 la 50 USD/baril în luna ianuarie, nivel ce prevala la începutul crizei financiare.



Sursa: INS, Eurostat



Sursa: INS, calcule BNR

crescătoare (+0,9 puncte procentuale, până la 1,3 la sută) fiind cauzată de modificarea amplă din luna ianuarie (cu circa 5 la sută) a tarifului pentru energia electrică plătit de consumatorii casnici. Astfel, au fost afectate majoritatea elementelor din factura de electricitate, în contextul în care în luna ianuarie au avut loc nu doar creșterea ponderii componente de piață concurențială ca urmare a parcurgerii unei noi etape a calendarului de liberalizare a pieței, ci și majorarea tarifului reglementat, dublarea contribuției pentru cogenerare, creșterea cotei anuale obligatorii de achiziție a certificatelor verzi.

Sub influența efectului statistic asociat creșterii consistente a valorii în lei a accizelor la începutul anului 2014 și menținerii nemodificate a acestora în 2015, dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și băuturi alcoolice s-a atenuat în primul trimestru al anului cu 2 puncte procentuale, atingând 4 la sută în martie. Diminuarea de ritm a fost atenuată de comportamentul operatorilor de profil, care au încorporat în avans în prețul țigaretelor majorarea accizei în vigoare de la 1 aprilie.

Trimestrul I al anului 2015 a continuat să fie caracterizat de niveluri scăzute ale inflației de bază CORE2 ajustat, rata anuală de creștere a prețurilor din această categorie atingând în luna martie 0,8 la sută (în scădere de la 1 la sută în intervalul septembrie 2014 – ianuarie 2015). Din perspectiva factorilor de influență, atenuarea acțiunii dezinflaționiste a deficitului de cerere în contextul consolidării indiciilor de redresare economică a fost compensată de continuarea ajustării descendente a anticipațiilor privind inflația și de efectele directe și propagate ale scăderii prețurilor materiilor prime (în principal ale produselor energetice și agricole), manifestate inclusiv pe filiera importurilor de bunuri prelucrate.

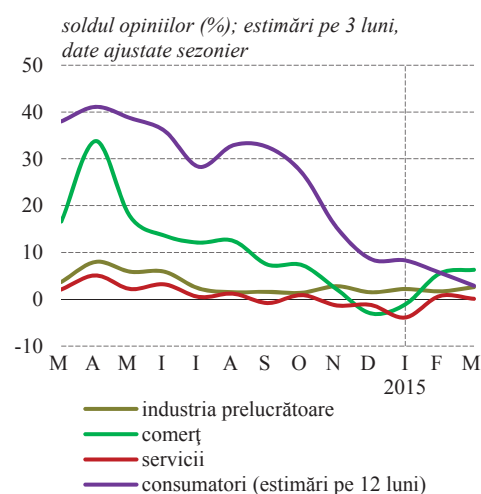
Contextul deflaționist din principalul bloc comercial partener și aprecierea leului față de euro au constituit, de altfel, elementele care au favorizat cu precădere dezinflația pe segmentul mărfurilor nealimentare în prima parte a anului 2015 (-0,2 puncte procentuale, până la 1,6 la sută). Cea mai consistentă diminuare a dinamicii anuale (-0,8 puncte procentuale, până la 1,2 la sută) s-a produs însă la nivelul serviciilor de piață, sensibilitatea tarifelor practicate la mișcările cursului de schimb, superioară celei manifestate de prețurile mărfurilor, potențând transmisia evoluției favorabile a variabilei menționate în intervalul analizat. În ceea ce privește mărfurile alimentare, variația prețurilor în termeni anuali a fost similară celei observate în trimestrul IV 2014 (0,2 la sută), la persistența valorilor reduse contribuind atât costurile scăzute cu materia primă și transportul, cât și climatul concurențial pronunțat din acest sector.

Așteptările consumatorilor privind inflația s-au menținut în primele luni ale anului 2015 pe traiectoria puternic descendentă descrisă încă din luna septembrie 2014, indicatorul calculat de INS/DG ECFIN atingând în martie un nou minim istoric (2,9 la sută, comparativ cu o medie de aproape 50 la sută în perioada mai 2001² – august 2014). O tendință similară a caracterizat și poziția analiștilor bancari, care și-au revizuit în mod constant pe parcursul trimestrului I estimările privind inflația pe orizontul scurt (12 luni). Chiar dacă nu au urmat trendul descrescător observat în cele două cazuri amintite, anticipațiile inflaționiste ale agenților economici (din industrie, construcții, comerț, servicii) au evoluat benign în perioada ianuarie-martie 2015, soldurile conjuncturale oscilând în continuare în jurul valorii nule.

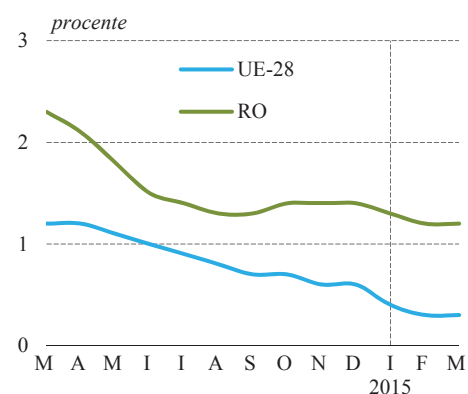
Continuarea traiectoriei descendente a prețului țiteiului la începutul anului 2015 a determinat o nouă scădere cvasigeneralizată a ratei medii anuale a IAPC în statele europene, valoarea înregistrată în luna martie la nivelul UE (0,3 la sută) fiind inferioară cu 0,3 puncte procentuale celei de la finele anului 2014. O tendință similară, dar de amplitudine ușor mai redusă (-0,2 puncte procentuale), a caracterizat și valoarea indicatorului calculat pentru România, astfel încât ecartul față de media UE a continuat să se lărgască (până la 0,9 puncte procentuale).

Comparativ cu proiecția publicată în ediția din luna februarie 2015 a Raportului asupra inflației, rata anuală a inflației înregistrate la sfârșitul trimestrului I s-a situat cu 0,7 puncte procentuale peste nivelul prognozat. Diferența s-a datorat în esență aprecierii dolarului SUA peste valorile anticipate și reluării mai rapide (deopotrivă ca moment și amplitudine) a mișcării ascendente a prețului țiteiului.

Așteptările operatorilor economici privind inflația



Rata medie anuală a IAPC*

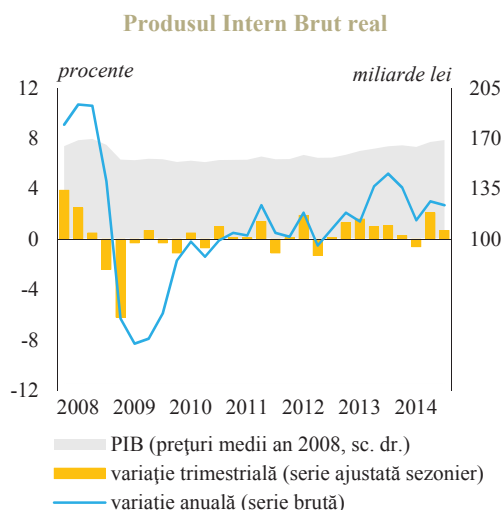


² Data inițierii sondajului.

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

Economia românească a crescut în anul 2014 cu 2,8 la sută, recuperând aproape în întregime pierderea suferită după izbucnirea crizei financiare globale. Evoluția favorabilă din ultimul trimestru al anului a contribuit la acest rezultat, PIB real majorându-se în termeni anuali cu 2,7 la sută; creșterea a fost generată în exclusivitate de absorbția internă și a fost susținută de toate sectoarele economiei. Comparativ cu intervalul iulie-septembrie, dinamica anuală a PIB real s-a redus totuși cu 0,3 puncte procentuale, în condițiile în care contribuția cererii externe nete a devenit negativă.

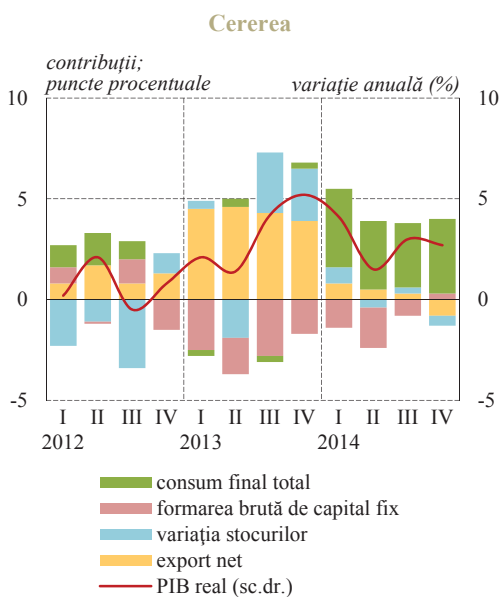


Sursa: INS, calcule BNR

1.1. Cererea

Cererea de consum a atins în trimestrul IV cea mai înaltă rată anuală de creștere din 2014 (5 la sută), intensificări de ritm observându-se atât la nivelul consumului privat, cât și al celui guvernamental. Volumul achizițiilor populației a crescut pentru majoritatea grupelor de mărfuri, cel mai alert în cazul vânzărilor *on-line* (peste 70 la sută), în bună măsură sub efectul evenimentului *Black Friday*.

Execuția bugetului general consolidat a generat în trimestrul IV un deficit de 12 912 milioane lei (echivalent cu 1,9 la sută din PIB¹), semnificativ mai mare decât cel consemnat în perioada similară a anului 2013 (7 651 milioane lei², respectiv 1,2 la sută din PIB) și aproximativ egal cu cel cumulat pe ansamblul anului 2014³. Amplificarea soldului negativ a fost rezultanta accelerării substanțiale a dinamicii cheltuielilor bugetare totale (la 16 la sută⁴, față de -1,3 la sută în trimestrul precedent), datorată exclusiv avansului componentei primare a acestora⁵; în acest sens au acționat cu precădere majorarea consistentă a cheltuielilor de personal (21,8 la sută, față de 3 la sută) – în contextul efectuării în avans a unor plăți prevăzute în titluri executorii având ca obiect acordarea de drepturi salariale personalului din sectorul bugetar –,



Sursa: INS, calcule BNR

¹ Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna decembrie 2014; pentru 2013 și 2014 s-a utilizat nivelul PIB publicat de INS.

² Datele aferente execuției bugetare din 2013 au fost recalculat de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2014.

³ În timp ce deficitul bugetului general consolidat consemnat în ultimul trimestru al anului 2013 a reprezentat aproximativ jumătate din deficitul cumulat de la finele anului.

⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

⁵ În condițiile comprimării cheltuielilor cu dobânzile cu 30,4 la sută (față de o creștere de 5,1 la sută în trimestrul precedent).

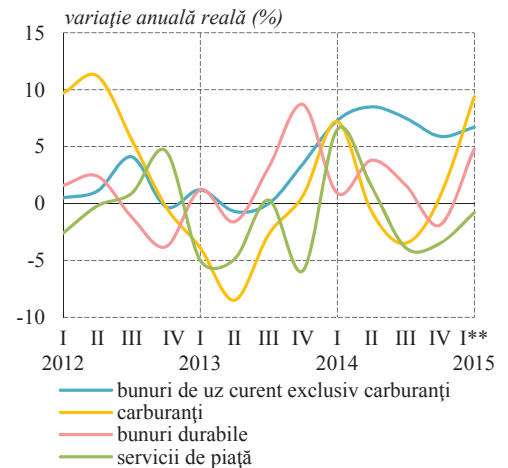
precum și revenirea în teritoriul pozitiv a ritmului de creștere a cheltuielilor cu bunuri și servicii (11 la sută, de la -14,3 la sută în trimestrul precedent), a celor de capital (21,3 la sută, de la -5,9 la sută), a celor aferente proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile și a celor destinate altor transferuri. La rândul lor, veniturile bugetare totale și-au atenuat ușor ritmul de creștere (8,7 la sută, comparativ cu 9,5 la sută în trimestrul precedent), predominant sub impactul accentuării contracției componentei provenite din TVA (cel mai probabil ca urmare a amplificării rambursărilor în contul acestei taxe), precum și al încetinirii avansului veniturilor nefiscale și al încasărilor din impozite și taxe pe proprietate⁶ și din contribuții de asigurări (inclusiv în contextul reducerii cotei de contribuții de asigurări sociale datorate de către angajatori); influențe de sens opus au exercitat prelungirea dinamicii pozitive semnificative a sumelor primite de la UE și accelerarea creșterii veniturilor din accize și din impozitul pe salarii și venit.

Trimestrul IV se remarcă prin întreruperea declinului investițiilor, creșterea cu 1,4 la sută (primul ritm pozitiv din ultimii doi ani) fiind determinată, în esență, de redresarea lucrărilor de construcții noi. Segmentul clădirilor a reprezentat principalul element de susținere, pe fondul creșterii moderate a resurselor proprii ale companiilor și populației⁷, dar și al relaxării în continuare a condițiilor de finanțare bancară, în special în cazul creditului în monedă națională. Nu același lucru se poate afirma despre lucrările de infrastructură, care au scăzut și în ultima parte anului, deși într-un ritm mai redus comparativ cu primele trei trimestre.

Influența favorabilă a absorbției interne asupra dinamicii PIB real (+3,5 puncte procentuale, cea mai pronunțată din anul 2014) a fost erodată de componenta externă a cererii, decalajul negativ dintre ritmul anual de creștere a exporturilor și cel al importurilor de bunuri și servicii generând o contribuție netă de -0,8 puncte procentuale. Evoluția s-a datorat exclusiv înrăutățirii balanței comerciale, în special la nivelul următoarelor grupe de mărfuri:

- (i) materii prime utilizate în industria metalurgică, pe fondul menținerii condițiilor avantajoase de preț pe piețele externe și, probabil, al preocupării companiilor autohtone de suplimentare a stocurilor de materii prime, în contextul agravării conflictului ruso-ucrainean în ultima parte a anului 2014. Astfel, înjumătățirea cantității exportate de minereuri metalifere și completarea resurselor autohtone

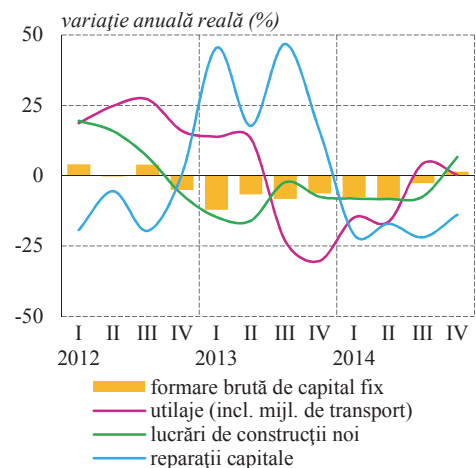
Achiziții de mărfuri și servicii*



*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație
**) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

Investiții



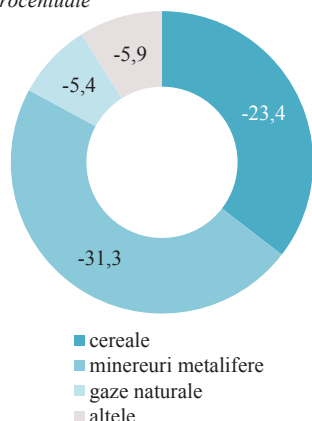
Sursa: INS, calcule BNR

⁶ Modificarea dinamicii acestora a încorporat un efect de bază asociat evoluției încasărilor din impozitul pe construcții în trimestrul precedent.

⁷ Sugerată de traiectoria ascendentă a excedentului brut de exploatare și, respectiv, a veniturilor populației, approximate prin suma dintre veniturile din salarii nete, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și remiterile lucrătorilor din străinătate.

Principalele contribuții la scăderea cantitativă a surplusului balanței comerciale – trim. IV 2014

puncte procentuale

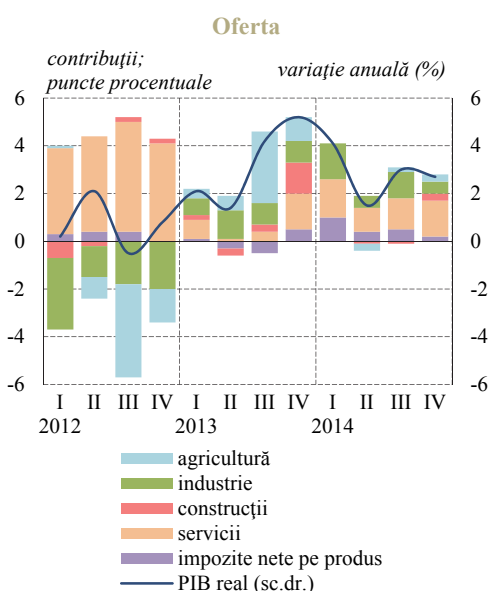


Sursa: Eurostat, calcule BNR

cu minereuri din import a condus la lărgirea de 4,2 ori a deficitului comercial pe această poziție;

(ii) gaze naturale, creșterea de circa 4 ori a importurilor comparativ cu perioada similară din anul precedent (în vizibilă accelerare față de trimestrul III) putând fi, de asemenea, asociată traiectoriei descrescătoare a cotațiilor internaționale (în corelație cu cele ale țiteiului) și constituirii de stocuri în scop preventiv;

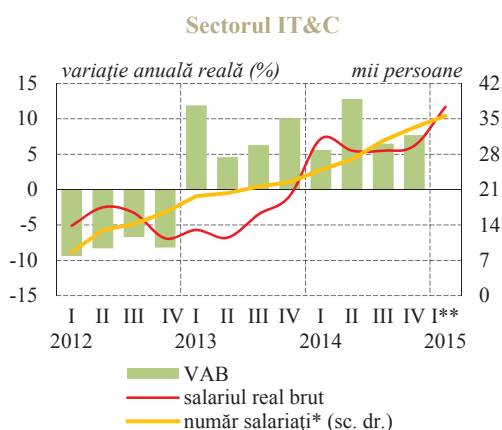
(iii) cereale, pentru care tranzacțiile comerciale s-au plasat în trimestrul IV pe traiectorii divergente (scădere a volumului exporturilor cu 6 la sută și, respectiv, creștere cu circa 54 la sută în cazul importurilor); totuși, având în vedere caracterul sezonier al producției de cereale, analiza trebuie să vizeze cel puțin trimestrele III-IV – din această perspectivă, balanța comercială pe acest segment a fost excedentară și în anul 2014, remarcându-se chiar o creștere cu 3 la sută față de semestrul II 2013.



Sursa: INS, calcule BNR

1.2. Oferta

Frânarea ritmului anual de creștere a PIB real comparativ cu trimestrul III s-a datorat mai ales industriei. La reducerea la mai puțin de jumătate a dinamicii VAB produse de acest sector (până la 2 la sută) au contribuit îndeosebi industria de prelucrare a țiteiului, industria chimică și cea a cauciucului și maselor plastice, care au consemnat performanțe mai slabe ale vânzărilor atât pe piața internă, cât și pe cea externă. Evoluții pozitive au înregistrat mai ales firmele producătoare de echipamente electrice, produse electro-IT și autovehicule, precum și companiile din metalurgie, acestea din urmă valorificând în continuare conjunctura favorabilă a prețurilor pe plan internațional – scădere la unele *inputuri* (minereuri de fier), concomitent cu o creștere la anumite produse (oțel).



*) serie ajustată în funcție de sezonabilitate și de numărul zilelor lucrătoare

***) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

Serviciile au asigurat și în trimestrul IV cel mai consistent aport la creșterea economică – VAB din sectorul terțiar s-a majorat cu 3 la sută, ritmul ușor superior celui din trimestrul precedent datorându-se în principal activității comerciale și componenteii IT&C. În acest ultim caz, merită menționat faptul că anul 2014 a fost unul de excepție (+8,2 la sută), fiind marcat atât de consolidarea preferinței consumatorilor pentru servicii mai sofisticate, cât mai ales de amplificarea serviciilor furnizate în exterior, ca urmare a extinderii unor companii multinaționale pe plan autohton, stimulate de plusul de competitivitate oferit de acest segment al pieței forței de muncă.

Rezultate superioare celor din perioada precedentă au înregistrat, de asemenea, agricultura și construcțiile. În primul caz, VAB și-a accelerat dinamica anuală (până la 5,2 la sută), producția din 2014 situându-se, pentru al doilea an consecutiv, peste media pe termen lung. În privința construcțiilor, trimestrul IV a fost singurul în care

s-a înregistrat o creștere a VAB (+2,7 la sută), acest sector reușind să consemneze doar un avans fragil la nivelul întregului an, în condițiile în care redresarea activității pe segmentul clădirilor a fost practic contracarată de declinul finanțării bugetare a proiectelor de infrastructură.

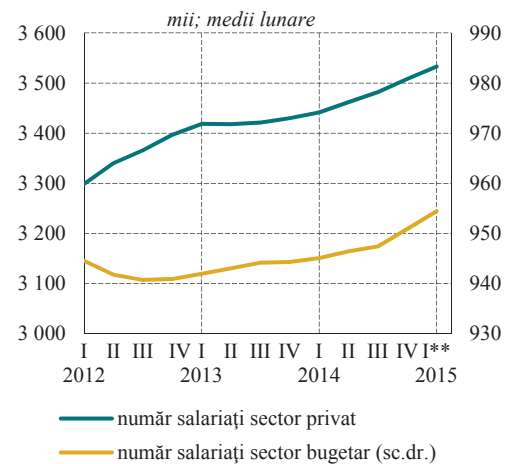
2. Piața muncii

Ameliorarea condițiilor pe piața muncii⁸ a continuat la începutul anului 2015, la rata pozitivă de absorbție a forței de muncă contribuind și sectorul public, similar ultimului trimestru al anului 2014. Așteptările companiilor privind viitoarele angajări au rămas în general favorabile pentru prima jumătate a anului 2015. Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut s-a menținut pe o traiectorie ascendentă, în principal sub influența unei noi etape de majorare a salariului minim brut pe economie în ianuarie 2015. În industrie însă, această creștere a potențat influența nefavorabilă a încetirii ratei anuale a productivității muncii asupra dinamicii costurilor salariale unitare.

În primele două luni ale anului 2015, tendința ascendentă a numărului de salariați raportat de angajatori a continuat, rata anuală de creștere pe ansamblul economiei accelerând la 2,4 la sută (+0,5 puncte procentuale față de trimestrul IV 2014). Sectorul privat a exercitat influența dominantă în această evoluție, pe fondul intensificării moderate a recrutărilor în serviciile de piață, cu precădere în serviciile administrative și activități suport; o revigorare a cererii de forță de muncă a fost observată și în construcții, în contextul semnalelor de redresare a activității în acest sector (volumul lucrărilor de construcții și-a întrerupt scăderea în ultimul trimestru al anului 2014, iar dinamica anuală s-a accelerat în primele două luni ale anului 2015, apropiindu-se de 15 la sută). Similar perioadei octombrie-decembrie, numărul salariaților din sistemul public a crescut ușor, pe seama angajărilor realizate în sectorul medical și în administrația publică. Perspectivele pentru prima jumătate a anului 2015 continuă să fie favorabile: oportunități de angajare se conturează în industrie, comerț și construcții, în timp ce în servicii companiile își mențin atitudinea prudentă privind recrutările. Restrângerea ofertei excedentare de forță de muncă s-a reflectat atât în rata șomajului BIM, care s-a diminuat în intervalul ianuarie-martie 2015 până la 6,5 la sută (-0,1 puncte procentuale față de trimestrul IV 2014), cât și în rata șomajului înregistrat, situată sub media anului 2014.

Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut pe economie a avansat cu încă 0,9 puncte procentuale în primele două luni ale anului 2015 (până la 6,8 la sută), în principal ca urmare a efectului direct al noii etape de majorare, din ianuarie 2015, a salariului minim brut pe economie la 975 lei (+75 lei). Nu trebuie ignorat

Efectivul salariaților din economie*

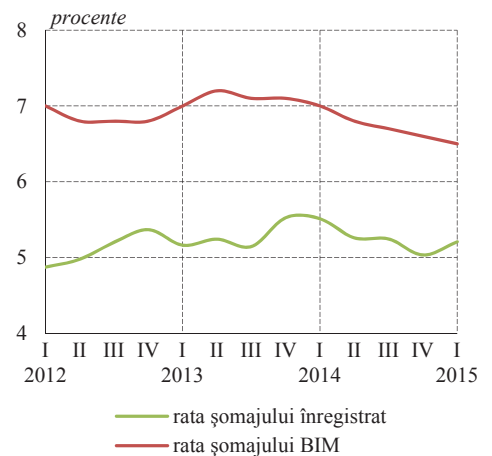


*) date ajustate sezonier

**) ian.-feb.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Rata șomajului*

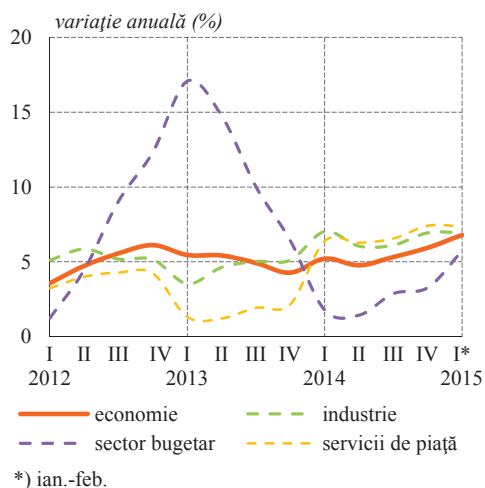


*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, calcule BNR

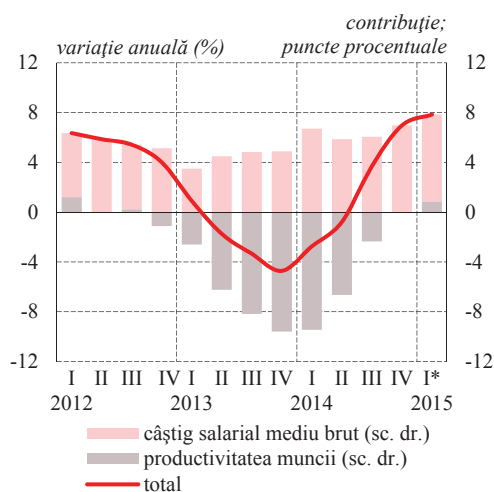
⁸ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

Salariul brut



Sursa: INS, calcule BNR

Costurile salariale unitare din industrie



Sursa: INS, calcule BNR

însă impactul indirect al acestor măsuri, care antrenează și majorarea câștigurilor angajaților încadrați pe trepte superioare de salarizare, generând presiuni suplimentare asupra costurilor cu forța de muncă ale companiilor (pentru detalii a se vedea Caseta „Majorarea salariului minim brut – influențe din perspectiva pieței muncii”). La nivel sectorial, avansul câștigului brut a fost mai puternic pe segmentul bugetar (+2,5 puncte procentuale), în condițiile în care în sistemul medical toate salariile aflate peste pragul minim brut pe economie au crescut cu câte 100 lei în luna ianuarie 2015. În sectorul privat, sporul de dinamică mai redus (+0,5 puncte procentuale) constituie rezultanta unor evoluții divergente: majorările din industria prelucrătoare și construcții au fost parțial compensate de încetinirea din industria extractivă și din cea energetică (ramuri cu salarii medii de aproximativ două ori mai mari decât cel din industria prelucrătoare și, astfel, mai puțin afectate de modificarea salariului minim brut).

Costurile salariale unitare⁹ din industrie au continuat să-și accelereze ritmul de creștere în ultimul trimestru al anului 2014, până la 7,0 la sută în termeni anuali, niveluri similare fiind observate și la începutul lui 2015. Deși majorarea s-a datorat în principal erodării dinamicii anuale a productivității muncii, o contribuție a venit și ratelor mai rapide de creștere a câștigurilor salariale. În structură, construcțiile metalice, fabricarea de mașini și utilaje, industria echipamentelor electrice și industria textilă au reprezentat ramurile cu cele mai ample variații pozitive ale costurilor salariale unitare; presiuni par să se acumuleze însă și în industria de prelucrare a țiclei și metalurgie, unde decalajul favorabil dintre ritmul productivității și cel al câștigurilor salariale se îngustează progresiv.

Din perspectiva cererii de consum, venitul real al populației a continuat să se majoreze în termeni anuali în a doua parte a anului 2014 și în primele două luni ale anului 2015, la aceasta contribuind atât creșterea salariilor și a veniturilor din asistență socială, cât și nivelul redus al ratei inflației.

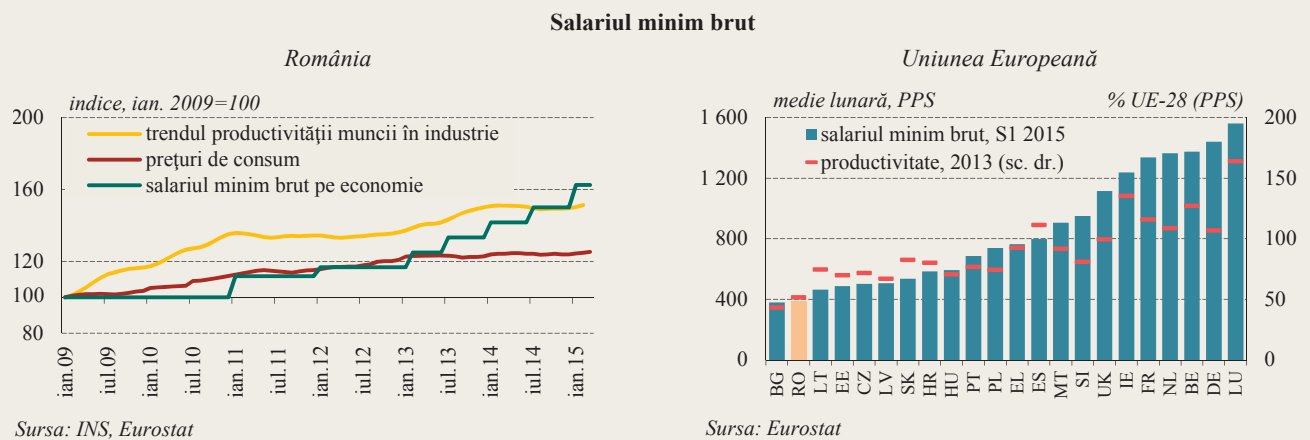
⁹ Calculate prin raportarea evoluției câștigurilor salariale brute la evoluția productivității muncii.

Majorarea salariului minim brut – influențe din perspectiva pieței muncii

1. Contextul economic

În perioada ianuarie 2009 – decembrie 2013 salariul minim brut pe economie a crescut cumulativ cu 33 la sută, urmând îndeaproape traiectoria prețurilor de consum și beneficiind totodată de îmbunătățirea constantă a trendului productivității muncii în industrie (+50 la sută). Începând cu anul 2014 însă, se remarcă o decuplare a evoluției salariului minim de dinamica prețurilor, acesta crescând într-un ritm mult mai alert (cu 22 la sută, comparativ cu o majorare de numai 2 la sută a prețurilor), în condițiile unui suport insuficient din partea productivității.

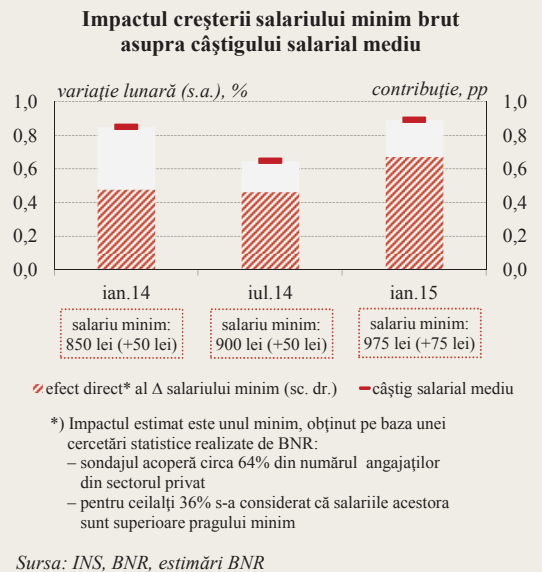
La nivelul statelor Uniunii Europene, România a înregistrat în ultimii șase ani cea mai amplă creștere a salariului minim, acesta rămânând însă al doilea cel mai scăzut din grupul comunitar. Situația este similară și din perspectiva productivității muncii, o singură țară consemnând un nivel mai redus.



2. Efecte ale majorării salariului minim brut pe economie

Câștigul salarial

BNR a realizat în anul 2014 o cercetare statistică privind comportamentul firmelor pe piața muncii, eșantionul fiind reprezentativ pentru circa două treimi din numărul angajaților din sectorul privat¹ (respectiv pentru companiile cu minimum 20 de salariați, înființate înainte de 2010). În ipoteza extremă în care cealaltă treime câștigă peste pragul minim, rezultatele sondajului relevă că o creștere a salariului minim brut afectează direct cel puțin 22 la sută din personalul sectorului privat. Astfel, ultimele trei etape de majorare au contribuit direct la creșterea din lunile respective a salariului mediu brut în sectorul privat cu circa 0,5 puncte procentuale. Dacă sunt luate în considerare și efectele indirecte, impactul total a fost, probabil, mai ridicat – o parte dintre firmele intervievate au declarat că majorează și salariile unor angajați încadrați pe trepte superioare de salarizare; în acest caz sunt afectați suplimentar cel puțin 9 la sută din angajați.



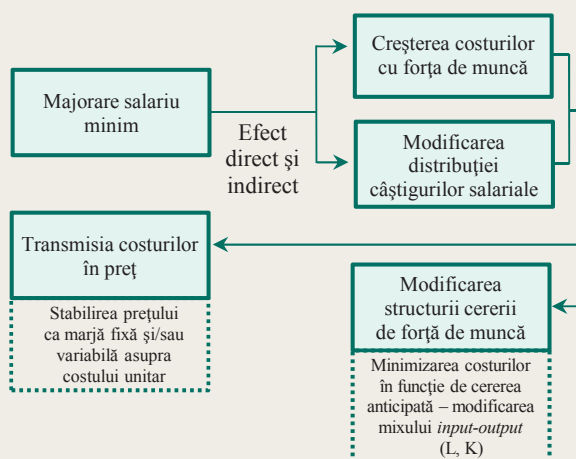
¹ Numărul angajaților din sectorul privat este aproximat ca diferența dintre totalul angajaților din economie și salariații din administrația publică, sănătate, învățământ și activități de spectacole, culturale și recreative.

Costurile cu forța de muncă reprezintă o treime din costurile totale ale companiilor și mai mult de 70 la sută dintre firme s-au confruntat cu o creștere a acestora în perioada 2010-2013 (vizată de sondaj), iar ultimele trei etape de majorare a salariului minim au contribuit la continuarea trendului crescător.

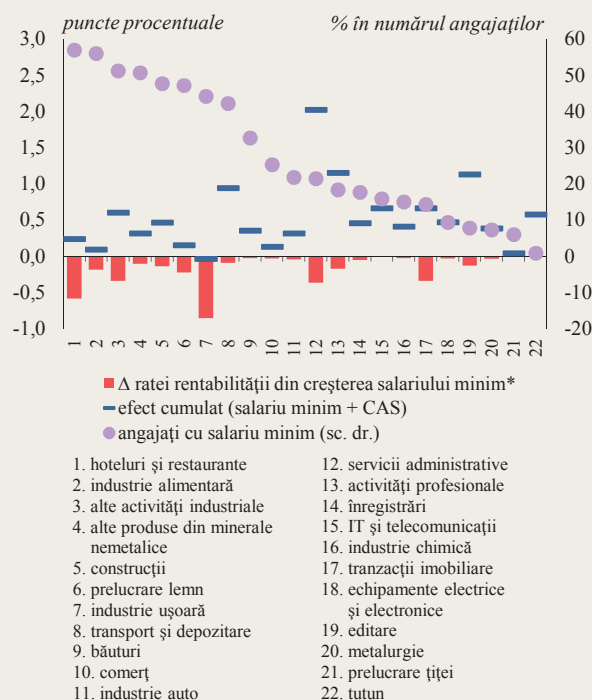
Totodată, a avut loc o comprimare a distribuției câștigurilor salariale în jurul pragului minim, iar creșterea raportului dintre salariul minim și cel mediu (evaluat a se apropia de 50 la sută la finele anului 2016, după parcurgerea tuturor etapelor anunțate de majorare a salariului minim) indică riscul formării unei bariere de intrare pe piața muncii pentru forța de muncă slab calificată sau lipsită de experiență (tineri), categorii pentru care neconcordanțele dintre cererea și oferta de forță de muncă sunt deja cele mai ridicate.

La nivel microeconomic, impactul creșterii salariului minim este resimțit în mod neuniform, fiind mai puternic în cazul întreprinderilor mici și mijlocii. Presiuni mai pronunțate asupra marjelor de profit apar în industria ușoară, cea alimentară, prelucrarea lemnului, fabricarea produselor din minerale nemetalice, serviciile de transport și depozitare, hoteluri și restaurante și construcții, ramuri în care mai mult de 40 la sută dintre angajați sunt încadrați la salariul minim. Influența etapelor de majorare a salariului minim din anii 2014 și 2015 (inclusiv cea care va avea loc în iulie) este însă compensată de reducerea cu 5 puncte procentuale a CAS pentru angajatori începând cu octombrie 2014. Totuși, chiar dacă la nivelul populației statistice pentru care eșantionul este reprezentativ efectul net al celor două măsuri asupra ratei rentabilității este ușor pozitiv, există ramuri pentru care acesta este aproape nul (industria alimentară, comerț) sau chiar marginal negativ (industria ușoară). Este de așteptat însă ca etapele de majorare a salariului minim programate pentru 2016 să epuizeze în cazul mai multor ramuri industriale tamponul oferit de reducerea CAS.

Propagarea în economie a majorării salariului minim din perspectiva ofertei



Efectul modificării salariului minim și al CAS asupra rentabilității firmelor în 2014-2015



*) Impactul creșterilor salariului minim și al reducerii cotei CAS la angajatori a fost determinat, *ceteris paribus*, pornind de la o rată medie a rentabilității (profit net/cifră de afaceri) în anul 2013.

Sursa: MFP, BNR, estimări BNR

Transmisia în prețuri și impactul asupra cererii de forță de muncă

Teoretic, o majorare a salariului neacoperită de câștiguri de productivitate poate genera presiuni inflaționiste² la nivelul economiei și în același timp poate limita capacitatea firmelor de a face noi angajări. Această teorie

² Conform sondajului privind mecanismul de formare a prețurilor realizat de BNR în anul 2013, majoritatea companiilor din România stabilesc prețul produselor sau serviciilor oferite ca marjă fixă și/sau variabilă peste costul unitar. În plus, creșterea costurilor cu forța de muncă reprezintă al doilea cel mai important factor în decizia companiilor de majorare a prețurilor (v. Caietul de studii nr. 36/2014).

este confirmată empiric de rezultatele cercetării statistice privind piața muncii: 58 la sută dintre companii au afirmat că vor transfera în prețuri o majorare a salariului minim și aproximativ 47 la sută au declarat că vor limita recrutările viitoare.

Pentru a identifica factorii relevanți care conduc la materializarea uneia sau a ambelor situații, au fost estimate două modele de tip *probit*, care, în plus, cuantifică și aportul individual al factorilor la creșterea/scăderea probabilității apariției celor două evenimente la nivel de firmă:

$$Prob(\uparrow P/\uparrow SM) = f(w_{SM}, w_{CFM}, c, dim, ctr, \downarrow Q_{2010-13}, \downarrow P_{2010-13}, \uparrow Cmp_{2010-13}, \uparrow Cfin_{2010-13})$$

$$Prob(\downarrow ANG/\uparrow SM) = f(w_{SM}, w_{CFM}, w_{veh5}, dim, txm, incert, \downarrow pers_{2010-13}, \downarrow benef_{2010-13}, \uparrow Cmp_{2010-13})$$

Factorii de influență pot fi grupați astfel: (i) factori specifici firmelor – ponderea angajaților afectați direct și indirect de majorarea salariului minim (w_{SM}), ponderea costurilor cu forța de muncă în total costuri (w_{CFM}), concurența resimțită (c), ponderea angajaților cu o vechime de peste 5 ani (w_{veh5}) și dimensiunea firmei (dim); (ii) caracteristici instituționale ale pieței muncii – existența unui contract colectiv de muncă (ctr) și percepția cu privire la presiunea asociată impozitării muncii (txm), precum și (iii) factori asociați conjuncturii economice din perioada 2010-2013 – scăderea cererii ($\downarrow Q_{2010-13}$), a prețului ($\downarrow P_{2010-13}$), incertitudinea mediului de afaceri ($incert$), creșterea costurilor cu materiile prime ($\uparrow Cmp_{2010-13}$) și financiare ($\uparrow Cfin_{2010-13}$), ajustarea personalului prin concedieri sau șomaj tehnic ($\downarrow pers_{2010-13}$) și a beneficiilor nepeconiare ($\downarrow benef_{2010-13}$)³.

Factorii specifici firmelor. După cum era de așteptat, atât probabilitatea de a majora prețurile, cât și cea de a limita recrutarea sunt direct corelate cu impactul pe care o creștere a salariului minim îl exercită asupra companiei. Astfel, șansele ca firma să crească prețurile și/sau să reducă cererea de forță de muncă se majorează cu circa 23 la sută, în condițiile extinderii ponderii salariaților încadrați la pragul minim și, respectiv, cu 7 la sută, în cazul unei modificări ascendente a ponderii costurilor cu forța de muncă. De asemenea, dacă ponderea angajaților cu o vechime de peste 5 ani devine mai mare, probabilitatea de a nu mai face angajări în viitor crește cu 7 la sută.

Din perspectiva dimensiunii companiei, se observă că este mai puțin probabil ca firmele mari (cu peste 200 de angajați) să reducă recrutările (-6 puncte procentuale), dar mai ales să transfere în prețuri majorarea salariului minim (-12 puncte procentuale). În cazul în care firma resimte o concurență puternică, șansele de majorare a prețului scad cu circa 4 puncte procentuale.

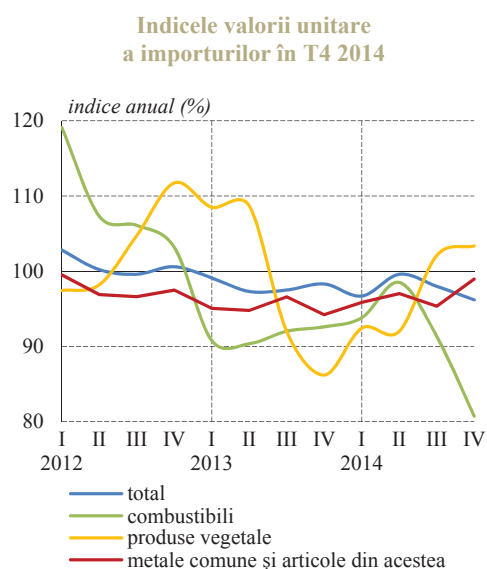
Caracteristicile instituționale ale pieței muncii. Sondajul relevă o importanță considerabilă a existenței contractelor colective de muncă în decizia de a crește prețurile (+8 puncte procentuale), precum și a percepției cu privire la presiunea asociată impozitării muncii în limitarea angajărilor viitoare (+10 puncte procentuale).

Conjunctura economică din perioada 2010-2013. Probabilitatea transmisiei în preț este mai ridicată cu circa 5 puncte procentuale în situația în care compania s-a confruntat în trecut fie cu o scădere a cererii, fie cu o majorare a costurilor (cu materiile prime sau de natură financiară), iar cea aferentă restrângerii capacității de a crea locuri de muncă se majorează dacă mediul de afaceri este incert (+9 puncte procentuale) și dacă firma a apelat la ajustarea personalului prin concedieri sau șomaj tehnic (peste 5 puncte procentuale).

³ Interpretarea efectului marginal (calculat ca un efect mediu pe eșantion, *ceteris paribus*) al factorilor depinde de tipul variabilei explicative: o modificare a variabilelor continue (w_{SM} , w_{CFM} și w_{veh5}) determină o creștere cu x la sută a probabilității transmisiei în preț/reducerii recrutărilor, în timp ce tranziția variabilelor discrete (toate celelalte) de la valoarea 0 (factorul nu se manifestă) la valoarea 1 (se manifestă) adaugă y puncte procentuale acesteia.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

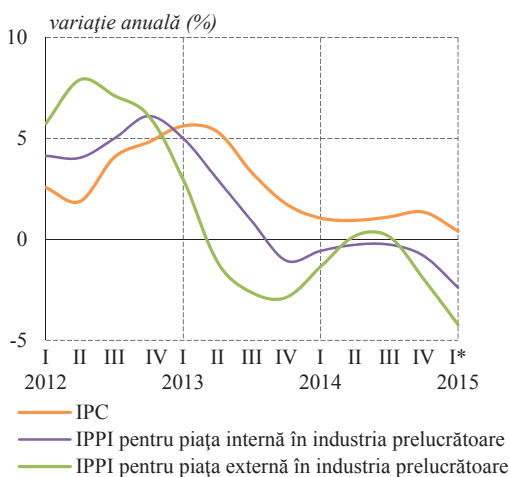
În trimestrul IV 2014, traiectoria prețurilor interne și a celor externe a fost marcată de scăderea abruptă a prețului petrolului, precum și al altor materii prime, în contextul majorării ofertei și al unei creșteri economice sub așteptări pe plan mondial. Pe fondul acestor evoluții, indicele valorii unitare a importurilor și-a accentuat ritmul de scădere, dinamica anuală a prețurilor producției industriale a devenit aproape nulă, iar prețurile agricole au continuat să se reducă în termeni anuali. În perioada următoare, este de așteptat ca aceste tendințe să persiste, în condițiile revizuirii descendente a proiecțiilor privind creșterea economică la nivel global, ale așteptărilor încă optimiste privind noua recoltă, dar și ale efectelor propagate ale scăderii costurilor legate de energie.



Trendul descendent al prețurilor de import a continuat în ultimul trimestru din 2014, indicele valorii unitare a importurilor coborând la 96,2 la sută (-1,8 puncte procentuale față de media trimestrului anterior), efectul scăderii accentuate a cotațiilor petrolului fiind încă dominant, în pofida creșterii semnificative a cursului de schimb al leului față de dolarul SUA (+8,6 la sută, în termeni anuali).

Reducerea amplă a cotației țițeiului în a doua parte a anului 2014 – sub acțiunea conjugată a creșterii ofertei unor producători importanți (Statele Unite, Libia, Irak) și a trenării cererii la nivel global – a antrenat tendințe similare ale cotațiilor și pe alte piețe de materii prime. Astfel, diminuarea cererii pentru instalații și utilaje extractive pe fondul scăderii prețului petrolului a contribuit, alături de încetinirea activității economice a celui mai important consumator (China) și de costurile energetice reduse, la un nou declin al prețurilor celor mai multe metale la finalul anului 2014. Spre deosebire de acestea, prețurile produselor agricole pe piețele externe au înregistrat o ușoară revenire, oscilând însă în continuare în jurul minimelor ultimilor 5 ani.

Prețurile producției industriale și de consum



Evoluțiile descrise s-au reflectat în indicii valorii unitare a importurilor asociați bunurilor cu relevanță pentru coșul de consum astfel: indicele grupei produselor minerale s-a diminuat substanțial (până la 79,9 la sută, cu 10,8 puncte procentuale sub nivelul înregistrat în trimestrul III), în timp ce IVU aferent produselor vegetale și grăsimilor a urcat ușor față de media trimestrului precedent. Cotațiile externe au determinat valori subunitare ale IVU și pe segmentul metalelor comune și al mașinilor și dispozitivelor industriale, în timp ce grupa mijloacelor și materialelor de transport a continuat să aibă o contribuție pozitivă la inflația importată, în contextul în care ritmul anual de creștere a numărului de

înmatriculări de mașini noi de import a rămas superior celui aferent autoturismelor *second-hand*.

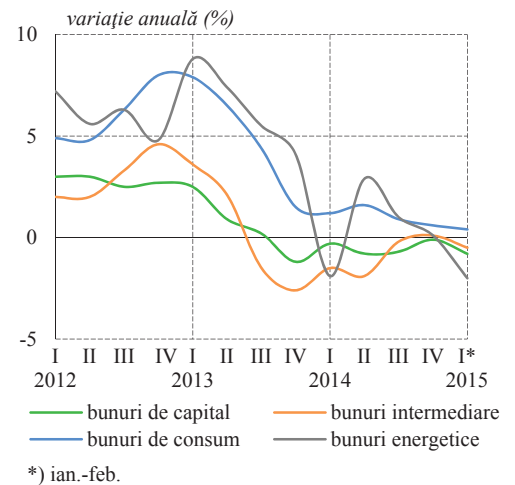
Traectoria prețurilor producției industriale pentru piața internă a reflectat într-o oarecare măsură evoluțiile menționate, ritmul anual de creștere a acestora devenind aproape nul în ultimul trimestru al anului 2014 (0,2 la sută, comparativ cu 0,5 la sută în intervalul precedent). Aportul decisiv a fost deținut de grupa bunurilor energetice, o contribuție marginală revenind însă și segmentului bunurilor de consum, pe fondul costurilor reduse cu materiile prime.

Decelerarea semnificativă observată la nivelul bunurilor energetice (până la 0,1 la sută) s-a datorat în principal industriei de prelucrare a hidrocarburilor, ale cărei prețuri de producție s-au diminuat cu până la 14,7 la sută în trimestrul IV, în timp ce în activitatea de producere și furnizare a energiei electrice și termice ritmul anual al acestora s-a dublat (până la 2,5 la sută), ca urmare a dispărării efectului statistic asociat scăderilor înregistrate în 2013. Prețurile bunurilor de consum și-au încetinit dinamica față de trimestrul III, la numai 0,6 la sută, pe seama prețurilor reduse la unele materii prime (bumbac și lână), dar și a manifestării unor efecte de bază favorabile (în industria băuturilor, de pildă). Pentru bunurile intermediare și de capital s-a remarcat o revenire temporară a prețurilor la niveluri apropiate celor înregistrate cu un an în urmă (după 4 trimestre de valori inferioare celor din anul anterior), în esență pe seama apariției unor indicii de redresare a cererii pe segmentul lucrărilor de construcții și al mijloacelor de transport rutier.

Pe fondul condițiilor favorabile de ofertă generate de succesiunea a doi ani cu recolte abundente (nu numai pe plan intern, dar și la nivel internațional), prețurile principalelor materii prime agricole și-au menținut ritmul consistent de scădere și în intervalul octombrie-decembrie 2014 (-9,1 la sută, variație anuală). Tendința a fost vizibilă pe ambele segmente ale producției agricole (vegetal și animal), dominant fiind însă (prin pondere și amplitudine) primul dintre acestea.

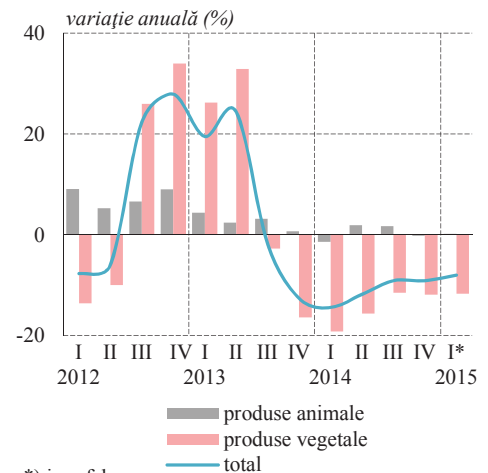
În primele luni ale anului 2015, prețurile pe piețele internaționale au continuat să scadă în cazul celor mai multe materii prime, pe fondul nivelului ridicat al stocurilor și al revizuirii descendente a proiecțiilor privind creșterea economică la nivel global. În acest context, este de așteptat ca atât indicele valorii unitare a importurilor, cât și indicii prețurilor producției industriale pentru piața internă să își continue sau chiar să își accentueze traiectoria descendentă, pe măsură ce modificările cotațiilor materiilor prime se propagă de-a lungul lanțului de producție, inclusiv prin

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



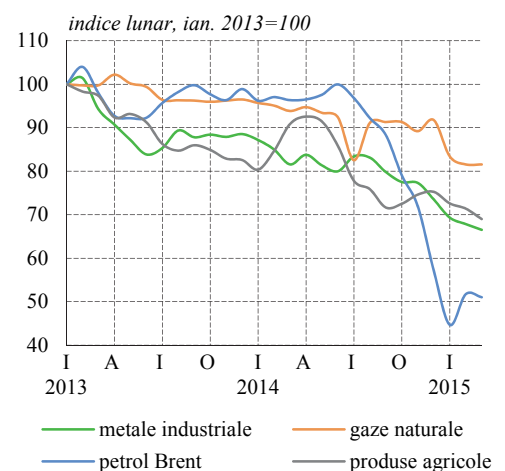
Sursa: INS

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

Evoluția cotațiilor principalelor materii prime



Sursa: Bloomberg, FMI

intermediul bunurilor prelucrate importate. De altfel, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă a intrat în teritoriu negativ în primele două luni ale anului 2015 (-0,8 la sută). Având în vedere liberalizarea completă a pieței gazelor naturale pentru consumatorii non-casnici începând cu 1 ianuarie 2015, dar și accentuarea tendinței de scădere a prețului acestora pe piețele externe, este probabil ca dinamica prețurilor de producție să reflecte în timp și aceste evoluții. Tendința de scădere ar putea fi atenuată de dublarea contribuției pentru cogenerare de la 1 ianuarie, de aprecierea dolarului în raport cu moneda națională și, posibil, de creșterea ușoară a prețului țițeiului (majoritatea proiecțiilor sugerează o astfel de traiectorie, însă volatilitatea sporită a cotațiilor accentuează gradul de incertitudine al evaluărilor).

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

BNR a prelungit pe parcursul trimestrului I 2015 atât ciclul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară – pe care a coborât-o cu câte 0,25 puncte procentuale în lunile februarie și martie, până la nivelul de 2,0 la sută –, cât și trendul de îngustare a coridorului simetric format în jurul acesteia de ratele dobânzilor la facilitățile permanente (de la $\pm 2,25$ la $\pm 1,75$ puncte procentuale); totodată, banca centrală a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aplicate pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit. Prin aceste decizii s-a urmărit asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, în condițiile ameliorării transmisiei monetare și într-o manieră care să sprijine creșterea economică.

Decizia din februarie a Consiliului de administrație al BNR a fost adoptată în condițiile în care rata anuală a inflației și-a reluat scăderea în luna octombrie – coborând astfel în ultimul trimestru al anului 2014 tot mai mult sub limita inferioară a intervalului țintei staționare, implicit sub nivelurile previzionate anterior¹ –, iar traiectoria anticipată a acesteia² a suferit o nouă glisare descendentă generalizată, poziționându-se confortabil sub limita de jos a intervalului țintei staționare, până în trimestrul III 2015, și, ulterior, pe un palier mai înalt, dar inferior punctului central al țintei de inflație. Pe termen scurt, semnificativa modificare a perspectivei inflației avea ca resort unic impactul dezinflaționist consistent anticipat a fi exercitat temporar de factorii de natura ofertei (scăderea amplă a prețului internațional al petrolului și relativa creștere a ofertei de produse agricole pe seama producției bune realizate pe plan intern și regional în anul 2014), în timp ce pe orizontul temporal mai îndepărtat determinantul major îl constituia considerabila scădere în raport cu proiecția anterioară a dinamicii anuale anticipate a inflației de bază (CORE2 ajustat). Această scădere decurgea din ajustarea descrescătoare a previziunilor privind inflația în zona euro și în alte țări din UE, precum și din acțiunea dezinflaționistă mai intensă prezumată a fi exercitată de

¹ Rata anuală a inflației a coborât în decembrie la 0,83 la sută, rata medie a inflației atingând, astfel, pe ansamblul anului 2014 nivelul de 1,1 la sută – cel mai scăzut din ultimii 25 de ani.

² Conform scenariului de bază al prognozei din luna februarie 2015, rata anuală a inflației era așteptată să se plaseze la finele anilor 2015, respectiv 2016, la 2,1, respectiv 2,4 la sută (nivelurile previzionate în exercițiul trimestrial din noiembrie 2014 erau de 2,2 la sută, pentru luna decembrie 2015, și de 2,6 la sută, pentru luna septembrie 2016). Media anuală a ratei inflației prognozate pentru 2015 se reducea la 0,8 la sută (de la 1,5 la sută în proiecția anterioară), pentru anul 2016 anticipându-se un nivel de 2,3 la sută.

anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, în condițiile prelungirii recente a tendinței lor descendente; influența lor era doar parțial contrabalansată de impactul relativei accentuări a trendului de restrângere a valorilor prognozate ale deficitului de cerere agregată, având ca premise și ipoteze majore revizuirea consistentă a seriei istorice de date privind PIB, accelerarea semnificativă a creșterii economice în trimestrul III 2014, menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, dar și persistența relativei fragilități a redresării economice globale și în zona euro, precum și prelungirea atitudinii cvasineutre a politicii fiscale.

În luna martie 2015, Consiliul de administrație al BNR a hotărât să reducă rata dobânzii de politică monetară cu încă 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 2,0 la sută, decizia având ca argument consolidarea perspectivei menținerii pe termen scurt a ratei anuale a inflației sub limita de jos a intervalului țintei staționare – anticipată a reveni, totuși, la începutul trimestrului II pe un trend ușor ascendent – în condițiile în care în primele luni ale anului 2015 aceasta și-a continuat declinul, coborând în februarie la 0,4 la sută, nivel reprezentând un nou minim istoric³. Evoluția curentă și cea așteptată a inflației reflectau cu precădere efectele exercitate de prelungirea dinamicilor negative ale prețurilor volatile și ale inflației din zona euro, precum și de persistența deficitului de cerere agregată. Presiunile dezinflaționiste ale acestuia se anticipau a rămâne pe un trend ușor descendent, în condițiile în care comportamentul din primele luni ale anului 2015 al cvasitotalității indicatorilor relevanți ai cererii de consum și de investiții, incluzându-i pe cei privind evoluția lichidității din economie (în principal cea a M1, care se corelează cu dinamica activității economice), sugera consolidarea creșterii economice în perioada următoare; variația anuală a creditului acordat sectorului privat⁴ a rămas însă aproape nemodificată în acest interval, menținându-se, astfel, în teritoriul negativ.

Cvasistagnarea dinamicii creditului acordat sectorului privat (-4,2 la sută în perioada ianuarie-februarie 2015, față de -4,3 la sută în trimestrul IV 2014) a reflectat în principal efectele de sens opus exercitate de accelerarea creșterii anuale a volumului împrumuturilor noi, pe de o parte, și de prelungirea operațiunilor de eliminare a creditelor neperformante din bilanțul băncilor⁵, pe de altă parte. Pe acest fond, rata anuală de creștere a creditului în lei s-a redus ușor în primele două luni ale trimestrului I 2015 (6,5 la sută, față de 7,1 la sută în trimestrul IV); în cazul creditului în valută (exprimat în euro), influența conjugată a factorilor menționați anterior a fost devansată de efectul statistic

³ Din perspectiva ultimilor 25 de ani.

⁴ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale medii exprimate în termeni reali.

⁵ Acestora li s-au asociat efectul statistic al scăderii ratei anuale a inflației și cel al accentuării temporare a deprecierei în termeni anuali a leului în raport cu francul elvețian și dolarul SUA.

al creșterii cursului de schimb EUR/CHF, astfel încât variația acestuia și-a atenuat valoarea negativă (-9,5 la sută, față de -10,3 la sută în ultimele trei luni ale anului 2014). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat doar parțial cu rezultatele Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației⁶, acesta punând în evidență așteptări de creștere generalizată a cererii de credite în primele trei luni ale anului 2015 și perspective mixte ale standardelor de creditare – relaxare pe segmentul companiilor și potențiale înăspriri pe cel al creditelor pentru locuințe. Astfel, dinamica anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare și-a reaccentuat scăderea (-7,6 la sută, față de -6,5 la sută în ultimele trei luni ale anului 2014), pe seama declinului mai pronunțat consemnat de variația creditelor în lei pe termen scurt și de cea a împrumuturilor în valută pe termen mediu. În schimb, rata de creștere a creditelor acordate populației a continuat să-și atenueze valoarea negativă (-1,0 la sută, față de -2,6 la sută în trimestrul IV 2014), beneficiind de prelungirea dinamicii robuste a împrumuturilor pentru locuințe și de temperarea contracției în termeni anuali a celorlalte categorii de credite.

În ceea ce privește dinamizarea M1 (16,8 la sută în perioada ianuarie-februarie 2015, față de 11,9 la sută în trimestrul IV 2014), aceasta a reflectat în principal acumulările consistente consemnate de depozitele ON ale populației și ale companiilor, dar și ritmurile relativ înalte de creștere a numerarului în circulație, corelate în mare măsură cu majorarea sensibilă a cheltuielilor bugetare în ultima lună a anului 2014, precum și cu amplificarea temporară a plăților efectuate în contul fondurilor europene, respectiv a dinamicii anuale a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul. Evoluția M1 a constituit unicul determinant al avansului lichidității din economie (dinamica anuală a M3 urcând la 6,7 la sută, de la 5,1 la sută în ultimele trei luni ale anului 2014), în condițiile în care variația anuală a depozitelor la termen de până la doi ani a consemnat o scădere (-0,5 la sută, față de 0,4 la sută în trimestrul IV), indusă exclusiv de declinul plasamentelor la termen ale companiilor, reflectând, printre altele, posibila reorientare a acestui segment către alte active financiare.

Concomitent cu tăierile aplicate ratei dobânzii de politică monetară, BNR a continuat să restrângă amplitudinea coridorului simetric format în jurul acesteia de ratele dobânzilor la facilitățile permanente (de la $\pm 2,25$ la $\pm 1,75$ puncte procentuale), măsură menită să contribuie la reducerea volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și la consolidarea transmisiei semnalului ratei dobânzii-cheie a BNR; astfel, în condițiile menținerii ratei dobânzii la facilitatea de depozit la nivelul de 0,25 la sută, rata dobânzii la facilitatea de creditare a fost coborâtă în două etape, de la 4,75 la 3,75 la sută. Totodată, BNR a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, care, în

⁶ Ediția din februarie 2015.

contextul modificării consemnate în acest interval de poziția netă a lichidității băncilor – accentuare sensibilă a creșterii excedentului de lichiditate în ianuarie, succedată de diminuarea rapidă a acestuia, respectiv de reinstalarea, spre finele lunii martie, a unui deficit temporar de rezerve – a presupus drenarea rezervelor excedentare prin intermediul facilității de depozit, respectiv efectuarea, în data de 30 martie, a unei operațiuni de furnizare de lichiditate; aceasta s-a realizat sub forma unei licitații *repo* 1W cu rată fixă de dobândă și alocare integrală⁷.

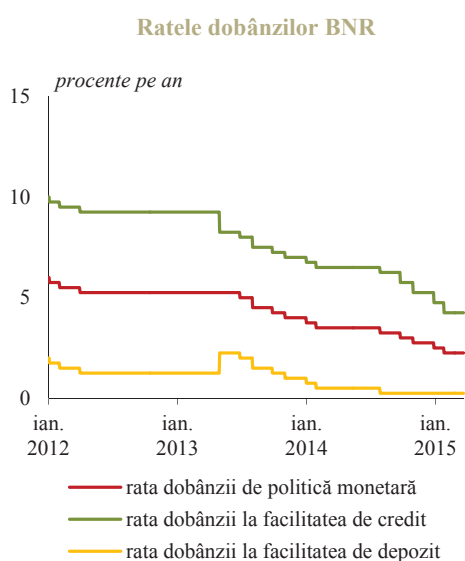
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu trimestrial al depozitelor de pe piața monetară interbancară a atins un nou minim istoric în trimestrul I 2015, iar cursul de schimb leu/euro a consemnat, în a doua parte a perioadei, valori medii lunare mai coborâte, pe fondul relativei ameliorări a aversiunii globale față de risc. Variația anuală a creditului acordat sectorului privat s-a menținut în teritoriul negativ în intervalul decembrie 2014 – februarie 2015, în timp ce creșterea lichidității din economie s-a accelerat.

2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare s-au menținut la valori apropiate de limita inferioară a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente ale băncii centrale pe parcursul primelor două luni din trimestrul I 2015 – media lor lunară atingând în ianuarie un nou minim istoric (0,42 la sută)⁸ –, pentru ca la finele lunii martie ele să revină temporar la niveluri relativ mai înalte. Pe ansamblul trimestrului, media randamentelor a înregistrat o nouă scădere (-0,38 puncte procentuale față de nivelul consemnat în precedentele trei luni, până la 0,69 la sută), iar volatilitatea ratelor dobânzilor ON s-a atenuat ușor, inclusiv în contextul continuării de către BNR a îngustării coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară.

Randamentele pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare s-au plasat în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de depozit în cea mai mare parte a perioadei analizate, în condițiile în care excedentul net de lichiditate din sistemul bancar s-a majorat substanțial în debutul trimestrului – datorită injecțiilor ample de rezerve efectuate de Trezorerie – și a continuat ulterior să înregistreze valori ridicate, chiar dacă acțiunea principalilor factori autonomi ai lichidității și-a inversat sensul. Prelungirea de-a lungul ultimei părți a trimestrului a absorbțiilor de lichiditate cu caracter autonom – asociate în principal operațiunilor în conturile în lei, dar



⁷ Prin intermediul acesteia a fost injectată o sumă de circa 1 miliard de lei.

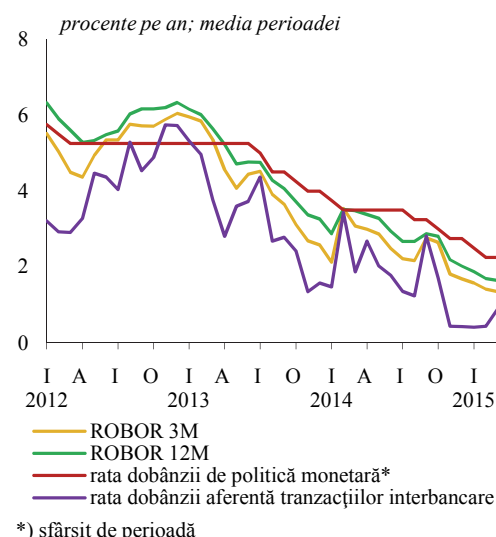
⁸ Seria de date începe din 1993.

și în valută ale MFP⁹ – a condus spre finele lunii martie la apariția unui deficit temporar de rezerve și la creșterea randamentelor ON la valori apropiate ratei dobânzii de politică monetară. Cererea de rezerve a instituțiilor de credit a fost acoperită de BNR, care a efectuat în acest context, pentru prima dată din octombrie 2014, o operațiune *repo* 1W, derulată prin licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală.

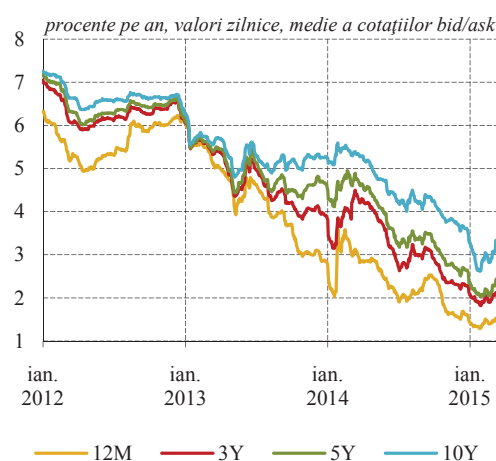
Receptând la rândul lor impactul relaxării condițiilor lichidității din ianuarie, dar mai ales pe cel exercitat de reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, cotațiile pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară și-au prelungit tendința de scădere până în a doua jumătate a lunii martie. Ulterior, cotațiile ROBOR 3M-12M au înregistrat o creștere temporară, succedată, spre finele trimestrului, de o stabilizare la niveluri inferioare cu circa 0,55-0,80 puncte procentuale ratei dobânzii de politică monetară. Pe acest fond, valorile medii ale cotațiilor pe scadențe mai lungi au atins minime istorice în martie, nivelul acestora coborând, în cazul cotațiilor ROBOR 3M, cu 0,34 puncte procentuale față de decembrie 2014 (la 1,35 la sută); în cazul termenelor de 6 și respectiv 12 luni, ajustarea descendentă a cotațiilor a fost de circa 0,4 puncte procentuale, nivelurile acestora atingând 1,59 la sută, respectiv 1,65 la sută.

Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat în principal influențele mixte exercitate de: (i) anticipațiile instituțiilor de credit privind rata dobânzii-cheie a BNR și condițiile lichidității de pe piața monetară interbancară; (ii) anunțul JP Morgan din 22 ianuarie privind creșterea ponderii și a scadenței titlurilor românești incluse în indicii piețelor de obligațiuni în monedă locală; (iii) fluctuația aversiunii globale față de risc, care a consemnat o creștere la finele primei decade a lunii februarie, pentru ca ulterior să se amelioreze. Pe acest fond, interesul investitorilor pentru titlurile de stat s-a diminuat în februarie – context în care volumul total al înscrisurilor emise a coborât marginal sub cel indicativ –, dar s-a revigorat ușor spre finele trimestrului. Randamentele maxime acceptate au continuat să scadă în ianuarie, pentru ca ulterior tendința să se inverseze, inițial la nivelul anumitor scadențe (10 ani și 1 an), și apoi pe aproape întreg spectrul de maturități (excepția constituind-o certificatele cu maturitate de 3 luni¹⁰). Astfel, ratele dobânzilor maxime acceptate au urcat la 1,69 la sută în cazul titlurilor pe 1 an (+0,04 puncte procentuale față de decembrie) și respectiv la

Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



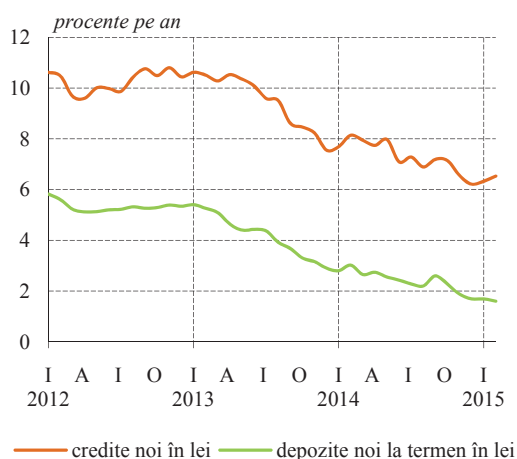
Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat



⁹ La finele trimestrului I 2015, execuția bugetului general consolidat s-a finalizat cu un surplus de 4 899 milioane lei (echivalent cu 0,7 la sută din PIB), în condițiile în care veniturile încasate din economia internă au depășit ținta trimestrială cu 6,5 la sută, în timp ce sumele primite de la UE s-au situat la 31,1 la sută din nivelul programat, iar cheltuielile bugetare totale au reprezentat 80,9 la sută din programul aferent trimestrului I (conform datelor aferente Raportului privind execuția bugetară pe trimestrul I al anului 2015 publicat de MFP, <http://www.mfinante.ro/execbug.html?pagina=buletin>).

¹⁰ În luna februarie, după o pauză de 5 ani, MFP a emis din nou titluri de stat cu maturitatea de 3 luni.

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Principalele poziții din contul financiar (metodologie BPM6)

	2 luni 2014			2 luni 2015		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	-349	-1 303	954	-1 518	-2 418	900
Investiții directe	-66	527	-592	151	553	-402
Investiții de portofoliu	-9	976	-986	-248	-321	72
Derivate financiare	-59	-62	2	-224	-75	-148
Alte investiții	670	-2 745	3 415	1 154	-2 576	3 730
– numerar și depozite	568	-1 527	2 094	684	-66	750
– împrumuturi	-41	-987	947	351	-2 318	2 670
– altele	143	-231	374	119	-192	310
Active de rezervă ale BNR (net)	-883	0	-883	-2 351	0	-2 351

*) „+” creștere/„-” scădere

2,59 și 3,11 la sută pentru obligațiunile cu maturitate reziduală de aproximativ 5 și 10 ani (-0,24 și -0,61 puncte procentuale față de decembrie).

Pe piața secundară a titlurilor de stat, cotațiile de referință¹¹ au avut o evoluție similară randamentelor de pe piața primară, continuând să scadă în ianuarie și înscriindu-se apoi pe un trend ușor crescător, întrerupt temporar la finele lunii februarie. Cu toate acestea, la sfârșitul trimestrului, cotațiile se situau sub cele de la finele anului precedent cu valori cuprinse între 0,01 puncte procentuale, în cazul titlurilor pe 1 an, și 0,4 puncte procentuale, în cel al titlurilor pe 10 ani, panta curbei randamentelor aplatizându-se, astfel, ușor, comparativ cu luna decembrie.

Pe ansamblul perioadei decembrie 2014 – februarie 2015, randamentul mediu al depozitelor noi la termen și-a prelungit declinul (-0,28 puncte procentuale, până la 1,60 la sută); ajustări descendente au fost consemnate atât la nivelul populației (-0,53 puncte procentuale, până la 2,41 la sută), cât și la cel al societăților nefinanciare (-0,32 puncte procentuale, până la 1,03 la sută), valorile astfel atinse reprezentând noi minime post-1990. Rata medie a dobânzii pentru creditele noi a rămas însă aproape constantă (-0,02 puncte procentuale, până la 6,53 la sută), în condițiile în care influența reducerii consemnate pe sectorul companiilor (-0,39 puncte procentuale, până la 5,19 la sută – un nou minim al perioadei post-1990) a fost contrabalansată de efectele mișcării de sens opus evidențiate pe segmentul populației (+0,19 puncte procentuale, până la 8,0 la sută în februarie); cea din urmă s-a datorat însă exclusiv unor modificări de structură (diminuarea ponderii creditelor noi pentru locuințe în total credite noi ale populației, în contextul derulării procesului de alocare a plafoanelor de garanții aferente programului „Prima Casă”), ratele medii ale dobânzilor la creditele noi de consum și locuințe înregistrând scăderi pe ansamblul perioadei analizate.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a corectat la începutul trimestrului I 2015 creșterea acumulată în lunile anterioare, iar fluctuațiile consemnate ulterior de acesta au tins să se tempereze, în condițiile ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale ca urmare a deciziilor adoptate/măsurilor implementate de BCE, precum și a mesajelor și semnalelor transmise de Fed referitoare la perspectiva normalizării politicii monetare în SUA.

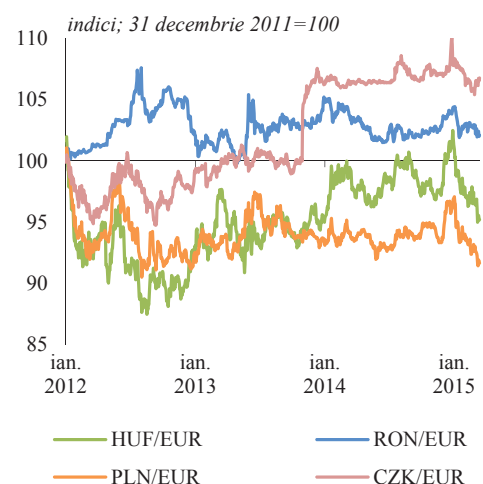
Cursul de schimb leu/euro și-a continuat în prima parte a lunii ianuarie 2015 creșterea relativ alertă amorsată în trimestrul IV 2014, în condițiile în care aversiunea globală față de risc a continuat să fie alimentată de temerile privind rezultatul

¹¹ Exprimat ca medie a cotațiilor *bid* și *ask*.

alegerilor din Grecia și perspectiva creșterii economice a zonei euro, precum și de îngrijorările legate de situația financiară a unor bănci din regiune, generate de aprecierea abruptă a francului elvețian¹². Spre finele lunii, ratele de schimb ale monedelor din regiune, inclusiv cea a leului, au suferit însă o corecție descendentă abruptă, sub influența ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale ca urmare a aprobării și anunțării de către BCE a programului extins de cumpărări de active, ale cărui caracteristici au depășit așteptările; evoluția raportului leu/euro a reflectat totodată impactul anunțului JP Morgan privind creșterea ponderii și a scadenței titlurilor românești incluse în indicii piețelor de obligațiuni în monedă națională. Intervalul s-a caracterizat și printr-o accentuare sensibilă a trendului de întărire a dolarului SUA în raport cu principalele monede, condiții în care deprecierea lunară a leului în raport cu moneda americană (6,5 la sută în termeni nominali) a devansat-o sensibil pe cea înregistrată față de euro (0,6 la sută).

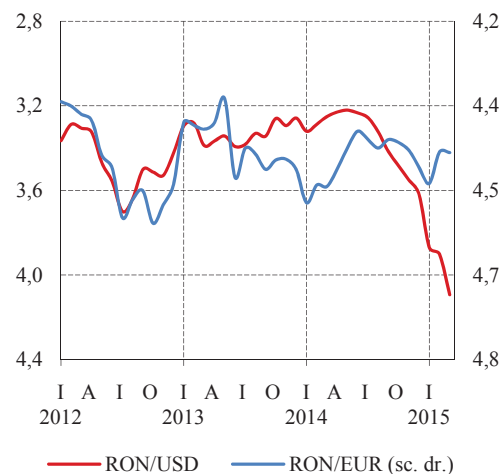
La începutul lunii februarie rata de schimb leu/euro a reintrat temporar pe un trend ușor crescător – decuplându-se astfel de mișcarea cursurilor de schimb ale altor monede din regiune –, evoluția acesteia reflectând influența nefavorabilă relativ mai intensă exercitată în această perioadă asupra pieței financiare locale de trenarea adoptării unei soluții în cazul Greciei și de reintensificarea tensiunilor geopolitice. Spre finele perioadei evoluția raportului leu/euro s-a realiniat însă tendinței ușor descendente prevalente pe plan regional, în condițiile ameliorării sentimentului piețelor financiare ca urmare a încheierii la nivelul Eurogrup a unui acord privind extinderea cu 4 luni a programului de asistență financiară acordată Greciei, dar și ale prezervării trendului favorabil al fundamentelor economiei românești¹³. În prima parte a lunii martie cursul de schimb leu/euro a tins să se stabilizeze, pentru ca ulterior el să consemneze o nouă ajustare coborâtoare¹⁴, pe fondul scăderii aversiunii globale față de risc, impulsionate de: (i) demararea de către BCE, în data de 9 martie, a programului extins de cumpărări de active, dar în special de (ii) modificarea anticipațiilor referitoare la momentul inițializării și, mai ales, la pasul normalizării politicii monetare în SUA, ca urmare a ședinței FOMC din 17-18 martie.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BCE, BNR

Cursul de schimb nominal



¹² Ca urmare a deciziei neașteptate a Băncii Naționale a Elveției de a renunța la plafonarea ratei sale de schimb față de euro.

¹³ Datele statistice privind dinamica PIB din trimestrul IV 2014 – estimare *semnal*, indicele producției industriale și cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul din luna decembrie fiind în linie cu/ușor peste așteptările analiștilor financiari.

¹⁴ În sensul scăderii cursului de schimb pare să fi acționat și plasarea peste așteptări a unor indicatori statistici publicați în acest interval, în special cei referitori la execuția bugetului consolidat din primele două luni ale anului 2015 și la evoluția contului curent din ianuarie (consemnarea unui excedent record).

Pe piața valutară interbancară, aceste influențe au avut ca rezultat creșterea semnificativă a rulajului (martie), mai ales pe seama tranzacțiilor efectuate de nerezidenți; evoluția a fost acompaniată de amplificarea temporară a cererii excedentare a rezidenților (ianuarie și martie) – datorată inclusiv unor operațiuni cu caracter conjunctural –, astfel încât deficitul pieței valutare interbancare a consemnat o relativă creștere.

Pe ansamblul trimestrului I, leul s-a apreciat în raport cu euro¹⁵ cu 0,6 la sută în termeni nominali și cu 1,8 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, leul s-a depreciat cu 11,6 la sută în termeni nominali și cu 10,6 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea acestuia a crescut semnificativ în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale a cursului de schimb, în trimestrul I leul și-a sporit aprecierea nominală în raport cu euro, dar și deprecierea nominală față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul decembrie 2014 – februarie 2015, dinamica¹⁶ masei monetare (M3) a revenit pe o traiectorie crescătoare (6,9 la sută, față de 3,8 la sută în perioada septembrie-noiembrie 2014), reflectând majorarea plăților efectuate în contul fondurilor europene (în primele două luni ale perioadei¹⁷), dar, mai ales, a cheltuielilor bugetare (la finele anului 2014); în sens opus au acționat realocarea parțială a deținerilor de monedă înspre instrumente financiare alternative, precum și, posibil, creșterea rambursărilor de datorie (internă și externă¹⁸) a sectorului privat nebanca.

Accelerarea dinamicii M3 a fost indusă de majorarea la un nivel record din perspectiva ultimilor doi ani a vitezei de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1), la care au contribuit ambele

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali							
	2014				2015			
	I	II	III	IV	ian.	feb.	ritm mediu al trimestrului	
M3	7,8	5,2	4,6	5,1	7,3	6,0		
M1	15,0	10,7	10,0	11,9	18,3	15,2		
Numerar în circulație	13,4	9,3	9,9	11,5	15,9	14,4		
Depozite <i>overnight</i>	15,9	11,5	10,2	12,1	19,6	15,7		
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	3,1	1,5	0,8	0,4	-0,5	-0,6		

Sursa: INS, BNR

¹⁵ În același interval, zlotul și forintul s-au apreciat în termeni nominali cu 2,2 și, respectiv, 2,4 la sută în raport cu moneda unică europeană.

¹⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2014 – februarie 2015.

¹⁷ Conform datelor din comunicatele de presă ale APIA, în decembrie 2014 s-au efectuat plăți în contul subvențiilor pentru cultură și pentru creșterea animalelor, al despăgubirilor pentru pagubele provocate de fenomenele meteorologice în anul 2014 în sectoarele apicol și vegetal și al ajutoarelor financiare destinate achiziționării unor categorii de animale din rase specializate, iar în ianuarie 2015 s-au efectuat plăți în sectorul vegetal și plăți pe suprafață (cele din urmă s-au realizat prin intermediul unui împrumut acordat de MFP către MADR, conform HG nr. 10/2015). Totodată, MFP a acordat Autorităților de Management împrumuturi pentru efectuarea unor plăți către beneficiarii eligibili de fonduri europene (HG nr. 13/2015, HG nr. 106/2015).

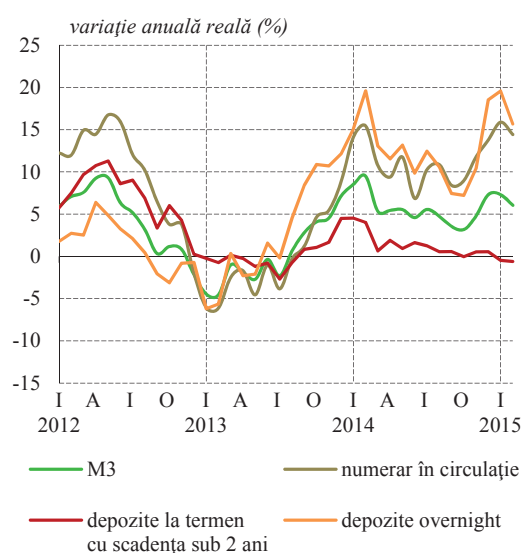
¹⁸ Conform datelor provizorii din balanța de plăți, volumul mediu lunar al rambursărilor de împrumuturi externe ale sectorului nebanca din perioada decembrie 2014 – februarie 2015 l-a devansat pe cel din intervalul septembrie-noiembrie 2014.

sale componente principale¹⁹. În schimb, dinamica depozitelor la termen sub doi ani a reintrat în teritoriul negativ (după un an și jumătate de valori pozitive), exclusiv pe seama comportamentului depunerilor companiilor, în special al celor în valută. În acest context, componenta denominată în lei și-a consolidat ponderea majoritară în cadrul masei monetare (71,0 la sută, cea mai mare valoare medie atinsă din trimestrul III 2012 până în prezent).

Analiza structurii pe sectoare instituționale a M3 evidențiază majorarea dinamicii depozitelor sectoarelor nefinanciare și reducerea celei aferente plasamentelor instituțiilor financiare nemonetare. În cazul populației, avansul s-a corelat cu creșterea veniturilor salariale²⁰ – inclusiv pe seama achitării în avans față de eșalonarea programată inițial a unor drepturi câștigate în urma hotărârilor judecătorești²¹ –, precum și cu majorarea plăților efectuate în contul fondurilor europene. În cazul depozitelor societăților nefinanciare, determinanții creșterii dinamicii i-au constituit suplimentarea plăților efectuate către beneficiarii fondurilor europene, precum și majorarea anumitor categorii de cheltuieli bugetare (rambursări în contul TVA²², cheltuieli cu bunurile și serviciile²³). În ceea ce privește reducerea dinamicii plasamentelor din M3 ale instituțiilor financiare nemonetare, aceasta s-a datorat, cel mai probabil, relativei intensificări a realocării unor dețineri de monedă către alte categorii de instrumente financiare (titluri de stat în lei, depozite în lei cu scadența peste doi ani).

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, creșterea dinamicii acestui agregat monetar a reflectat ascensiunea variației deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor de credit, reducerea celei aferente depozitelor administrației publice centrale, precum și încetinirea declinului pasivelor financiare pe termen lung²⁴; o influență de sens opus, dar de intensitate mai mică, a exercitat diminuarea vitezei de creștere a activelor externe nete ale sistemului bancar.

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

¹⁹ Variația numerarului în circulație a atins recordul ultimelor 9 trimestre, iar cea a depozitelor ON a avut cea mai mare valoare din trimestrul III 2008 până în prezent.

²⁰ Mediile ritmurilor de creștere anuală în termeni reali a câștigurilor salariale nete pe total economie și respectiv a cheltuielilor bugetare de personal au fost cele mai mari din ultimii 6 ani.

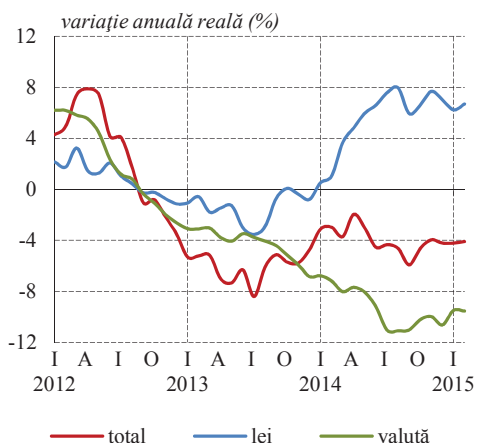
²¹ Conform HG nr. 935/2014 privind suplimentarea bugetului MEN pentru plata sumelor prevăzute în hotărârile judecătorești devenite executorii până la data de 31 decembrie 2013 și Notei de fundamentare a OUG cu privire la rectificarea bugetului de stat pe anul 2014 și unele măsuri bugetare.

²² Conform datelor de pe *website*-ul ANAF, volumul rambursărilor de TVA din această perioadă a fost cel mai mare din ultimii trei ani.

²³ Conform datelor privind execuția bugetară, cheltuielile bugetare cu bunurile și serviciile efectuate în luna decembrie 2014 au consemnat cea mai înaltă dinamică anuală din ultimele 11 luni.

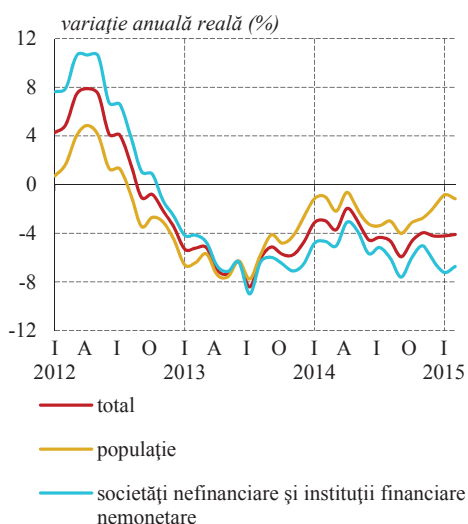
²⁴ Inclusiv conturile de capital.

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat

În perioada decembrie 2014 – februarie 2015, variația²⁵ creditului acordat sectorului privat și-a redus ușor valoarea negativă (-4,2 la sută, față de -4,8 la sută în perioada septembrie-noiembrie 2014), evoluția reflectând în principal atenuarea contracției componente în valută (exprimată în euro), asociată efectului statistic al creșterii cursului de schimb EUR/CHF și respectiv EUR/USD^{26,27}; dinamica împrumuturilor în lei a continuat să se reducă ușor, însă s-a menținut foarte înaltă din perspectiva ultimilor șase ani. Ponderea medie a componente în valută în totalul creditului acordat sectorului privat și-a prelungit scăderea (56,3 la sută, minimul înregistrat din trimestrul IV 2008 până în prezent).

La nivelul sectoarelor instituționale, evoluția a fost divergentă, variația creditului acordat persoanelor fizice atenuându-și declinul, iar cea aferentă societăților nefinanciare avansând în teritoriul negativ. Evoluția dinamicii finanțării bancare a populației a reflectat cu precădere majorarea volumului creditelor noi și restrângerea fluxului de credite neperformante scoase din bilanțul instituțiilor de credit²⁸; acestora li s-a asociat efectul statistic al aprecierii francului elvețian și respectiv a dolarului SUA. Analiza structurii pe monede a creditelor populației relevă prelungirea creșterii variației componente în lei (maximul înregistrat din trimestrul IV 2008 până în prezent), pe fondul menținerii la un nivel foarte înalt a vitezei de creștere a creditelor pentru locuințe²⁹, precum și al atenuării dinamicii negative a creditului pentru consum și alte scopuri³⁰. În ceea ce privește împrumuturile acordate societăților nefinanciare, reducerea dinamicii acestora s-a corelat cu scăderea fluxului de credite noi și cu creșterea volumului de credite externalizate din bilanțul instituțiilor de credit; deteriorarea de ritm s-a regăsit la componenta în lei (datorată evoluției creditelor pe termen scurt și/sau acordate pe descoperit de cont), variația celei în valută (calculată pe baza soldului exprimat în euro) menținându-se relativ stabilă.

²⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2014 – februarie 2015.

²⁶ Variația creditului în valută (exprimat în euro) degrevată de influența statistică a aprecierii francului elvețian și respectiv a dolarului SUA a avansat în teritoriul negativ.

²⁷ Un efect statistic a avut și scăderea ratei anuale a inflației.

²⁸ Calculate pe baza datelor din statistica monetară.

²⁹ Dinamica împrumutului în lei pentru locuințe a continuat să fie afectată de disiparea efectului de bază asociat introducerii în anul 2013 a variantei programului guvernamental „Prima Casă” exclusiv în lei.

³⁰ Creditele pentru consum, pentru alte scopuri și pentru dezvoltarea afacerilor au fost analizate sub forma unui indicator unic, în vederea eliminării efectului modificărilor metodologice statistice introduse din luna ianuarie 2015.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Rata anuală a inflației IPC este proiectată la valorile de 0,2 la sută și de 1,9 la sută la finele anilor 2015 și, respectiv, 2016. Sub impactul măsurii de extindere a cotei reduse a TVA, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a se situa la valori negative în prima jumătate a intervalului de prognoză. Ulterior dispărării, la finele trimestrului II 2016, a efectului de runda întâi al măsurii fiscale, inflația de bază este anticipată a se încadra pe o traiectorie ușor ascendentă – rămânând însă la valori relativ scăzute până la orizontul proiecției – ca urmare a reînscrierii anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici pe o traiectorie crescătoare și a reducerii impactului dezinflaționist al deviației PIB. Situatia ratei anuale a inflației IPC în teritoriu pozitiv la finele anului 2015, respectiv revenirea în interiorul intervalului țintă la sfârșitul anului 2016, reflectă în principal contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare. Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente indică o balanță relativ echilibrată pe termen scurt, dar înclinată în sensul unor abateri în jos de la scenariul de bază pe termen mediu, îndeosebi pe seama incertitudinilor asociate evoluțiilor mediului intern.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a PIB UE efectiv¹ prevede redresarea acestuia cu ritmuri de creștere marginal superioare celor anticipate în Raportul asupra inflației din luna februarie 2015. Astfel, *gap*-ul cererii externe², deși în continuare negativ, este de așteptat să exercite, comparativ cu runda anterioară de proiecție, un impact mai puțin restrictiv la adresa activității economice interne.

Redresarea activității economice din zona euro beneficiază în continuare de efectul favorabil indus de situarea la un nivel relativ redus a prețului internațional al petrolului, de evoluțiile recente la nivelul încrederii agenților economici, pe fondul progresului realizat în legătură cu reformele structurale și al consolidării fiscale, precum și de impactul favorabil al noilor măsuri de politică

Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2015	2016
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,43	1,96
Inflația anuală din zona euro (%)	0,04	1,15
Inflația anuală IPC SUA (%)	0,18	2,13
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,02	0,03
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,08	1,05
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	57,9	64,6

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

¹ UE-28 excluzând România. Pentru detalii cu privire la construcția acestui indicator, a se consulta Raportul asupra inflației, ediția din luna noiembrie 2012, p. 36.

² Aproximat prin *gap*-ul PIB UE efectiv, considerat măsura relevantă pentru evaluarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

monetară implementate de BCE³. Prin influența lor potențială asupra cursului de schimb, a costurilor de creditare și a prețurilor activelor este de așteptat ca aceste măsuri să estompeze efectele încă nefavorabile asupra dinamicii activității economice induse de persistența: tensiunilor geopolitice, unui grad relativ redus de utilizare a capacităților de producție în mai multe țări (cu efect negativ asupra cheltuielilor cu investițiile), unor rate ridicate ale șomajului care reflectă inclusiv probleme de natură structurală pe piața muncii, unei tendințe de reducere a gradului de îndatorare a gospodăriilor populației, tendință care la nivelul sectorului corporativ a cunoscut o atenuare în ultima perioadă⁴.

Prognoza ratei anuale a inflației IAPC din zona euro prevede menținerea acesteia la niveluri foarte reduse pe termen scurt, urmate de o majorare treptată până la orizontul de proiecție, valorile consemnate situându-se însă, în continuare, sub nivelul considerat de BCE a fi compatibil cu stabilitatea prețurilor. În contextul accentuării relaxării politicii monetare a BCE, dinamica ascendentă a ratei anuale a inflației IAPC este susținută inclusiv de: perspectivele de creștere economică relativ mai favorabile cu impact de reducere progresivă a deficitului de cerere agregată, recenta depreciere a euro față de dolarul SUA și, respectiv, inversarea tendinței de reducere a prețului petrolului de la nivelurile scăzute înregistrate la începutul anului curent. Pentru 2015, rata anuală a inflației din SUA este prognozată la valori foarte reduse, apropiate de cele din zona euro, perspectivă reflectată și în anticiparea unei posibile amânări a deciziei Fed de creștere a ratei dobânzii de politică monetară. Dinamica anticipată pentru 2016 este consistentă cu obiectivele pe termen lung ale Fed.

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este prognozată a se menține la valori minime, inferioare celor anticipate în precedenta rundă de prognoză, pe fondul persistenței politicii monetare expansioniste a BCE având drept scop îndeplinirea mandatului privind stabilitatea prețurilor.

Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară tendință de depreciere a monedei europene pe termen scurt, urmată de o cvasistabilizare până la orizontul proiecției.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede, în trimestrul II 2015, revenirea dinamicii trimestriale la valori pozitive. Pentru

³ În ședința din 22 ianuarie 2015 BCE a decis lansarea unui nou program de măsuri neconvenționale de relaxare monetară menit să prevină stagnarea economiei zonei euro și să asigure convergența sustenabilă a inflației către țintă. Aceste măsuri, implementate începând cu 9 martie 2015, sunt programate a continua cel puțin până în septembrie 2016 și se referă la extinderea programului de cumpărare de active, achizițiile cumulate de titluri emise de sectorul public și de cel privat urmând a totaliza un volum maxim de 60 miliarde euro lunar.

⁴ Sursa: Buletinul economic al BCE nr. 2/2015.

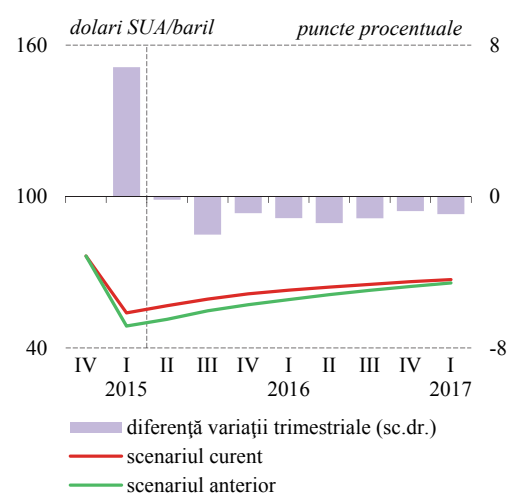
restul intervalului de prognoză este anticipată menținerea dinamicii pozitive în termeni trimestriali, pe fondul anticipării creșterii cererii de petrol la nivel global odată cu consolidarea procesului de creștere economică, concomitent cu reducerea ușoară a ofertei de petrol din cauza investițiilor insuficiente și a pierderii parțiale a capacității de producție în unele țări producătoare de petrol.

1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției, rata anuală a inflației IPC se va situa la nivelul de 0,2 la sută la finele anului 2015, și la 1,9 la sută la sfârșitul anului 2016, valori situate sub limita inferioară și, respectiv, în jumătatea inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Sub impactul măsurii de extindere a cotei reduse a TVA⁵, rata anuală a inflației IPC este preconizată a înregistra valori negative începând cu trimestrul II al anului 2015 și până în trimestrul I 2016, cu excepția sfârșitului anului în curs. După epuizarea, în trimestrul II 2016, a efectului de runda întâi⁶ al măsurii fiscale menționate, rata anuală a inflației este proiectată în creștere până la valoarea de 1,5 la sută, urmând a reintra în interiorul intervalului țintei începând cu trimestrul IV 2016. În ceea ce privește rata medie anuală a inflației IPC, aceasta este prevăzută a înregistra valori inferioare intervalului țintei pe tot orizontul de prognoză.

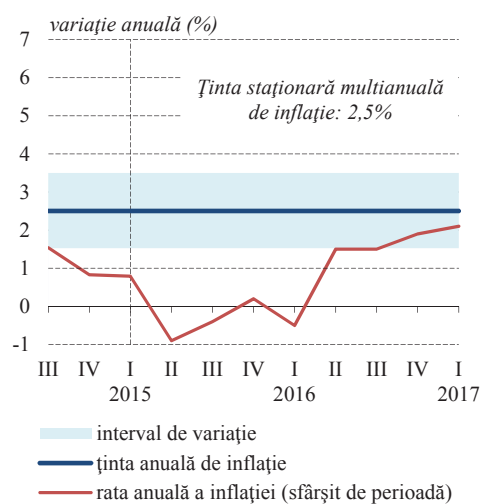
Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna februarie 2015, valoarea anticipată a ratei anuale a inflației este mai redusă cu 1,9 puncte procentuale la sfârșitul anului 2015 și cu 0,5 puncte procentuale la finele celui viitor. Pentru anul curent, această revizuire este rezultatul contribuțiilor semnificativ mai reduse provenind din partea inflației CORE2 ajustat, a prețurilor administrate și a celor ale LFO, în timp ce prețurile combustibililor au un aport mai ridicat. Pentru anul 2016, influențe în sensul reducerii ratei inflației IPC provin din partea inflației CORE2 ajustat, a prețurilor administrate și a celor ale combustibililor, în timp ce celelalte componente ale coșului de consum exercită un impact similar celui din Raportul asupra inflației precedent.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



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

Previțiuni privind evoluția inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual.

Sursa: INS, proiecție BNR

⁵ Guvernul a adoptat pe data de 7 aprilie 2015 Ordonanța de urgență pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal care prevede extinderea cotei reduse a taxei pe valoarea adăugată (9 la sută) la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, cu excepția băuturilor alcoolice începând cu luna iunie a anului curent. Măsura va afecta prețurile a aproximativ 32 la sută din bunurile și serviciile aflate în coșul de consum al populației.

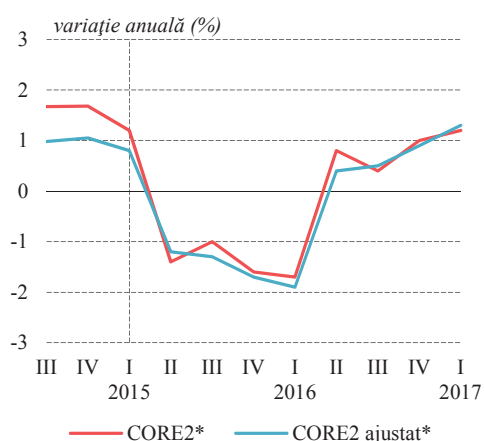
⁶ Efectul de runda întâi reprezintă impactul direct al modificării cotei TVA asupra prețurilor de consum și, implicit, asupra ratei inflației IPC. În timp ce efectul asupra nivelurilor prețurilor este permanent, cel exercitat asupra inflației este temporar, afectând rata lunară doar în luna în care se încorporează în prețuri noua cotă a TVA și rata anuală a inflației pe parcursul a 12 luni.

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (procente)								
	2015			2016				2017	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	
Proiecție*	-0,9	-0,4	0,2	-0,5	1,5	1,5	1,9	2,1	

*) sfârșit de perioadă

Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

În cadrul runde curente de proiecție, măsura cu privire la extinderea cotei reduse a TVA este anticipată a avea un impact semnificativ asupra indicelui CORE2 ajustat, îndeosebi prin intermediul grupei produselor alimentare procesate⁷, și asupra prețurilor LFO. Experiența modificărilor anterioare ale cotei TVA în România⁸, precum și cele identificate în cazul altor țări⁹ au relevat, pe de o parte, faptul că cea mai mare parte a impactului de runda întâi s-a transmis în prețurile de consum în prima lună în care modificarea a intrat în vigoare, iar, pe de altă parte, posibilitatea transmiterii incomplete a impactului contabil¹⁰ asupra prețurilor de vânzare finale în condițiile în care o parte a șocului poate fi preluat în marjele de profit ale producătorilor și comercianților. Aceste observații factuale coroborate unei reduceri preconizate a deficitului de cerere care poate favoriza un comportament de refacere a marjelor de profit ale producătorilor¹¹ au fost luate în considerare pentru fundamentarea ipotezei privind gradul de transmitere a efectului contabil maximal al reducerii cotei TVA asupra prețurilor de consum. În timp ce efectele de runda întâi se vor disipa în întregime după un an de la inițierea lor, perspectiva pe termen mediu a ratei anuale a inflației este influențată de persistența manifestării efectelor de runda a doua¹².

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată la valori negative în prima jumătate a intervalului de prognoză, sub impactul efectelor de runda întâi și runda a doua ale măsurii fiscale cu privire la extinderea cotei reduse a TVA, acestea fiind ușor atenuate de diminuarea graduală a influenței dezinflaționiste a deficitului de cerere, susținută de consolidarea previzionată a cererii interne. La sfârșitul trimestrului II 2016, când efectul de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA nu va mai avea impact în calculul inflației anuale CORE2 ajustat, aceasta va cunoaște un

⁷ Ponderea produselor alimentare procesate în ansamblul coșului CORE2 ajustat este de 50 la sută.

⁸ Ultimele două modificări au avut loc în data de 1 iulie 2010, când cota standard a TVA a fost majorată de la 19 la sută la 24 la sută (pentru detalii a se vedea Rapoartele asupra inflației din lunile august și noiembrie 2010), respectiv în data de 1 septembrie 2013, când cota TVA a fost redusă de la 24 la sută la 9 la sută pentru unele produse de panificație (pentru detalii a se vedea Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2013).

⁹ De exemplu, Ungaria în ianuarie 2006, Marea Britanie în decembrie 2008 și Letonia în iulie 2012 au redus cota TVA, iar Ungaria în septembrie 2006 și în iulie 2009, Republica Cehă în ianuarie 2008, Olanda în octombrie 2012 și Marea Britanie în ianuarie 2010 și ianuarie 2011 au crescut cota TVA.

¹⁰ Măsura cu privire la extinderea cotei reduse a TVA care va intra în vigoare începând cu 1 iunie 2015 implică un efect contabil maximal asupra prețurilor bunurilor de consum de -3,8 la sută.

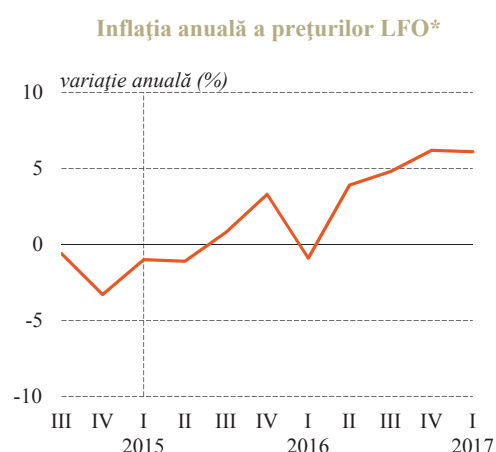
¹¹ În special după impunerea de restricții la importul de produse alimentare de către Rusia, producătorii autohtoni din industria agroalimentară au resimțit o intensificare a concurenței, cu posibile efecte de reducere a marjei comerciale.

¹² Acestea cuantifică impactul indirect prin diferite mecanisme economice al modificării cotei TVA asupra ratei inflației și se caracterizează prin faptul că sunt mai persistente decât efectele de runda întâi. Pentru o descriere teoretică detaliată a acestor efecte a se vedea surse precum Glosarul de termeni, tematica Politică Monetară, disponibil pe *website*-ul BNR, sau Raportul asupra inflației din luna august 2010.

salt semnificativ, reintrând apoi, pe restul intervalului de prognoză, pe o traiectorie ușor crescătoare. Această evoluție este de așteptat a fi rezultatul reînscriserii anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici – marcate la rândul lor de epuizarea efectului de runda întâi al măsurii fiscale – pe o traiectorie ascendentă și al reducerii impactului dezinflaționist al deviației PIB¹³, influențe atenuate de diminuarea presiunilor inflaționiste provenind din partea prețurilor de import¹⁴.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna februarie 2015, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos cu 3 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și cu 0,5 puncte procentuale la finele celui viitor. Direcția și magnitudinea acestei revizuirii sunt în principal rezultatul influenței substanțiale a noilor informații cu privire la extinderea cotei reduse a TVA cu impact inclusiv asupra anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, situate în runda curentă de prognoză la niveluri semnificativ mai scăzute, și al unor presiuni inflaționiste mai puțin accentuate provenind din partea prețurilor de import¹⁵. În sens contrar acționează doar plasarea deviației PIB la niveluri relativ mai puțin restrictive, îndeosebi în partea a doua a intervalului de proiecție.

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt proiectate în scădere în trimestrul II 2015 pe fondul reducerii cotei TVA aplicabile acestei categorii de produse, dinamica anuală a grupei fiind încă influențată de efectele recoltei agricole abundente din vara anului 2014 și de șocurile tranzitorii asociate comerțului internațional cu produse din subgrupa „legume și fructe”. Începând cu trimestrul III 2015, dinamica acestora va fi marcată de manifestarea unor efecte de bază nefavorabile în contextul ipotezei obținerii unor recolte agricole normale în 2015 și 2016, precum și de efecte sezoniere specifice acestei categorii de produse. Și în cazul acestei grupe a coșului IPC, rata anuală a inflației va cunoaște un salt semnificativ la sfârșitul trimestrului II 2016 odată cu epuizarea efectului de runda întâi al extinderii cotei reduse a TVA. Contribuția grupei la rata anuală a inflației IPC este de 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent – mai redusă cu 0,2 puncte procentuale comparativ cu cea proiectată în Raportul asupra inflației precedent – și de



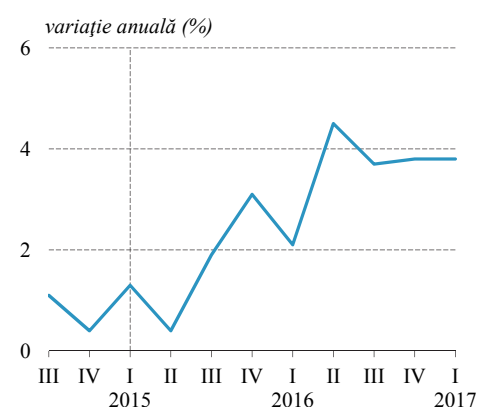
*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

¹³ Impactul deviației PIB asupra inflației anuale CORE2 ajustat este calculat ca medie mobilă pe ultimele patru trimestre. În termeni trimestriali, impactul dezinflaționist al deviației PIB este anticipat a se disipa total în a doua parte a anului 2016, urmând ca în proximitatea orizontului de proiecție să se înregistreze un ușor exces de cerere.

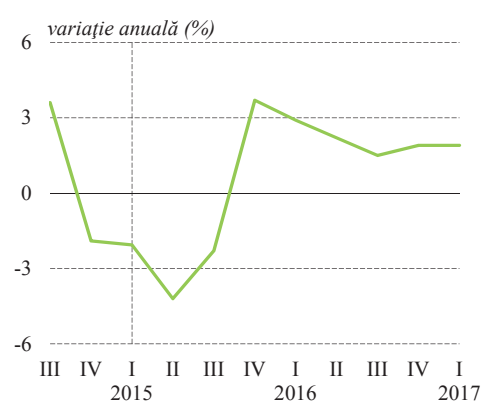
¹⁴ Îndeosebi pe fondul dispărării șocului ocazionat de deprecierea recentă semnificativă a euro față de dolarul SUA, care a avut un impact nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și, implicit, asupra ratei anuale a inflației prețurilor de import.

¹⁵ În principal ca efect al revizuirii în sens descendent a prognozei privind evoluția prețurilor externe „efective” (indicator compozit care cuantifică impactul asupra ratei interne a inflației al dinamicii prețurilor din zona euro și SUA, în raport cu ponderea celor două regiuni în comerțul internațional al României).

Inflația anuală a prețurilor administrate*

*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*

*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

0,4 puncte procentuale la finele celui viitor – valoare similară celei anticipate în raportul anterior.

Configurarea traiectoriei ratei anuale a inflației la produsele din tutun și băuturi alcoolice are la bază în principal legislația în vigoare privind modalitatea de stabilire a nivelului accizelor aplicabile acestor produse¹⁶, în condițiile în care celelalte elemente de fundamentare a prețurilor de vânzare, specifice fiecărei firme, sunt de așteptat a avea doar un aport marginal. Similar Raportului asupra inflației din luna februarie 2015, contribuția anticipată a dinamicii prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice la inflația anuală IPC este de 0,2 puncte procentuale la finele anului 2015 și de 0,1 puncte procentuale la sfârșitul anului 2016.

Scenariul de variație a prețurilor administrate încorporează informațiile provenite de la autoritățile de profil interne, precum și cele mai recente evoluții ale diferitelor categorii de prețuri administrate. Prognoza pentru dinamica anuală a grupei se situează la 3,1 la sută în decembrie 2015 și la 3,8 la sută la sfârșitul anului 2016, valori aflate sub nivelurile anticipate în runda precedentă cu precădere în anul curent, pe fondul reevaluării dinamicii componenteii „gaze naturale” pentru luna aprilie¹⁷ și al revizuirii traiectoriei prognozate pentru prețurile la medicamente¹⁸.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este anticipată a înregistra valori negative în trimestrele II și III 2015, urmând să reintre în teritoriu pozitiv în trimestrul IV al anului curent (3,7 la sută în luna decembrie, valoare revizuită în sus cu 7,8 puncte procentuale față de runda anterioară) în contextul anticipării menținerii la valori negative a variației anuale a prețului internațional al petrolului, cu intensități mai reduse însă comparativ cu cele prognozate anterior. Începând din trimestrul I 2016, dinamica anuală pozitivă prevăzută pentru prețul țițeiului și reînscirerea anticipațiilor privind inflația, cu impact și asupra acestei grupe a coșului IPC, pe o pantă crescătoare contribuie la consolidarea re poziționării prețurilor combustibililor pe o traiectorie ascendentă. În consecință, inflația anuală a grupei este anticipată a atinge 1,9 la sută la finele anului viitor.

¹⁶ Conform Codului fiscal în vigoare, începând cu anul 2016 nivelul accizelor pentru țigarete este prevăzut a fi actualizat, la data de 1 aprilie a fiecărui an, cu inflația medie anuală calculată în luna septembrie a anului anterior celui de aplicare.

¹⁷ Pentru luna aprilie 2015 este estimată o reducere de 3,9 la sută a prețurilor pentru furnizarea reglementată a gazelor naturale la clienții casnici. Pentru detalii a se consulta Comunicatul ANRE din data de 27 martie anul curent cu privire la prețurile pentru furnizarea reglementată a gazelor naturale la clienții, disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-27-03-2015-preturi-furnizare-reglementata-gaze-naturale-clienti-casnici>.

¹⁸ Pe baza solicitării Ministerului Sănătății adresate tuturor Deținătorilor de Autorizație de Punere pe Piață sau reprezentanților acestora de a actualiza toate prețurile medicamentelor de uz uman, în conformitate cu Ordinul Ministrului Sănătății nr. 75/2009. Pentru detalii a se consulta Comunicatul Ministerului Sănătății din data de 23 februarie 2015, disponibil la adresa: <http://www.ms.ro/index.php?pag=62&id=14623&pg=1>.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale unor alimente (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2015 și de 1,3 puncte procentuale la finele celui viitor.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție¹⁹

Deviația PIB

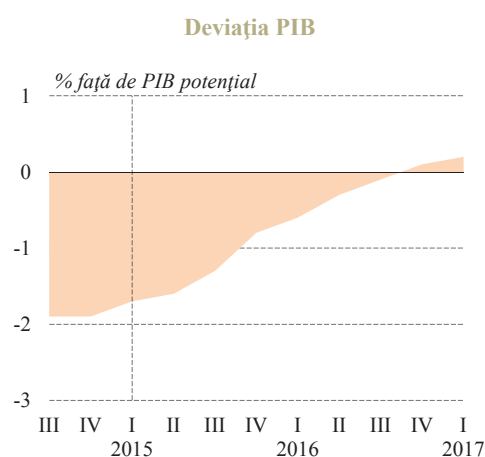
În trimestrul IV 2014 PIB real ajustat sezonier a înregistrat o creștere de 0,7 la sută față de trimestrul anterior²⁰, variația corespunzătoare în termeni anuali fiind de 2,7 la sută²¹. Evoluția unor indicatori macroeconomici reprezentativi (precum indicatorul de încredere în economie, volumul comerțului cu amănuntul cu excepția auto-moto sau indicele producției industriale) sugerează menținerea dinamicii trimestriale a PIB real în teritoriu pozitiv și pe parcursul trimestrului I 2015²².

Potențialul de creștere a PIB pe parcursul anului curent și al celui următor este asigurat de stabilizarea dinamicilor pozitive ale factorilor de producție reprezentați de stocul de capital (în condițiile anticipării unui proces de redresare graduală a formării brute de capital fix), respectiv forța de muncă (date fiind tendințele favorabile de evoluție a ratei de activitate și a gradului de ocupare). În paralel, productivitatea totală a factorilor este proiectată a se menține pe un trend ascendent²³, sub impactul cumulat al: (i) eforturilor de continuare a progreselor în absorbția fondurilor europene structurale și de coeziune²⁴ (inclusiv prin măsuri de

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2015	2016
Prețuri administrate	0,6	0,7
Combustibili	0,3	0,2
Prețuri LFO	0,2	0,4
CORE2 ajustat	-1,0	0,6
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,1

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



Sursa: INS, proiecție BNR

¹⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.

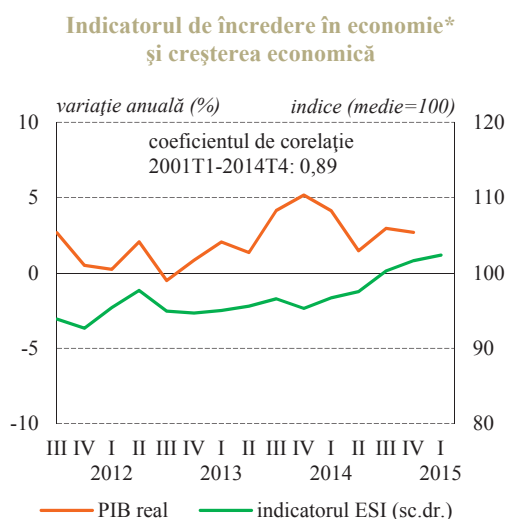
²⁰ Conform comunicatului INS nr. 81 din 7 aprilie 2015. Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna februarie 2015, seriile PIB și componentele acestuia au consemnat, în general, revizuirii moderate pe intervalul istoric.

²¹ Calculată pe baza datelor neajustate sezonier.

²² În trimestrul I 2015 comparativ cu trimestrul anterior, indicatorul de încredere în economie a crescut cu 0,8 puncte (dinamică indusă în principal de avansul cu 5,6 puncte înregistrat în cazul consumatorilor), iar comerțul cu amănuntul (cu excepția auto-moto) și producția industrială au înregistrat creșteri de 1,5 la sută și, respectiv, 1,1 la sută în perioada ianuarie-februarie 2015 față de mediile aferente trimestrului IV 2014.

²³ Pe parcursul anului 2015, dinamica trendului productivității totale a factorilor este impulsivă și de perpetuarea efectelor performanței sectorului agricol din anul precedent (efecte de tip *carry-over*). Această ajustare are rolul de a surprinde ipoteza conform căreia anii agricoli buni sau nefavorabili nu influențează deviația PIB, respectiv nu generează presiuni inflaționiste sau dezinflaționiste suplimentare din partea cererii.

²⁴ La perspectivele continuării măsurilor de creștere a capacității administrative a structurilor angrenate în managementul fondurilor europene se adaugă suprapunerea, în intervalul 2014-2015, a atragerilor de fonduri din exercițiile financiare 2007-2013 și, respectiv, 2014-2020.



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

adresare a rigidităților instituționale), cu efecte de impulsie a programelor de perfecționare profesională și re tehnologizare a unităților de producție, precum și al (ii) semnalelor privind atenuarea ajustării bilanțurilor agenților economici, care creează posibilități de finanțare a proiectelor destinate creșterii eficienței utilizării resurselor. În cadrul acestui scenariu rămân însă marcante incertitudinile asociate evoluției mediului extern și volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor din regiune, cu potențial de a abate dinamica factorilor de producție de la evoluțiile menționate anterior.

Deviația negativă a PIB din trimestrul IV 2014 este evaluată la o valoare apropiată celei din runda anterioară de proiecție, sub impactul cumulat al evoluției PIB real în trimestrul IV 2014 în linie cu valoarea prognozată, al revizuirilor moderate operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real ajustate sezonier și al reevaluării marginale a impactului determinantilor deviației PIB. Deficitul de cerere din trimestrul I 2015 este apreciat a se reduce comparativ cu cel aferent trimestrului anterior, evoluție datorată, în condițiile menținerii influenței restrictive din partea cererii externe și a impulsului fiscal²⁵, caracterului stimulative al condițiilor monetare reale în sens larg din trimestrul IV 2014. În structura celor din urmă, influențe favorabile provin din partea ratelor reale ale dobânzilor bancare și, respectiv, a deviației cursului de schimb real efectiv al leului de la tendința de evoluție pe termen mediu (cu impact asupra exporturilor nete), în timp ce efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb exercită o influență ușor restrictivă. Reducerea deficitului de cerere în trimestrul I 2015 este sugerată și de evoluția unor indicatori corelați cu poziția ciclică a economiei, precum producția industrială, salariul net în termeni reali și rata șomajului BIM²⁶.

Pe parcursul intervalului de proiecție, deviația negativă a PIB de la nivelul potențial este prognozată a se diminua treptat, înregistrând valori marginale pozitive în proximitatea orizontului de proiecție. Această evoluție este de așteptat a fi rezultatul menținerii efectelor stimulative ale setului condițiilor monetare reale în sens larg, la care se adaugă redresarea graduală proiectată a cererii externe efective și efectul impulsului fiscal, anticipat a deveni contraciclic. Față de runda anterioară de proiecție, deficitul cererii agregate este proiectat la valori mai reduse începând cu trimestrul III 2015, implicând presiuni dezinflaționiste semnificativ atenuate, pe seama influenței mai stimulative a condițiilor monetare reale pe întregul interval de proiecție, a ușoarei revizuirii în sens favorabil a deviației de la nivelul potențial a cererii externe efective (susținută

²⁵ Impulsul fiscal cuantifică în modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR impactul componentei discreționare a politicii fiscale.

²⁶ În perioada ianuarie-februarie 2015 față de media trimestrului IV 2014, producția industrială și salariul net în termeni reali au crescut cu 1,1 la sută, respectiv 1,4 la sută, iar rata șomajului BIM a scăzut cu 0,1 puncte procentuale în trimestrul I 2015 față de trimestrul anterior (date ajustate sezonier).

de conduita politicii monetare a BCE favorabilă impulsivării economiei zonei euro), precum și a componentei discreționare a politicii fiscale, contraciclică pe parcursul intervalului de prognoză.

Scenariul de bază prevede consolidarea creșterii PIB pe parcursul intervalului de referință, dinamică determinată de evoluția anticipat pozitivă a cererii interne, ca urmare a menținerii tendinței de creștere a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și a redresării anticipate a formării brute de capital fix. Creșterea proiectată a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este susținută de majorarea așteptată a venitului real disponibil (inclusiv în contextul extinderii cotei reduse a TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică începând cu luna iunie a anului curent) și de continuarea relaxării condițiilor de creditare. Formarea brută de capital fix este, de asemenea, așteptată a aduce un aport pozitiv la cererea internă, în contextul anticipării intrărilor de capitaluri cu destinație productivă în economie, având drept sursă fondurile europene structurale și de coeziune și fluxurile de investiții străine directe. Contribuția prognozată a exporturilor nete este ușor negativă, creșterea importurilor de bunuri și servicii, susținută de evoluția cererii interne, fiind anticipată a fi mai alertă decât cea a exporturilor, în condițiile unei redresări comparativ mai lente a cererii externe.

Componentele cererii agregate

Pentru trimestrul I 2015 se estimează consolidarea dinamicii trimestriale pozitive a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației²⁷. Această evoluție este susținută de creșterea, în perioada ianuarie-februarie 2015 față de media trimestrului anterior, a salariului net în termeni reali și a comerțului cu amănuntul (exclusiv auto-moto), în paralel cu îmbunătățirea semnificativă a indicatorului de încredere a consumatorilor pe parcursul întregului trimestru. În acest context, în trimestrul I 2015 deviația negativă a acestei componente de la tendința pe termen mediu este evaluată în diminuare semnificativă față de trimestrul anterior.

Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este prevăzut a se plasa în trimestrul I 2015 la un nivel similar celui din trimestrul anterior, compatibil cu măsurile de menținere a deficitului bugetar în limita stabilită cu instituțiile financiare internaționale²⁸.

Pe parcursul întregului interval de prognoză creșterea consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipată a se menține robustă, în contextul anticipat al dinamizării venitului

²⁷ În trimestrele III și IV 2014 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a înregistrat creșteri trimestriale de 0,8 și, respectiv, 2,5 la sută.

²⁸ Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a soldului bugetului general consolidat a fost de +0,69 la sută în martie 2015 (metodologie *cash*). Proiecția pentru deficitul *cash* în anul 2015 este de 1,8 la sută din PIB (Ministerul Finanțelor Publice, „Raport privind situația macroeconomică pe anul 2015 și proiecția acesteia pe anii 2016-2018”).

disponibil real al gospodăriilor populației și al temperaturii procesului de dezintermediere din partea sectorului privat, pe fondul relaxării condițiilor de creditare și al evoluției favorabile a ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit, ca urmare a propagării graduale a deciziilor recente de reducere a ratei dobânzii de politică monetară. Majorarea venitului disponibil real al gospodăriilor populației este preconizată a se realiza în condițiile unei creșteri a productivității muncii și ale măsurilor de relaxare fiscală programate²⁹. Influențe favorabile ar urma să provină și de la anticipata îmbunătățire a absorbției fondurilor europene, efecte favorabile asupra consumului fiind așteptate în special din partea programelor destinate creșterii productivității muncii, cu impact pozitiv inclusiv asupra nivelului de ocupare și ulterior a dinamicii salariale din sectorul privat. În ceea ce privește consumul colectiv efectiv al administrației publice, acesta este anticipat a înregistra o dinamică pozitivă pe întregul interval de proiecție.

Pentru trimestrul I 2015, evaluarea dinamicii formării brute de capital fix indică redresarea ritmului trimestrial de creștere a acesteia, susținută de o serie de indicatori precum volumul construcțiilor, indicatorul de încredere aferent acestui sector, cifra de afaceri în industria bunurilor de capital destinate pieței interne și producția industrială a bunurilor de capital³⁰. Ca urmare, deviația formării brute de capital fix de la tendința pe termen mediu este evaluată a fi rămas negativă în trimestrul I 2015, dar de o magnitudine mai redusă față de cea din trimestrul anterior.

Formarea brută de capital fix este anticipată a cunoaște, după reducerile înregistrate în perioada 2013-2014, o redresare graduală pe parcursul anilor 2015 și 2016, susținută de continuarea anticipată a atragerii de fonduri europene structurale și de coeziune, cu efect de antrenare a sectorului investițional, și de creșterea programată a ponderii cheltuielilor publice destinate investițiilor³¹. Revigorarea cheltuielilor de investiții private și publice este așteptată inclusiv

²⁹ În condițiile deciziei Guvernului României de extindere a cotei taxei pe valoarea adăugată reduce (9 la sută) la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică începând cu luna iunie a anului curent și ale programării unui set de măsuri (conform Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2015-2017), precum indexarea tuturor pensiilor cu 5 la sută și majorarea salariilor personalului didactic din învățământ cu 5 la sută de la 1 martie 2015 și cu încă 5 la sută de la 1 septembrie 2015.

³⁰ În perioada ianuarie-februarie 2015 față de media trimestrului anterior, volumul construcțiilor, volumul cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital destinate pieței interne și producția industrială a bunurilor de capital s-au majorat cu 2,2 la sută, 9,9 la sută și, respectiv, 2,9 la sută, iar indicatorul de încredere aferent sectorului construcțiilor a crescut cu 2,9 puncte în trimestrul I 2015 comparativ cu cel anterior.

³¹ Conform Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2015-2017, ponderea cheltuielilor destinate investițiilor în total cheltuieli bugetare este programată a crește, inclusiv datorită cofinanțării proiectelor europene, la aproximativ 18,5 la sută în perioada 2015-2017, comparativ cu aproximativ 15 la sută în intervalul 2013-2014.

pe fondul continuării procesului de relaxare a condițiilor de creditare și al revigorării anticipate a activității economice a principalilor partenerilor externi ai României, cu efect de creștere a investițiilor în sectoarele producătoare de bunuri destinate piețelor externe. Acești factori ar urma să exercite un impact pozitiv asupra înzestrării cu capital a economiei, cu efecte favorabile asupra creșterii productivității muncii. Reducerile marcante înregistrate pe parcursul ultimilor doi ani³² sugerează însă existența unui grad ridicat de incertitudine asociat procesului de redresare a investițiilor pe parcursul intervalului de prognoză.

Estimarea evoluției trimestriale a exporturilor de bunuri și servicii în trimestrul I 2015 indică reluarea dinamicii pozitive a acestora. Această evaluare este susținută de revenirea încrederii în economie la nivelul UE, de creșterea producției industriale din zona euro³³, precum și de anticiparea unei creșteri economice moderate, atât în zona euro, cât și în UE. Dinamica trimestrială a importurilor de bunuri și servicii în trimestrul I 2015 este apreciată a fi apropiată de cea înregistrată la finele anului 2014, pe fondul creșterii preconizate a cererii interne și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției anticipate a exporturilor. În aceste condiții, deviația de la tendința pe termen mediu este evaluată a rămâne în teritoriu negativ în cazul exporturilor, respectiv a se situa în teritoriu pozitiv în cazul importurilor.

În termeni anuali exporturile sunt anticipate a-și menține tendința ascendentă pe parcursul intervalului de prognoză, însă cu o dinamică în decelerare comparativ cu anii 2013 și 2014³⁴. Moderarea prognozată a creșterii exporturilor este anticipată a se manifesta sub constrângerile redresării încă lente a cererii externe și ale persistenței incertitudinilor care caracterizează climatul geopolitic, la care se adaugă ipoteza unor ani agricoli normali, cu implicații asupra exporturilor de produse agroalimentare. Pe parcursul intervalului de prognoză, importurile de bunuri

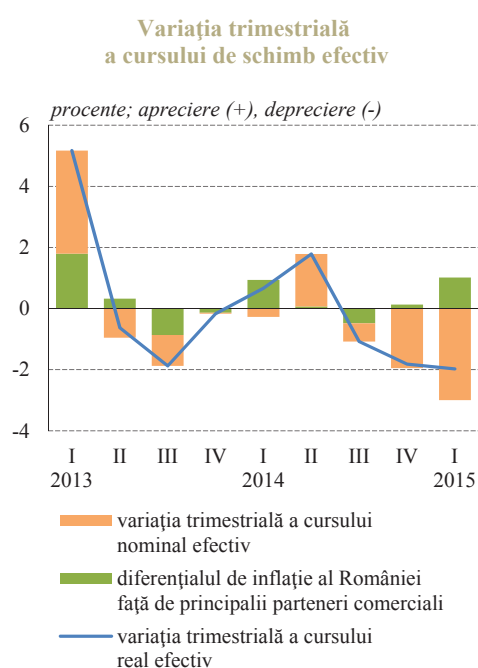
³² Dinamica medie anuală a formării brute de capital fix pe parcursul anilor 2013 și 2014 a fost de -7,9 la sută, respectiv -3,5 la sută. Între posibii factori cu influență asupra dinamicii investițiilor în acea perioadă se numără: infrastructura considerată deficitară (a se vedea, de exemplu, aprecierile formulate de FMI în Raportul de țară nr. 15/80 – martie 2015), suprapunerea unor măsuri fiscale-bugetare (introducerea taxei pe construcții speciale pentru companii, scăderea subvențiilor pentru proiectele de energie regenerabilă) și incertitudinile privind unele evoluții externe (conflictul dintre Rusia și Ucraina), cu impact negativ asupra investițiilor străine directe.

³³ În trimestrul I 2015 indicatorul de încredere în economie la nivelul UE a crescut cu 1,2 puncte, comparativ cu trimestrul IV 2014. În paralel, în ianuarie-februarie 2015, față de media trimestrului anterior, producția industrială din zona euro s-a majorat cu 0,7 la sută.

³⁴ În 2013 și 2014 exporturile de bunuri și servicii au înregistrat creșteri anuale în termeni reali de 16,2 la sută și, respectiv, 8,1 la sută. Principalele subgrupe care au imprimat dinamica exporturilor de bunuri sunt: „mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport” și „produse agroalimentare”. Pe termen mediu, perpetuarea performanței exporturilor de mașini și echipamente de transport este condiționată de factori precum extinderea capacității productive, îmbunătățirea infrastructurii, precum și de evoluția cererii externe.

și servicii sunt anticipate a înregistra o creștere semnificativă, impulsionată de avansul cererii interne pe seama consolidării consumului final și a redresării formării brute de capital fix.

În anul 2014 deficitul contului curent al balanței de plăți s-a situat la 0,4 la sută din PIB nominal (în diminuare față de 2013), pe fondul înregistrării unui excedent al balanței bunurilor și serviciilor, evoluție care a compensat adâncirea ușoară a deficitului balanței veniturilor. Pe termen mediu este anticipată menținerea ponderii deficitului de cont curent în PIB la valori relativ reduse, apreciate ca fiind sustenabile. Pe fondul înregistrării unor niveluri adecvate ale rezervelor internaționale, proiectarea unei relative stabilități a deficitului de cont curent contribuie la atenuarea vulnerabilităților României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente. Astfel, în scenariul de bază al proiecției nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative asupra cursului de schimb al leului.



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

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari și, respectiv, al evoluției cursului de schimb real efectiv al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici³⁵.

În trimestrul I 2015, ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi ale clienților nebancari au scăzut în termeni nominali, inclusiv ca urmare a impulsului propagat în timp al reducerilor ratei dobânzii de politică monetară. Scăderea ratelor nominale este estimată a se fi transmis aproape integral ratelor reale, în condițiile menținerii anticipațiilor inflaționiste la un nivel apropiat celui din trimestrul anterior. Cumulat, impactul asupra activității economice din trimestrul II 2015 al deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor este estimat a-și accentua ușor caracterul stimulat.

Pe parcursul trimestrului I 2015, comparativ cu trimestrul anterior, moneda națională s-a depreciat în termeni nominali efectivi, reflectând în principal evoluția în raport cu dolarul SUA. Având în vedere contribuția negativă, dar de o magnitudine inferioară, a diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali, leul a înregistrat o depreciere și în termeni reali efectivi³⁶. În acest context, impactul cursului de schimb real efectiv prin intermediul

³⁵ Pentru detalii, a se consulta Glosarul de termeni, disponibil pe *website*-ul BNR.

³⁶ Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

canalului exporturilor nete asupra cererii agregate din trimestrul II 2015 este anticipat a-și accentua caracterul stimulat.

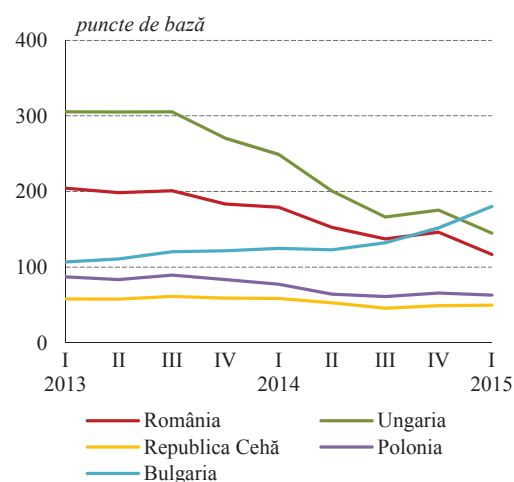
În trimestrul I 2015 evoluția descendentă a cotațiilor *Credit Default Swap* (CDS) sugerează diminuarea gradului de risc suveran. Această evoluție este în linie cu cea a statelor din regiune³⁷, cu excepția Bulgariei. Deviația de la trend a primei de risc a rămas negativă și, cumulat cu menținerea sub nivelul de echilibru a ratei reale a dobânzii externe, exercită influențe favorabile asupra cererii interne. Din perspectiva efectului de avuție și de bilanț, contribuțiile menționate sunt contrabalansate de cea aferentă evoluției anticipate a cursului de schimb real efectiv. Astfel, influența efectului de avuție și de bilanț din trimestrul I 2015 asupra activității economice din trimestrul următor este aproximativ neutră.

Pe ansamblu, condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul I 2015, cu impact asupra activității economice din trimestrul următor, sunt evaluate ca fiind stimulative, având ca efect, *ceteris paribus*, diminuarea presiunilor dezinflaționiste induse prin intermediul deficitului de cerere agregată. În structura acestora, impactul favorabil provine din partea tuturor subcomponentelor, cu excepția efectului de avuție și de bilanț, a cărui influență este aproximativ neutră.

Pe parcursul intervalului de prognoză, condițiile monetare reale în sens larg sunt proiectate a exercita o influență stimulat la adresa activității economice³⁸. Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, corespunzător țintei staționare de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, contribuind prin aceasta la crearea condițiilor necesare revigorării activității de creditare și creșterii economice sustenabile.

Consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, impactul cumulat al deviațiilor de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei este preconizat a fi stimulat la adresa cererii agregate. Acest impact se adaugă celui propagat prin intermediul efectului de avuție și de bilanț al agenților economici, rezultat în principal în urma proiectării unor contribuții favorabile din partea ratei dobânzii externe, care reflectă relaxarea politicii monetare a BCE. Totodată, cursul real efectiv exercită, prin canalul exporturilor nete, un impact stimulat, dar în diminuare până la orizontul proiecției.

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

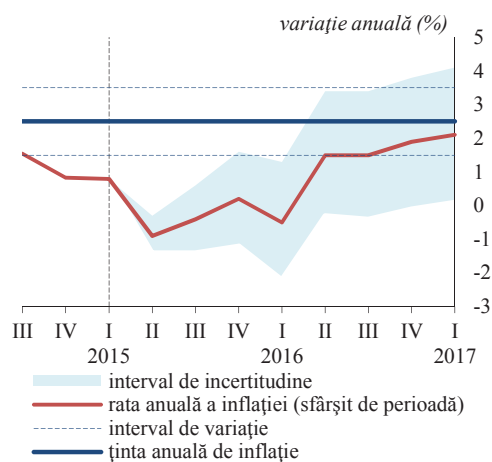


Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

³⁷ În contextul sentimentului pozitiv indus de măsurile de relaxare cantitativă adoptate de BCE la sfârșitul lunii ianuarie 2015, dar și al atenuării tensiunilor de la finalul anului 2014 de pe piața financiară din Rusia.

³⁸ Comparativ cu runda anterioară de prognoză ansamblul condițiilor monetare reale este mai stimulat pe întreg intervalul de prognoză.

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa traiectoriei ratei inflației este evaluată ca fiind relativ echilibrată pe termen scurt, în timp ce incertitudinile conturate pe termen mediu apar a înclina balanța în sensul unor abateri în jos la acest orizont. Riscurile specifice rundeii actuale sunt atribuite cu precădere mediului intern, în timp ce factorii externi își mențin relevanța subliniată în rundele anterioare de prognoză.

Pentru intervalul de referință, mediul extern continuă să reprezinte o sursă importantă de incertitudine pe fondul persistenței instabilității geopolitice, relevante în acest sens fiind conflictul din Ucraina și situația din Grecia, precum și al posibilei divergențe a politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii în contextul implementării programului extins de achiziționare de active adoptat de BCE³⁹. Materializarea riscurilor asociate oricăreia dintre aceste surse ar putea genera efecte indirecte negative asupra economiei românești, prin prisma impactului pe care aceste evoluții le-ar putea avea asupra cererii externe din partea UE, principalul partener comercial al României. În plus, consecințele adverse asupra încrederii investitorilor pe piețele financiare regionale ar antrena creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate acestora și, implicit, economiei românești. O astfel de conjunctură ar putea avea drept rezultat fluctuații ale cursului de schimb al leului de natură să altereze traiectoria inflației comparativ cu scenariul de bază. Cu toate acestea, în contextul progreselor făcute în ultimii ani de către România în consolidarea unor fundamente macroeconomice sustenabile⁴⁰, expunerile relativ reduse ale investitorilor comparativ cu cele față de alte economii emergente implică atenuarea pentru economia națională a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale.

Pe plan intern rămân preocupante, din perspectiva necesității de creștere în continuare a capacității economiei naționale de atenuare a șocurilor externe adverse și de atragere a fluxurilor de capitaluri non-generatoare de datorie externă, incertitudinile privind implementarea consecventă a mixului adecvat de politici macroeconomice și accelerarea reformelor structurale în conformitate cu calendarul stabilit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială). O importantă sursă a riscurilor de abatere de la coordonatele scenariului de bază al proiecției curente este asociată implementării măsurilor fiscale cuprinse în

³⁹ Orientarea BCE către o politică monetară persistent acomodativă și, respectiv, anticiparea posibilei renunțări la această conduită de către Fed.

⁴⁰ De exemplu, asumarea de către autoritățile române a setului de reforme structurale și de măsuri convenit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială), consolidarea vizibilității activelor românești în indici cu reprezentativitate pentru investițiile derulate la nivel global, precum și ameliorarea indicatorilor de calitate a activelor bancare ca urmare a curățării bilanțurilor de credite neperformante, în paralel cu înregistrarea unor niveluri adecvate de către indicatorii prudențiali ai sistemului bancar privind solvabilitatea, lichiditatea și provizionarea.

proiectul de modificare a Codului fiscal⁴¹ înaintat Parlamentului spre dezbatere și aprobare. În contextul incertitudinilor existente la data finalizării proiecției cu privire la setul final de măsuri fiscale și calendarul aplicării acestora, o evaluare a impactului acestor măsuri nu a putut fi inclusă în scenariul de bază. Un scenariu alternativ bazat pe ipoteza adoptării noului Cod fiscal în forma prezentă în proiectul înaintat Parlamentului indică o abatere semnificativă a ratei inflației de la traiectoria prezentată în acest Raport, implicând amânarea revenirii ratei inflației în interiorul intervalului țintei.

În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate pe termen mediu dimensiunii și ritmului ajustărilor prețurilor gazelor naturale și celor ale energiei electrice în contextul posibilelor reconfigurări ale informațiilor provenite de la autoritățile de profil interne.

În ceea ce privește prețurile interne ale alimentelor, se manifestă incertitudinile inerente asociate condițiilor meteorologice cu potențial de a influența oferta de produse agricole, dar și evaluării *ex post* a magnitudinii impactului măsurii fiscale cu privire la extinderea cotei reduse a TVA care va intra în vigoare începând cu luna iunie a anului curent.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime este apreciată ca fiind relativ echilibrată, în condițiile în care riscul asociat intensificării instabilității politice, care ar putea limita în viitor extinderea capacității de producție sau de distribuție a petrolului, este contrabalansat de riscul unei cereri globale relativ reduse. În același timp, își menține relevanța riscul ca evoluția cursului de schimb EUR/USD să exercite efecte neanticipate asupra celei a leului în raport cu dolarul SUA și, mai departe, asupra prețului petrolului exprimat în lei.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor BNR, rata anuală a inflației a continuat să coboare tot mai mult sub limita de jos a intervalului țintei staționare în prima parte a trimestrului I 2015 – atingând în februarie un nou minim istoric al perioadei post-1990 (0,4 la sută) –, pentru ca în luna martie să-și inverseze sensul evoluției și să crească la nivelul de 0,79 la sută. Configurația traiectoriei ratei anuale a inflației a fost în principal rezultanta fluctuațiilor semnificative suferite

⁴¹ Principalele măsuri prevăzute în Ordonanța de urgență a Guvernului pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal adoptată în data de 7 aprilie 2015 se referă la: reducerea cotei standard a TVA cu 4 puncte procentuale începând cu 1 ianuarie 2016 și cu încă 2 puncte procentuale începând cu 1 ianuarie 2018; diminuarea nivelului accizelor la principalele produse energetice cuprinse în coșul de consum începând cu 1 ianuarie 2016; redimensionarea nivelului accizelor pentru alcool și băuturile alcoolice începând cu 1 ianuarie 2016; modificări care vizează impozitul pe venit și salarii, cel pe profit și pe venitul microîntreprinderilor, precum și reducerea contribuțiilor sociale prevăzute a fi aplicate începând cu 1 ianuarie 2018 sau 1 ianuarie 2019.

de-a lungul trimestrului de dinamica anuală negativă a prețurilor combustibililor și de cea a prețurilor volatile ale produselor alimentare, acestea diminuându-se spre finele intervalului, după ce în ianuarie consemnaseră o creștere. Influența lor a fost parțial contrabalansată de cea a variațiilor de sens opus, mai puțin ample însă, ale ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, reflectând, cu precădere, efectele persistenței deficitului de cerere agregată, ale menținerii/adâncirii în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației în zona euro/UE, precum și ale continuării ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste.

Proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu relevă însă o modificare substanțială a perspectivei inflației în raport cu cea evidențiată de precedentă prognoză trimestrială⁴² – mai cu seamă pe primul segment al orizontului proiecției –, datorată prioritar extinderii, începând cu 1 iunie, a aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică⁴³. Sub influența efectului direct anticipat a fi exercitat temporar de această măsură fiscală, rata anuală prognozată a inflației consemnează la finalul trimestrului II o scădere abruptă, intrând în consecință și rămânând timp de 12 luni în teritoriul negativ, cu excepția lunii decembrie a anului curent, când crește vremelnic la 0,2 la sută. Totodată, traiectoria ușor ascendentă pe care această rată se înscrie ulterior – după epuizarea impactului *pass-through*-ului reducerii cotei TVA – rămâne la valori sensibil mai joase decât cele prognozate anterior, reintrând durabil în jumătatea inferioară a intervalului țintei staționare doar în ultimul trimestru al anului viitor și plasându-se în decembrie la nivelul de 1,9 la sută, în condițiile anticipării manifestării unor efecte propagate ale scăderii prețurilor produselor alimentare. Corespunzător acestor evoluții, rata medie anuală a inflației previzionată pentru anii 2015 și 2016 se reduce la 0 la sută și respectiv 0,8 la sută (de la 0,8 la sută și respectiv 2,3 la sută în proiecția anterioară).

Preconizata reducere a cotei TVA este de natură a afecta prioritar⁴⁴ și pe căi multiple componenta de bază a inflației⁴⁵, condiții în care traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat receptează mai intens impactul acestei măsuri, suferind în contextul actualizării prognozei o glisare descendentă mult mai consistentă; în consecință, adâncirea ei în teritoriul negativ este mai amplă

⁴² Raportul asupra inflației, februarie 2015.

⁴³ Prin implementarea acestei măsuri, cota TVA se reduce de la 24 la sută la 9 la sută pentru produse și servicii ale căror prețuri reprezintă 81 la sută din prețurile categoriei „produse alimentare, băuturi nealcoolice și servicii de alimentație publică” cuprinse în coșul de consum.

⁴⁴ Impactul direct al acestei măsuri este chiar mai puternic receptat de componenta LFO, contribuția sa la modificarea perspectivei inflației totale fiind însă sensibil inferioară, dată fiind ponderea semnificativ mai redusă deținută de aceasta în indicele prețurilor de consum.

⁴⁵ Inclusiv datorită ponderii ridicate (circa 42 la sută) deținute în indicele CORE2 ajustat de prețurile produselor și serviciilor care vor fi afectate de reducerea cotei TVA.

și mai prelungită decât cea consemnată de traiectoria similară a inflației totale, tendința de revenire ulterioară a acesteia spre valorile prognozate anterior fiind însă ușor mai pronunțată. Pe lângă efectul direct semnificativ exercitat temporar de reducerea cotei TVA, *pattern*-ul previzionat al inflației CORE2 ajustat reflectă însă și influența probabilei reajustări la valori mai joase a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul apropiat de timp, dar și pe cea a scăderii dinamicii anticipate a prețurilor de import decurgând din continuarea revizuirii descendente a previziunilor privind inflația în zona euro/UE, coroborată cu evoluția așteptată a cursului de schimb al leului. Toate acestea împiedică evidențierea mai clară la nivelul comportamentului viitor al inflației de bază a impactului de sens opus pe care îl exercită accelerarea restrângerii și închiderea spre finele anului 2016 a deficitului prognozat de cerere agregată, având ca ipoteze menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, asociată cu o relativă ameliorare a mecanismului transmisiei monetare, creșterea venitului disponibil real al populației, inclusiv ca efect al reducerii cotei TVA pentru alimente, revenirea la o atitudine ușor contraciclică a politicii fiscale, precum și consolidarea redresării economice în zona euro/UE.

Într-un asemenea context, ajustarea conduitei politicii monetare în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să sprijine redresarea economiei și în condițiile sincronizării ei cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune/zona euro, continuă să fie condiționată de caracteristicile politicii fiscale, reformelor structurale și ale atragerii de fonduri europene, urmărirea și îndeplinirea obiectivelor specifice convenite cu UE, FMI și BM, implicit prezervarea coerenței mixului de politici macroeconomice și sporirea potențialului de creștere a economiei fiind esențiale pentru realizarea unei creșteri economice sustenabile și de durată. Din această perspectivă, o relevanță deosebită o capătă incertitudinile și riscurile la adresa conduitei viitoare a politicii fiscale și a perspectivei pe termen mediu a inflației ce decurg din proiectul noului Cod fiscal⁴⁶ finalizat recent. Acestea sporesc gradul înalt de incertitudine ce caracterizează deja prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice, în condițiile în care dimensiunea și durata efectelor directe și indirecte pe care reducerea, începând cu 1 iunie, a cotei TVA le va exercita asupra evoluției inflației – eventual și prin intermediul anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt – sunt dificil de previzionat, fiind

⁴⁶ Proiectul inițial al noului Cod fiscal cuprinde multiple măsuri de relaxare fiscală, cele mai importante fiind: (i) reducerea cotei standard a TVA cu 4 puncte procentuale, începând cu 1 ianuarie 2016, și cu alte 2 puncte procentuale, începând cu 1 ianuarie 2018; (ii) scăderea nivelului accizelor aplicate principalelor produse energetice, începând cu 1 ianuarie 2016; (iii) diminuarea nivelului accizelor pentru alcool și băuturi alcoolice, precum și eliminarea accizei la cafea, începând cu 1 ianuarie 2016; (iv) eliminarea impozitului pe clădiri speciale, începând cu 1 ianuarie 2016; (v) reducerea cotei de impozit pe venit și pe profit, începând cu 1 ianuarie 2019; (vi) reducerea contribuției de asigurări sociale la angajat și la angajator, începând cu 1 ianuarie 2018.

prin urmare incerte. Probabilitatea ca anticipațiile inflaționiste pe termen mediu să fie afectate de această măsură este, însă, foarte scăzută – chiar dacă implementarea ei succede/se suprapune unor șocuri pe partea ofertei produse anterior⁴⁷ – date fiind, în principal, caracterul temporar al coborârii în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației, *pass-through*-ul moderat anticipat a fi consemnat la nivelul IPC, creșterea recentă a dinamicii câștigului salarial și perspectiva consolidării acesteia, inclusiv pe fondul majorării etapizate a salariului minim brut pe economie, precum și tendința de modificare a poziției ciclice a economiei.

Un potențial relativ restrâns de a afecta durabil anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, implicit evoluția inflației pe orizonturi mai îndepărtate de timp, în ipoteza materializării lor, îl au și incertitudinile și riscurile în dublu sens la adresa perspectivei inflației pe care continuă să le genereze mediul extern. În contextul actual, principalele lor surse rămân situația din Grecia, conflictul din Ucraina și accentuarea în perspectivă a divergenței dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii, care, prin influențarea apetitului global pentru risc, dar și a percepției investitorilor asupra riscului asociat economiei și pieței financiare românești, ar putea induce fluctuații ascendente/descendente mai ample ale cursului de schimb al leului, implicit abateri – în dublu sens – ale acestuia, dar și ale inflației, de la coordonatele anticipate. Este însă de așteptat, ca simultan sau cu un anumit decalaj de timp, acești factori externi să exercite și efecte contrare asupra inflației interne, pe calea modificărilor produse în dinamica activității economice și în ritmul inflației din zona euro și din statele din regiune – implicit în evoluția exporturilor și a prețurilor de import ale României – dar și în comportamentul fluxurilor de capital orientate spre economia românească, evoluții de natură să afecteze⁴⁸ dinamica restrângerii deficitului de cerere agregată și a intensității presiunilor dezinflaționiste ale acestuia.

O altă sursă de incertitudini și riscuri în dublu sens la adresa perspectivei inflației continuă să o constituie evoluția viitoare a prețului internațional al petrolului, care poate exercita efecte divergente semnificative asupra economiei naționale, cu precădere pe orizonturi diferite de timp. Astfel, o eventuală temperare a evoluției prețului petrolului în raport cu previziunile, posibil coroborată cu o apreciere sub așteptări a dolarului SUA⁴⁹, ar fi de natură să amplifice pe termen scurt influența deflaționistă/dezinflaționistă a prețului intern al combustibililor și a altor importuri, dar să și accelereze scăderea presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată pe un orizont mai mare de timp,

⁴⁷ Declinul abrupt al prețului internațional al petrolului și relativa creștere a ofertei de produse agricole pe seama producției bune realizate pe plan intern și regional în anul 2014.

⁴⁸ Prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii, precum și al efectului de avuție și de bilanț al ratei de schimb.

⁴⁹ În raport cu moneda europeană.

prin impulsivitatea cererii interne – pe calea costurilor de producție și a venitului real disponibil al populației –, dar și a cererii externe adresate economiei naționale; o creștere peste așteptări a acesteia din urmă ar putea decurge și dintr-o redresare mai viguroasă a economiilor europene pe fondul măsurilor de politică monetară implementate de BCE și al deprecierei acumulate de euro în raport cu dolarul SUA.

Și mediul intern continuă să genereze riscuri mixte la adresa dinamicii viitoare a inflației, în condițiile persistenței incertitudinilor privind implementarea unor măsuri de reformă structurală convenite cu UE, FMI și BM, ce pot afecta percepția investitorilor străini asupra riscului asociat economiei și pieței financiare românești, implicit comportamentul cursului de schimb al leului; acestora li se alătură incertitudinile privind dimensiunea și ritmul ajustărilor de prețuri administrate, precum și evoluția viitoare a prețurilor volatile ale produselor alimentare, abaterile temporare de la coordonatele prognozate pe care dinamica inflației le-ar putea consemna pe acest fond nefiind însă de natură a afecta anticipațiile inflaționiste pe termen mai îndelungat.

Având în vedere perspectiva coborârii temporare a ratei anuale a inflației în teritoriul negativ și a menținerii ei, după epuizarea impactului extinderii aplicării cotei reduse a TVA, sub punctul central al țintei staționare, în condițiile restrângerii graduale a deficitului de cerere agregată și ale prelungirii nivelurilor scăzute ale anticipațiilor inflaționiste și ale inflației din zona euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 6 mai 2015, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 1,75 la sută pe an. Concomitent, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a hotărât îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 1,50$ puncte procentuale de la $\pm 1,75$ puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 3,75 la sută la 3,25 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost menținută la 0,25 la sută. Totodată, în vederea sprijinirii revigorării procesului de creditare, precum și în scopul continuării armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale Băncii Centrale Europene, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit la nivelul de 8 la sută, de la 10 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2015. Consiliul de administrație al BNR a hotărât, de asemenea, menținerea nivelului actual al ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit, precum și gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar.

