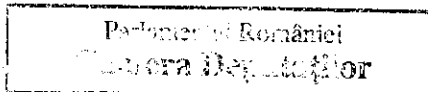


BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

SG

MUGUR ISĂRESCU
Guvernator



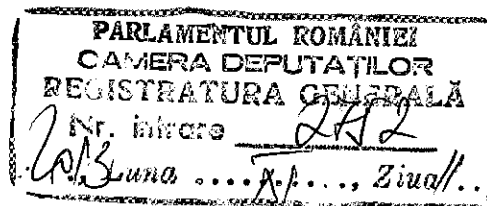
B.P. Nr. 1403 din 18.11.2013

Shiragonea

881 p. B.P.

Nr. XVI/G/193 /7 noiembrie 2013

Domnul VALERIU ȘTEFAN ZGONEA
Președintele Camerei Deputaților



Domnule Președinte,

Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul asupra inflației – noiembrie 2013*, cu mențiunea că prezentarea publică a acestuia s-a realizat în cadrul unei conferințe de presă.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din data de 5 noiembrie 2013.

Cu deosebită considerație,

Mugur Isărescu





Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Noiembrie 2013

Anul IX, nr. 34

Serie nouă

NOTĂ

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

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

Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări 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)

Cuvânt înainte

În luna august 2005, Banca Națională a României a adoptat o nouă strategie de politică monetară – țintirea directă a inflației. Un rol esențial în funcționarea acestui regim revine ancorării anticipațiilor inflaționiste la nivelul obiectivului de inflație anunțat de banca centrală și, prin urmare, unei comunicări eficiente cu publicul. Principalul instrument de comunicare este Raportul asupra inflației.

Pentru a răspunde acestei cerințe, BNR a revizuit atât structura Raportului asupra inflației, cât și periodicitatea publicării (trimestrială, în conformitate cu frecvența ciclului de prognoză). Pe lângă informațiile referitoare la evoluțiile economice și monetare și la rațiunile care au stat la baza deciziilor de politică monetară din perioada analizată, raportul trimestrial include proiecția BNR privind evoluția ratei inflației pe un orizont de opt trimestre, incertitudinile și riscurile asociate acesteia, precum și o secțiune de evaluare a acestui context din perspectiva politicii monetare.

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 noiembrie 2013, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 octombrie 2013.

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

Lista abrevierilor

ANOFM	Agencia Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANAF	Agencia Națională de Administrare Fiscală
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
BVB	Bursa de Valori București
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
LFO	legume, fructe, ouă
MFE	Ministerul Fondurilor Europene
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
OPCOM	Operatorul pieței de energie electrică și de gaze naturale din România
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
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
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
1M	1 lună
3M	3 luni
6M	6 luni
12M	12 luni

Cuprins

SINTEZĂ.....	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	12
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
1. Cererea și oferta	15
1.1. Cererea.....	16
1.2. Oferta	19
2. Piața muncii	20
3. Prețurile de import și prețurile de producție	21
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	24
1. Politica monetară.....	24
2. Piețe financiare și evoluții monetare.....	27
2.1. Ratele dobânzilor	27
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	29
2.3. Moneda și creditul	31
IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	34
1. Scenariul de bază.....	36
1.1. Ipoteze externe	36
1.2. Perspectivele inflației.....	37
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.....	41
1.4. Riscuri asociate proiecției	50
2. Evaluarea de politică monetară	52

SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a scăzut substanțial în cursul trimestrului III 2013, revenind la finele acestuia în intervalul de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei staționare de 2,5 la sută. Nivelul atins în luna septembrie a fost de 1,88 la sută, cu 3,49 puncte procentuale inferior celui consemnat la finele trimestrului II și cu 1,1 puncte procentuale mai redus față de cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna august. Evoluția favorabilă a reflectat manifestarea influențelor anticipate, menționate în balanța riscurilor din raportul anterior cu privire la unii dintre determinanții ratei inflației.

La reducerea accentuată a dinamicii indicelui prețurilor de consum și-au adus contribuția toate componentele acestuia, cu deosebire prețurile alimentare volatile (LFO)¹ și cele incluse în indicele inflației de bază CORE2 ajustat². Ritmurile anuale de creștere a prețurilor LFO și a prețurilor produselor alimentare prelucrate au înregistrat o scădere sensibilă, pe seama unui substanțial efect de bază favorabil datorat atât recoltei abundente din anul curent, cât și disipării efectului statistic negativ al producției agricole scăzute din anul anterior, la acestea adăugându-se impactul reducerii TVA la unele produse de panificație. Dinamica anuală a prețurilor combustibililor a fost, de asemenea, negativă la finele trimestrului III, efectul aprecierii leului în raport cu dolarul SUA dominându-l pe cel al majorării cotațiilor internaționale ale petrolului. Creșteri anuale atenuate comparativ cu trimestrul anterior au avut loc atât în cazul prețurilor administrate, datorită unui efect de bază la care a contribuit și reducerea în luna iulie a tarifului final la energia electrică, cât și în cel al prețurilor produselor din tutun.

Rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a coborât de la 2,85 la sută la sfârșitul trimestrului II până la 0,49 la sută la finele trimestrului III. Pe lângă factorii menționați anterior care au influențat evoluția prețurilor produselor alimentare procesate și al căror efect este așteptat a se manifesta asupra inflației de bază pe un orizont de patru trimestre, dintre factorii fundamentali, contribuții favorabile la menținerea în trimestrul III a tendinței descendente a ratei anuale a inflației de bază au avut persistența deficitului de cerere agregată, precum și continuarea ameliorării anticipațiilor privind inflația, inclusiv datorită încorporării treptate în componenta adaptivă a acestora a recentelor evoluții favorabile.

Costurile unitare cu forța de muncă în industrie au continuat să scadă în termeni anuali în perioada iulie-august 2013. Reducerea a fost ușor mai pronunțată comparativ cu cea din trimestrul II, ritmul de creștere a productivității muncii depășindu-l pe cel al salariului mediu brut în acest sector. Dată fiind și evoluția temperată, în aceeași perioadă, a câștigurilor salariale nominale brute pe ansamblul economiei, riscul unor presiuni inflaționiste semnificative din partea costurilor cu salariile apare a fi redus pe termen scurt. Menținerea pe termen mediu și lung a unei corelații adecvate între creșterea salariilor și cea a productivității muncii la nivelul ansamblului economiei naționale este însă esențială pentru consolidarea stabilității prețurilor.

¹ Legume, fructe și ouă.

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 5 august 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 4,50 la sută. Decizia Consiliului de administrație a avut drept fundamentare consolidarea perspectivelor de revenire și de menținere a ratei inflației în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale cu începere din a doua parte a anului 2013. Perspectivile favorabile erau relevate atât de revizuirea în jos a prognozei comparativ cu cea prezentată în Raportul din luna mai, cât și de reevaluarea riscurilor asociate. Aceasta din urmă indica o probabilitate ridicată, sugerată de informații survenite ulterior finalizării proiecției macroeconomice, ca la orizonturi apropiate rata inflației să se plaseze la valori situate sub cele din scenariul de bază. În plus, pe termen mediu, balanța riscurilor apărea doar ușor înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la proiecție, în special pe seama incertitudinilor asociate mediului extern.

În linie cu prognoza băncii centrale, în lunile iulie și august, rata anuală a inflației IPC s-a înscris pe o traiectorie pronunțat descendentă. Aceasta a fost favorizată, în principal, de tranziția de la un efect de bază nefavorabil la unul de sens contrar asupra dinamicii prețurilor alimentare volatile și a celei a prețurilor produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat. Efectele favorabile tranzitorii ale unei producții agricole peste medie și ale reducerii cotei TVA la unele produse de panificație, menționate în secțiunea de riscuri a Raportului din luna august, au fost incluse în scenariul de bază actualizat al proiecției pe termen scurt prezentate Consiliului de administrație al BNR în ședința din 30 septembrie 2013. Analiza Consiliului de administrație a evidențiat atât reconfirmarea perspectivei de accelerare pe termen scurt a dezinflației, cât și menținerea unor riscuri legate de accelerarea procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar și de volatilitatea apetitului pentru risc al investitorilor pe fondul evoluțiilor de pe plan internațional. Ca urmare a acestei evaluări, a fost luată decizia reducerii ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 4,25 la sută pe an, de la 4,50 la sută.

Perspectivile inflației

Proiecția ratei anuale a inflației IPC prevede coborârea temporară a acesteia, în prima jumătate a anului 2014, sub limita inferioară a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei staționare de 2,5 la sută pe an, revenirea în interval în trimestrul III 2014 și menținerea în interiorul acestuia până la orizontul proiecției.

Prognoza macroeconomică anticipează pentru anul 2013 o consolidare a creșterii economice după performanța modestă din anul precedent. Dinamica PIB este susținută de evoluția de excepție a exporturilor și de unele componente ale consumului privat impulsionate de oferta abundentă de produse agroalimentare din acest an. Pe ansamblu însă, majorarea consumului privat este lentă, iar contribuția investițiilor la creșterea PIB este anticipată a fi negativă pentru întregul an, în pofida unei redresări preconizate a celei din urmă componente în a doua jumătate a acestui interval. Dinamica cererii interne este de așteptat să inducă o creștere modestă a importurilor. Corelată cu performanța deosebită a exporturilor, aceasta conduce la anticiparea unei ajustări substanțiale descrescătoare a ponderii în PIB a deficitului de cont curent al balanței de plăți. Pentru anul 2014, în condițiile unei creșteri proiectate a PIB similare celei din anul curent, cererea internă va cunoaște o dinamizare, atât pe seama consumului privat, cât și a investițiilor. Se anticipează că la aceasta vor contribui creșterea venitului real disponibil al gospodăriilor populației, redresarea fluxurilor de investiții străine directe, îmbunătățirea atragerilor de fonduri europene, precum și ajustarea graduală a condițiilor creditării, inclusiv pe seama configurației proiectate a condițiilor monetare reale în sens larg. Redresarea cererii

interne va impulsiona dinamica importurilor, implicând revenirea la o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea economică. În consecință, ponderea în PIB a deficitului de cont curent este de așteptat să crească moderat față de anul 2013, stabilizându-se însă pe termen mediu la valori semnificativ mai reduse decât cele anterioare anului curent. În aceste condiții, nu sunt anticipate presiuni corective semnificative generate de poziția externă asupra cursului de schimb al monedei naționale până la orizontul proiecției. Având în vedere datele statistice actualizate cu privire la evoluția PIB, deficitul de cerere a fost revizuit pe întregul interval de proiecție la valori care implică presiuni dezinflaționiste ușor mai accentuate față de runda anterioară de prognoză, valorile negative ale acestuia, chiar dacă în ușoară comprimare în a doua jumătate a perioadei de referință, urmând a fi persistente până la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 1,8 la sută la sfârșitul anului 2013 și la 3,0 la sută la finele anului 2014, valori situate cu 1,3 și, respectiv, 0,1 puncte procentuale sub nivelurile prognozate în Raportul asupra inflației din luna august 2013, niveluri ce aveau în vedere un an agricol normal.

Revizuirea substanțială în jos a prognozei pentru sfârșitul anului 2013 este, în principal, rezultatul manifestării riscurilor menționate în balanța aferentă scenariului de bază al proiecției din runda anterioară. Astfel, indicele inflației de bază CORE2 ajustat și grupa de prețuri volatile ale alimentelor (LFO) au beneficiat de reducerea de la 1 septembrie anul curent a cotei TVA la unele produse de panificație și de confirmarea unei recolte vegetale de excepție, suprapuse efectului de bază al producției agricole scăzute din anul anterior.

Actualizarea prognozei a implicat și alte redimensionări, de mai mică amploare, ale contribuțiilor componentelor indicelui agregat. Pentru finele anului 2013, a fost revizuită în sens favorabil dinamica prețurilor combustibililor și în sens contrar cea a prețurilor administrate și a prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice. Pentru sfârșitul anului 2014 au fost proiectate contribuții mai scăzute ale indicelui CORE2 ajustat și ale prețurilor combustibililor și mai ridicate în cazul prețurilor administrate.

Reducerea cotei TVA la unele produse de panificație și anul agricol curent foarte bun consecutiv recoltei scăzute din anul precedent, în condițiile adoptării ipotezei-standard a unui an agricol normal în 2014, au un impact substanțial, însă tranzitoriu, asupra ratei anuale a inflației IPC.

Ca urmare, efectul favorabil determinat de acești factori conjuncturali este prevăzut a se epuiza în mare parte în trimestrul III al anului 2014, ceea ce explică revizuirea marginală a proiecției pentru sfârșitul acestuia. Traectoria proiectată a ratei inflației IPC coboară în prima jumătate a anului 2014 sub limita inferioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale, atingând un nivel minim situat sub 1 la sută în cursul trimestrului I, după care revine în interiorul intervalului în trimestrul III. În a doua jumătate a perioadei de prognoză, rata anuală a inflației se stabilizează la valori situate ușor peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului țintei, în contextul continuării ajustării, la acest orizont, a unor categorii de prețuri aflate în afara controlului politicii monetare.

Configurația traiectoriei ratei inflației IPC este influențată în mare măsură, în proiecția actuală, de cea a ratei anuale a indicelui CORE2 ajustat. În structura acestuia sunt incluse prețurile produselor a căror cotă TVA a fost redusă și cele ale produselor alimentare procesate³ asupra

³ Ponderea produselor alimentare procesate în ansamblul coșului CORE2 ajustat este de 50 la sută.

căroră se propagă cu un decalaj, prin intermediul prețurilor materiilor prime agricole, efectele recoltei abundente din acest an. În principal ca urmare a efectului de bază asociat acestor factori, rata anuală proiectată a inflației de bază coboară la niveluri istorice minime (sub 0,5 la sută) în prima jumătate a intervalului de prognoză și revine ulterior la valori apropiate de 2 la sută. La proiectarea ratei inflației CORE2 ajustat sub cea din runda anterioară pe întregul interval de prognoză au mai contribuit revizuirea anticipațiilor privind inflația și cea a deficitului de cerere. Pentru a doua jumătate a intervalului de referință, ușoara inversare de tendință a așteptărilor privind inflația⁴, ca urmare a percepției de către agenții economici a epuizării efectelor de bază menționate anterior, precum și diminuarea treptată a deficitului de cerere pe măsura anticipării intensificării activității economice plasează rata anuală a inflației de bază pe o traiectorie moderat crescătoare.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare calibrarea ansamblului condițiilor monetare reale în sens larg pentru a asigura menținerea pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului țintei, creând totodată premisele necesare redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei și realizării unei creșteri economice de durată.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la acest scenariu. Posibilele surse ale acestor abateri sunt asociate atât mediului extern, cât și celui intern.

Riscurile provenind din mediul extern sunt în continuare legate de incertitudinile cu privire la volatilitatea fluxurilor de capital orientate către economia românească, în contextul variabilității apetitului pentru risc al investitorilor față de economiile emergente în ansamblu. Riscurile sunt generate de factori relevanți în context european și global, care includ: fragilitatea perspectivelor de redresare a economiilor principalilor parteneri comerciali ai României în contextul persistenței fragmentării financiare și a procesului de dezintermediere transfrontalieră; problemele de sustenabilitate a datoriilor suverane și a celor ale sectorului bancar privat ale unor țări din zona euro; incertitudinile referitoare la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american; posibila încetinire semnificativă a creșterii economiilor emergente majore (inclusiv China). Materializarea unuia sau a unei combinații a acestor riscuri ar determina abateri nefavorabile de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice atât în privința coordonatelor inflației, cât și ale creșterii economice.

În condițiile evoluțiilor recente relativ atenuate de pe piețele internaționale ale materiilor prime, riscurile de abatere în sus de la ipotezele scenariului de bază al proiecției sunt preconizate a fi ceva mai accentuate pe termen mediu, pe fondul posibilei agravări a unor tensiuni geopolitice.

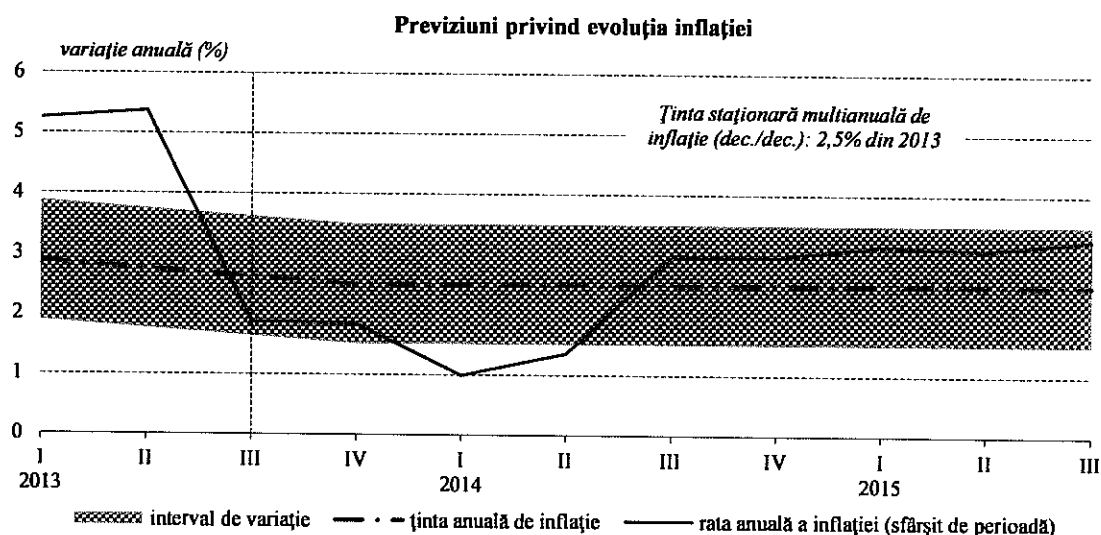
Pe plan intern, o balanță adversă a riscurilor la adresa ratei proiectate a inflației este asociată unor informații devenite disponibile ulterior elaborării scenariului de bază al proiecției macroeconomice, care se referă la majorări ale accizelor pentru diverse categorii de produse, măsuri incluse în acordul încheiat de autoritățile române cu UE-FMI-BM și care vor fi, cel mai probabil, încorporate și în proiectul de buget pe anul 2014.

O sursă de vulnerabilitate persistentă o reprezintă rigiditățile structurale care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru atenuarea consecințelor șocurilor adverse. Respectarea strictă a prevederilor noului acord de finanțare încheiat cu UE-FMI-BM, cu accent

⁴ Conform rezultatelor celui mai recent sondaj privind așteptările inflaționiste derulat de BNR în rândul analiștilor bancari.

asupra continuării reformelor structurale și a celor care vizează augmentarea potențialului de creștere a economiei interne, ar fi de natură, mai ales în contextul calendarului electoral încărcat din cursul anului viitor, să modereze, comparativ cu Raportul asupra inflației precedent, riscurile provenind din această sursă.

Balanța riscurilor asociate ipotezelor din scenariul de bază privind dinamica prețurilor administrate este relativ echilibrată pe parcursul perioadei de referință. Echilibrate pe termen scurt apar a fi și riscurile legate de evoluția prețurilor interne ale mărfurilor alimentare. Ponderea ridicată a acestora în coșul de consum și volatilitatea asociată indusă atât asupra inflației de bază, cât și asupra dinamicii indicelui prețurilor de consum continuă însă să genereze riscuri la adresa stabilității prețurilor dincolo de orizonturile apropiate.



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

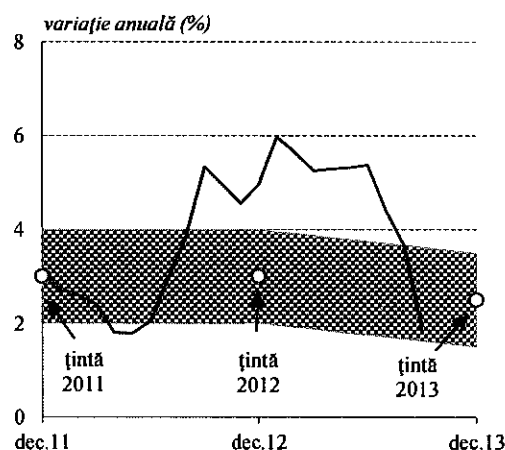
Sursa: INS, proiecție BNR

Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva abaterii temporare în sens descendent a ratei anuale a inflației de la ținta de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, succedate de revenirea și consolidarea acesteia în interiorul intervalului țintei odată cu epuizarea impactului exercitat de producția agricolă a anului curent și de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 noiembrie 2013, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 4,00 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

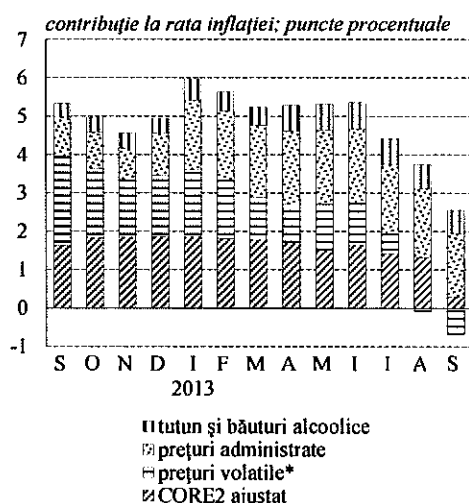
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

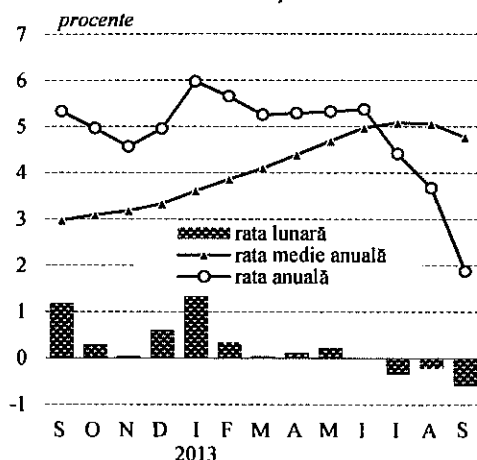
Rata anuală a inflației



*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



Sursa: INS

Pe parcursul trimestrului III 2013, rata anuală a inflației IPC s-a înscris pe o traiectorie pronunțat descendentă, situându-se la finele perioadei la 1,88 la sută, în jumătatea inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei de 2,5 la sută. O contribuție importantă la această evoluție a revenit factorilor luați în considerare în proiecția prezentată în Raportul asupra inflației din luna august 2013, respectiv epuizarea efectelor șocurilor adverse de ofertă din partea a doua a anului 2012, ameliorarea treptată a așteptărilor inflaționiste și persistența deficitului de cerere. Cu toate acestea, principalele influențe favorabile au revenit materializării unui an agricol de excepție și reducerii cotei TVA la unele produse de panificație de la 24 la sută la 9 la sută începând cu septembrie. În urma acestei modificări în regimul fiscal, inflația de bază CORE2 ajustat a atins un nivel minim record de 0,49 la sută.

Prețurile volatile au consemnat la finele perioadei analizate o dinamică anuală de -4,5 la sută, a cărei scădere puternică față de luna iunie 2013 (-12,1 puncte procentuale) a explicat aproximativ jumătate din dezinflația IPC din trimestrul III. Decelerarea s-a datorat în proporție covârșitoare manifestării unui efect de bază favorabil, mai ales pe segmentul prețurilor volatile alimentare, puternic afectate în perioada similară a anului anterior de restrângerea severă a producției de legume și fructe. În plus, oferta abundentă de produse vegetale din acest an a condus la accentuarea deflației anuale a prețurilor LFO, până la 7,4 la sută. În cazul combustibililor, evoluția curentă a prețurilor a fost moderată, în condițiile în care aprecierea monedei naționale față de dolarul SUA a contrabalansat impactul majorării cotațiilor internaționale ale țițeiului¹.

Prețurile administrate au înregistrat ajustări de amplitudine mai redusă în trimestrul III 2013, comparativ cu perioada similară a anului precedent, rata anuală de creștere încetinind cu 1,5 puncte procentuale, până la 8,9 la sută. Corecții mai însemnate au fost aplicate tarifelor serviciilor comunale, în general pe seama actualizării acestora cu indicele de inflație, conform contractelor de finanțare în derulare ale autorităților locale. Totodată, luna iulie a marcat o nouă etapă a procesului de liberalizare a pieței de energie, prin introducerea componentei de piață concurențială în prețul final al energiei electrice furnizate consumatorilor casnici și majorarea

¹ Prețul petrolului Brent a crescut de la 103,3 USD/baril în luna iunie 2013 la 111,7 USD/baril în luna septembrie, pe fondul scăderii ofertei de țiței și al unei cereri în creștere, explicată atât de factori sezonieri, cât și de activitatea de extindere a unor rafinării din Asia (Sursa: rapoartele lunare OPEC privind piața petrolului).

tarifului la gazele naturale cu 8 la sută. În același timp, scăderea prețului componente reglementate și diminuarea contribuției pentru susținerea energiei regenerabile au condus la reducerea în luna iulie cu 2,5 la sută a tarifului final la energie electrică.

Rata anuală de creștere a prețurilor produselor din tutun s-a temperat în intervalul analizat până la 9,3 la sută (-1,3 puncte procentuale), ca urmare a disipării efectului statistic determinat de devansarea din luna iulie în luna aprilie a calendarului de majorare a accizelor.

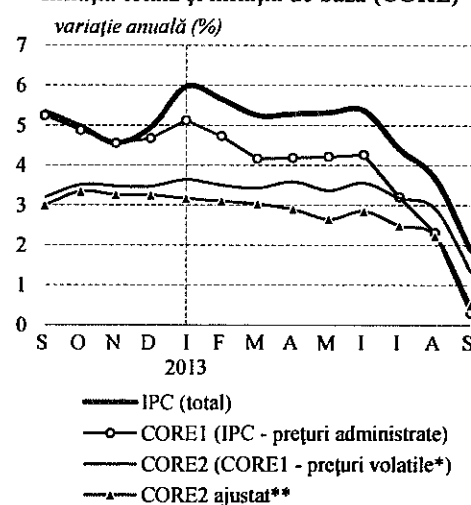
Dacă în ultimii ani trimestrul III a fost deseori marcat de modificări de regim fiscal cu influență nefavorabilă asupra inflației IPC, de această dată reducerea cotei TVA de la 24 la sută la 9 la sută aplicată unor produse de panificație începând cu 1 septembrie 2013 a contribuit cu 0,7 puncte procentuale la dezinflație. Măsura s-a reflectat aproape integral² în prețurile celor trei categorii de produse vizate (făină, pâine, produse de franzelărie), cu impact major asupra traiectoriei inflației CORE2 ajustat – respectiv 1,2 puncte procentuale din scăderea acesteia de la 2,85 la sută în luna iunie 2013 la 0,49 la sută în luna septembrie. Suplimentar, grupa mărfurilor alimentare incluse în inflația de bază a beneficiat în intervalul iulie-septembrie 2013 de scăderea prețurilor materiilor prime agricole, transmisia în prețurile de consum fiind însă mai redusă comparativ cu cea observată în cazul unui șoc advers de ofertă (ulei, zahăr).

O decelerare semnificativă de ritm anual s-a observat și pe segmentul serviciilor libere (-1,3 puncte procentuale, până la 0,9 la sută), determinantă în acest sens fiind variația monedei naționale în raport cu euro: în ușoară apreciere în luna septembrie față de iunie 2013, comparativ cu deprecierea din perioada similară a anului anterior. Evoluția cursului de schimb a avut un efect inhibitor la nivelul grupei mărfurilor nealimentare, contrabalansând presiunile inflaționiste generate de creșterea prețurilor externe³.

Pe ansamblu, vizibilitatea influențelor favorabile exercitate de factorii menționați asupra celor trei grupe incluse în inflația de bază CORE2 ajustat a fost amplificată de persistența deficitului de cerere.

În trimestrul III 2013 a avut loc un proces generalizat de ameliorare a așteptărilor privind inflația ale agenților economici (consumatori, companii din industrie, construcții, comerț și servicii, analiști bancari). Dat fiind caracterul puternic adaptiv de

Inflația totală și inflația de bază (CORE)

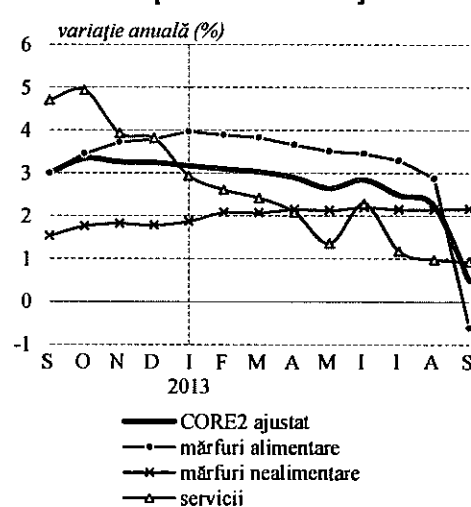


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

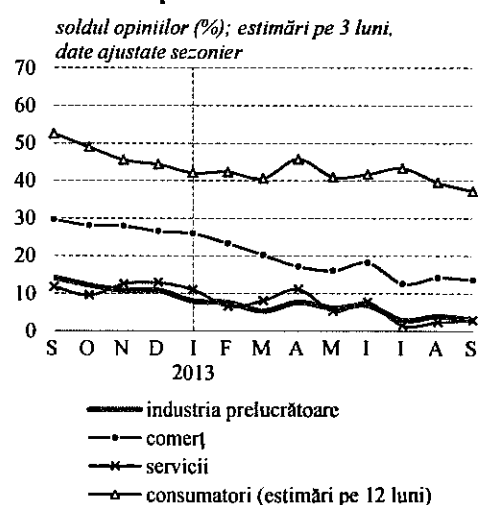
Sursa: INS

Componentele CORE2 ajustat



Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici

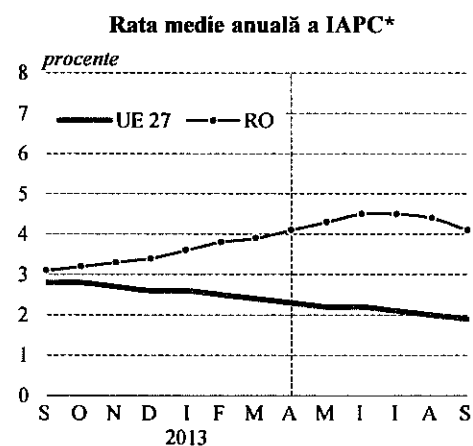


Sursa: CE-DG ECFIN

² În medie, în proporție de 93 la sută.

³ Aproximate prin prețurile pentru piața externă ale producătorilor industriali de bunuri de consum din UE15.

formare a anticipațiilor, factorul decisiv a fost probabil reprezentat de scăderile succesive ale prețurilor din perioada recentă.



*) variație medie a ultimelor 12 luni față de cele 12 luni anterioare

Sursa: Eurostat

Cu toate că rata medie anuală a IAPC a revenit pe o traiectorie descendentă în intervalul iulie-septembrie 2013 (-0,4 puncte procentuale, până la 4,1 la sută), ecartul față de criteriul privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht s-a menținut ridicat, diminuându-se doar marginal (până la 1,9 puncte procentuale). O evoluție similară a caracterizat și decalajul față de inflația medie din Uniunea Europeană, care s-a situat în luna septembrie la 2,2 puncte procentuale.

Materializarea riscurilor în jos asociate proiecției pe termen scurt prezentate în Raportul asupra inflației din luna august a determinat o supraestimare a ratei anuale efective a inflației cu 1,1 puncte procentuale. Astfel, circa 0,7 puncte procentuale din eroarea de prognoză s-au datorat reducerii cotei TVA la unele produse de panificație, anunțate ulterior finalizării proiecției macroeconomice. De asemenea, obținerea unei producții agricole peste medie – spre deosebire de ipoteza unui an agricol normal, considerată în proiecția BNR – s-a reflectat în corecții peste așteptări ale prețurilor volatile alimentare, contribuind cu încă 0,4 puncte procentuale la deviația menționată.

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

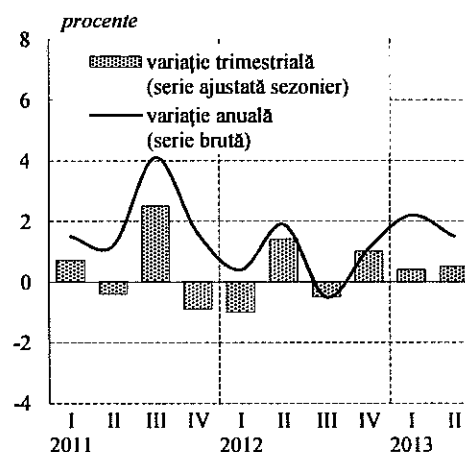
1. Cererea și oferta

În trimestrul II 2013 PIB real și-a menținut traiectoria ascendentă (+1,5 la sută¹), însă rata sa anuală de creștere s-a atenuat cu 0,7 puncte procentuale față de primul trimestru. Încetinirea de ritm se datorează exclusiv unui efect de bază, dinamica PIB real din perioada curentă fiind în ușoară accelerare.

Similar trimestrului I, creșterea economică a fost antrenată de cererea externă netă, majorarea ecartului pozitiv dintre dinamica exportului și cea a importului de bunuri și servicii conducând la consolidarea cu încă 1,6 puncte procentuale a contribuției acestui segment la avansul PIB real (până la +6,1 puncte procentuale). În schimb, absorbția internă și-a accentuat traiectoria descrescătoare (-4,3 la sută față de -2,2 la sută în trimestrul I), evoluție care nu poate fi explicată însă de componentele cu pondere mai importantă – cererea de consum s-a ameliorat, iar formarea brută de capital fix și-a atenuat viteza de scădere. Practic, sursa frânării ritmului de creștere a PIB real se regăsește la nivelul „variației stocurilor” – poziție în bună măsură reziduală, cu o contribuție de -4,1 puncte procentuale.

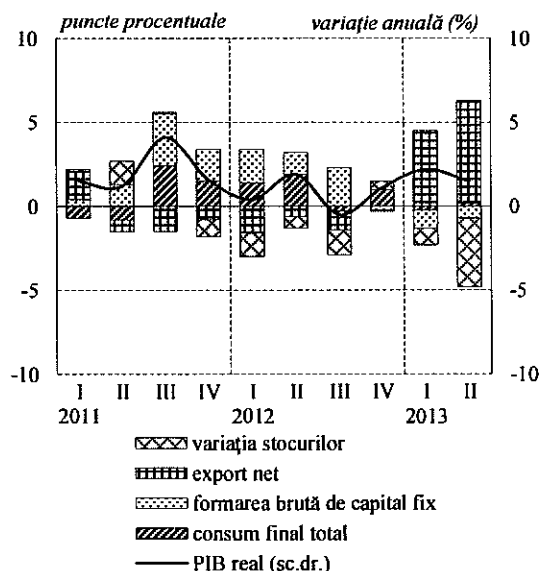
În ceea ce privește evoluția trimestrială a PIB real, analiza componentelor majore ale cererii indică evoluții asemănătoare trimestrului I, motorul creșterii economice de 0,5 la sută constituindu-l cererea externă netă. Contribuția pozitivă a acestei poziții (2,2 puncte procentuale) a fost generată, pe de o parte, de creșterea (deși mai lentă) a exporturilor de bunuri și servicii (cu 3,5 la sută, aproximativ o treime din dinamica aferentă primului trimestru), iar pe de altă parte de contracția cu 0,2 la sută a importurilor. Cererea internă s-a restrâns cu 1,3 la sută, dar, ca și în cazul seriei în termeni anuali, pozițiile cu conținut economic mai consistent nu susțin acest rezultat – ambele segmente majore ale absorbției interne s-au redresat (majorare cu 0,5 la sută a consumului final și cu 0,2 la sută a formării brute de capital fix), astfel încât aportul cumulativ al celor două componente la dinamica PIB real s-a ridicat la 0,5 puncte procentuale; acesta a fost însă anihilat de contracția cu peste 67 la sută a „variației stocurilor”. Pe partea ofertei, contribuții pozitive la creșterea trimestrială a PIB real au avut industria și agricultura (majorarea cu 1,8 la sută și respectiv 4,8 la sută a valorii adăugate brute

Produsul Intern Brut real



Sursa: INS

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

¹ În absența unei mențiuni explicite, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate. Evoluțiile curente indică modificări față de trimestrul anterior și sunt calculate prin utilizarea seriilor ajustate sezonier.

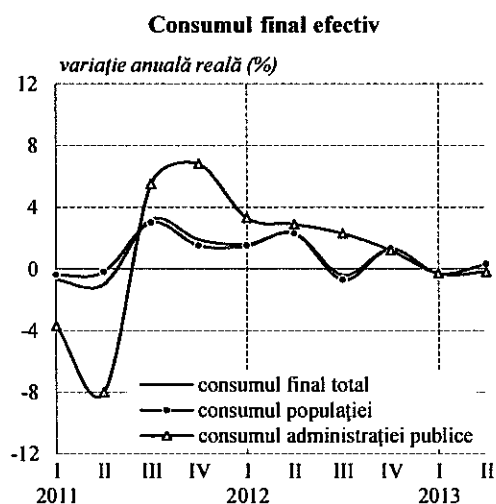
constituind cele mai bune performanțe din ultimele șapte trimestre). În sens opus au evoluat construcțiile (-2,3 la sută) și serviciile (-0,2 la sută). La nivel agregat, creșterea trimestrială a VAB (0,6 la sută) a fost mai alertă decât cea înregistrată în intervalul ianuarie-martie, influența stimulative asupra dinamicii trimestriale a PIB real fiind însă ușor estompată de accentuarea pantei descrescătoare a impozitelor nete pe produs (-2,1 la sută, față de -0,8 la sută în trimestrul I).

1.1. Cererea

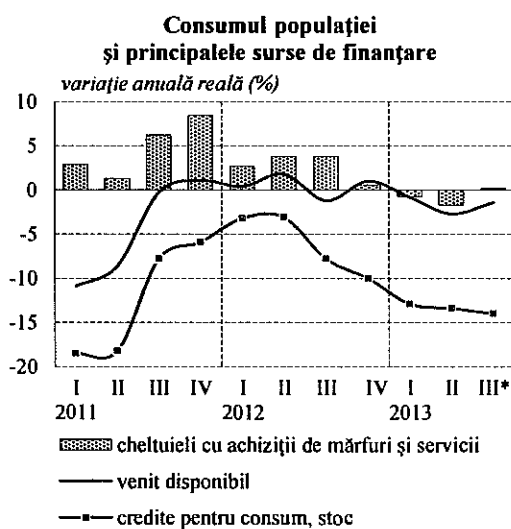
După trei trimestre de scăderi (de mică amplitudine), dinamica reală a consumului final a revenit în teritoriul pozitiv (+0,3 la sută, variație anuală), inversarea traiectoriei fiind atribuită evoluției similare înregistrate de cererea de consum a populației, în timp ce consumul final guvernamental a marcat din nou o restrângere ușoară (cu 0,2 la sută). Dinamizarea consumului privat s-a datorat, în bună măsură, componentelor corelate cu evoluția sectorului agricol (în vizibilă redresare în perioada analizată), respectiv achizițiile de pe piața țărănească, autoconsumul și industria casnică. Prin contrast, achizițiile de bunuri și servicii din rețeaua comercială – principalul segment al cheltuielilor de consum ale populației – și-au accentuat tendința descrescătoare², restrângeri ale volumului intervenind la nivelul bunurilor de uz curent (îndeosebi produse alimentare și carburanți) și al pieței auto – în ultimul caz, și sub influența unui efect statistic determinat de momentele diferite de lansare a Programului național de înnoire a parcului auto în anii 2012 și 2013.

Din perspectiva surselor de finanțare, restrângerea cererii de mărfuri pentru consumul privat este corelată atât cu evoluția venitului disponibil al populației³, cât și cu cea a creditului de consum, pentru ambii indicatori fiind vizibile accentuări ale pantei descendente (până la -2,7 la sută și respectiv -13,4 la sută).

În trimestrul II 2013, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 2 440 milioane lei (echivalent cu 0,4 la sută din PIB⁴ – corespunzător unui surplus primar de 0,1 la sută din PIB), nivelul acestuia fiind inferior celui din primul trimestru al anului curent, precum și celui aferent trimestrului II 2012 (3 406 milioane lei⁵,



Sursa: INS



*) iul.-aug.

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

² Calcule pe baza seriei indicilor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață prestate populației.

³ Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii nete, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și remiterile lucrătorilor din străinătate.

⁴ Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP conform situației execuției bugetului general consolidat la sfârșitul lunii iunie 2013; pentru PIB nominal din anul 2013 a fost luat în considerare nivelul publicat de MFP conform celei mai recente execuții bugetare.

⁵ Datele aferente execuției bugetare din 2012 au fost recalculate de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2013.

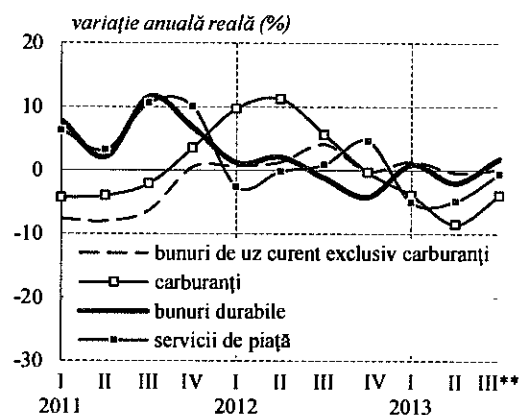
echivalent cu 0,6 la sută din PIB). Reluarea ameliorării execuției bugetare a fost consecința majorării dinamicii anuale a veniturilor bugetare totale (+1,2 la sută⁶, față de -2,5 la sută în trimestrul I 2013), susținută de evoluția favorabilă a încasărilor din taxa pe utilizarea bunurilor, autorizarea utilizării bunurilor sau pe desfășurarea de activități⁷, precum și a sumelor primite de la UE. Cheltuielile bugetare totale au continuat să se reducă într-un ritm relativ similar celui înregistrat în primele trei luni ale anului (-1,0 la sută), evoluția reflectând efectele de sens opus exercitate, pe de o parte, de reducerea semnificativă a variației anuale a componentei cu dobânzile și, pe de altă parte, de atenuarea contracției anuale a cheltuielilor primare (-0,1 la sută, față de -1,6 la sută în primul trimestru); cea din urmă a reflectat în principal intrarea în teritoriul pozitiv a dinamicii cheltuielilor aferente proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile, respectiv reducerea declinului în termeni anuali al cheltuielilor cu asistența socială și al celor aferente programelor cu finanțare rambursabilă.

Formarea brută de capital fix s-a diminuat cu 2,9 la sută, încetinirea ratei anuale de scădere față de trimestrul I (cu 2,5 puncte procentuale) fiind atribuită redresării din perioada curentă (+0,2 la sută în trimestrul II comparativ cu -2 la sută în intervalul precedent). Din perspectiva categoriilor de investitori, restrângerea cererii de investiții a fost imprimată în principal de sectorul public și de cel al populației, în timp ce volumul acumulărilor de capital fix efectuate de companii a rămas relativ constant în termeni anuali.

(i) Datele privind execuția bugetară relevă contracția, pentru al cincilea trimestru consecutiv, a volumului cheltuielilor de capital (-11,6 la sută), anul 2013 fiind marcat, potrivit operatorilor din construcții, de întârzierea demarării sau chiar rezilierea unui număr important de contracte în domeniul infrastructurii rutiere cu finanțare de la buget, de persistența blocajului financiar, precum și de inerția manifestată în derularea proiectelor susținute din fonduri europene.

(ii) Pe segmentul investițiilor efectuate de populație, scăderi de volum au înregistrat atât lucrările de construcții rezidențiale noi (cu 30 la sută), cât și cele de reparații capitale (cu 6,1 la sută). În acest context, majorarea consemnată, și în trimestrul II, de stocul real de credite imobiliare contractate de populație (cu 20,5 la sută⁸) are drept principală explicație intensificarea tranzacțiilor imobiliare, o contribuție semnificativă

Achiziții de mărfuri și servicii*

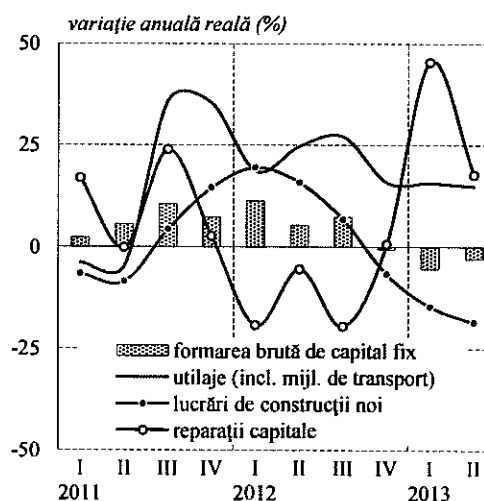


*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

**) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

Investiții

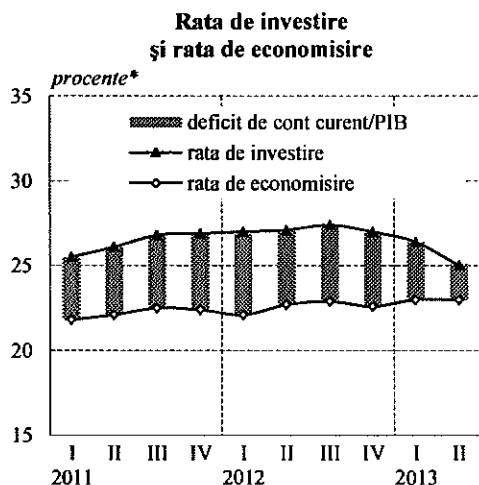


Sursa: INS, calcule BNR

⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

⁷ Rezultate în urma încasării taxelor de licență pentru acordarea drepturilor de utilizare a frecvențelor radio.

⁸ Calcule pe baza datelor furnizate de Centrala Riscului de Credit (CRC).



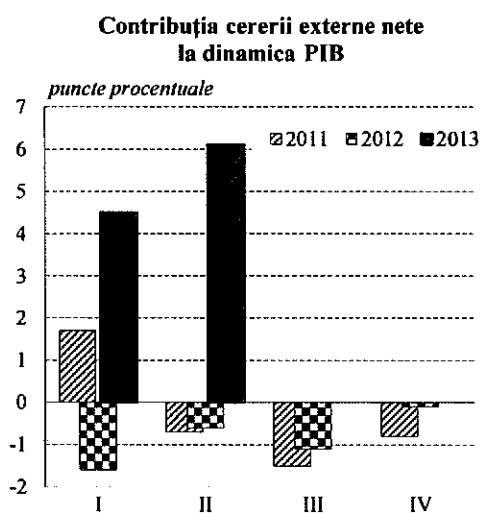
*) media ultimelor 4 trimestre

Notă: Rata de investire este calculată ca raport între formarea brută de capital și PIB, iar rata de economisire este calculată ca diferență între venitul național disponibil brut și consumul final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR

revenind amplificării achizițiilor de locuințe vechi, efectuate în cadrul programului „Prima casă”, pe fondul conturării perspectivei (nesigure) de transformare a acestui program în „Noua casă”. Nu trebuie însă ignorat faptul că, din perspectiva fluxului investițiilor, influența exercitată de cumpărările de locuințe deja construite se reduce doar la cheltuielile pentru serviciile asociate transferului de proprietate.

- (iii) Sectorul corporatist a continuat să manifeste un apetit pronunțat pentru achiziții de utilaje, inclusiv mijloace de transport, al căror volum s-a majorat cu 14,9 la sută, finanțarea fiind parțial asigurată din împrumuturi bancare⁹. În sens opus au evoluat cheltuielile aferente unor capitole cu pondere mai scăzută în valoarea investițiilor la nivel de sector – lucrări de construcții (obiective nerezidențiale noi și reparații capitale) și cumpărări de autovehicule și de echipamente în sistem leasing, ritmurile reale de scădere variind între 11 și 29 la sută. În ceea ce privește suportul oferit sectorului nebanca de investițiile străine directe, fluxurile cumulate pe ultimele patru trimestre și-au întrerupt creșterea, triplarea intrărilor nete sub forma creditelor intra-grup fiind contrabalansată de diminuarea cu aproape 60 la sută a participațiilor la capital (consolidate cu pierderea netă).



Sursa: INS, calcule BNR

Îmbunătățirea performanței sectorului extern s-a datorat tranzacțiilor comerciale, trimestrul II consemnând, pe de o parte, accelerarea de peste 2 ori a ritmului anual de creștere a exporturilor (până la 11 la sută), iar pe de altă parte diminuarea volumului importurilor (cu 1,5 la sută).

Contribuția decisivă la dinamizarea volumului vânzărilor de bunuri a revenit pieței Uniunii Europene¹⁰, majorarea cu 8,3 la sută din trimestrul II fiind mai amplă decât cea din primele trei luni ale anului (+1,1 la sută) – intensificări de ritm au înregistrat exporturile de bunuri intermediare, de consum și autovehicule. Și volumul livrărilor extracomunitare s-a menținut pe pantă ascendentă, însă viteza de creștere s-a diminuat (+7,9 la sută, față de +11,1 la sută în trimestrul I), în principal pe seama bunurilor intermediare și, într-o măsură mai mică, a bunurilor de consum. O dinamică mai alertă comparativ cu primul trimestru a fost înregistrată de exporturile extra-UE de bunuri de capital și de mijloace de transport. În ceea ce privește volumul total al exporturilor de autoturisme, expansiunea înregistrată în

⁹ Stocul creditelor pentru echipamente și-a menținut traiectoria ușor ascendentă (+3,1 la sută în termeni reali; date furnizate de CRC).

¹⁰ Analiza în structură a volumului fizic al exporturilor și importurilor (pe piețe de desfacere/proveniență și pe grupe de mărfuri potrivit clasificării pe Mari Categorii Economice) se bazează pe seriile Eurostat privind balanța comercială și indicele valorii unitare în comerțul internațional.

trimestrele I și II (19,1 la sută și respectiv 42,3 la sută¹¹) s-a datorat atât reînnoirii aproape complete a gamei Dacia, cât și aprecierii de care s-a bucurat autoturismul Ford B-Max, considerat cel mai bine vândut monovolum compact de pe piața europeană în semestrul I 2013.

Restrângerea importurilor de bunuri a fost determinată de accentuarea pantei descrescătoare a achizițiilor de pe piețele non-UE – contracție de circa 18 la sută a volumului fizic, față de -5,9 la sută în trimestrul I, localizată în principal la nivelul materiilor prime energetice, pe fondul restrângerii activității companiilor energointensive și al utilizării pe scară mai largă a resurselor regenerabile. Evoluția a fost atenuată de accelerarea creșterii cumpărărilor de pe piața comunitară (+1,9 la sută), îndeosebi pe seama bunurilor intermediare.

1.2. Oferta

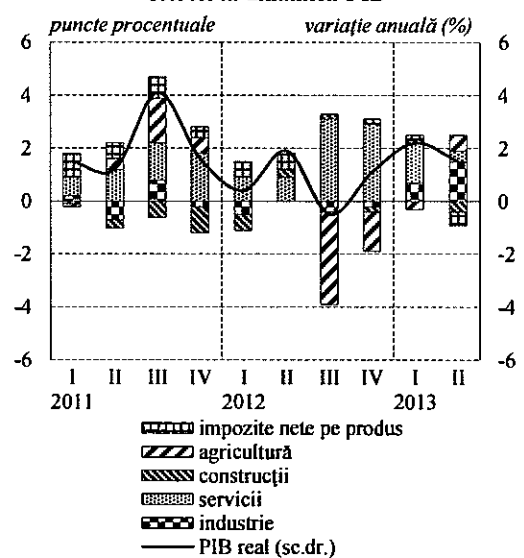
Din perspectiva formării PIB, scăderea ritmului anual de creștere în trimestrul analizat a fost determinată de restrângerea cu 3,8 la sută a impozitelor nete pe produs, principala explicație constând în reducerea TVA colectate, pe fondul absorbției interne slabe, al majorării producției destinate exportului și al aportului consistent al agriculturii – un sector slab fiscalizat – în susținerea creșterii economice. În schimb, valoarea adăugată brută s-a menținut pe o traiectorie moderat ascendentă (2,4 la sută, variație anuală), cu o pantă în ușoară creștere comparativ cu primele trei luni ale anului.

Contribuția cea mai importantă la creșterea economică a aparținut industriei, a cărei VAB s-a majorat cu 5 la sută (+2,4 puncte procentuale față de trimestrul I), exclusiv pe seama cererii pentru export, evoluția volumului cifrei de afaceri aferente producției pentru piața internă (-9,4 la sută în perioada analizată, față de -6,9 la sută în ianuarie-martie) sugerând continuarea declinului pe acest segment al producției industriale. Intensificări de ritm au fost înregistrate mai ales de producția de autovehicule, de mașini și echipamente mecanice și electrice, precum și de industria alimentară și ușoară, la aceste performanțe adăugându-se redresarea activității de prelucrare a țiteiului (variații anuale cuprinse între 6,8 și 21,5 la sută).

Un alt sector cu aport pozitiv la dinamica PIB real a fost agricultura, a cărei VAB și-a inversat traiectoria (de la -8 la sută la +17,7 la sută), pe fondul condițiilor climatice favorabile.

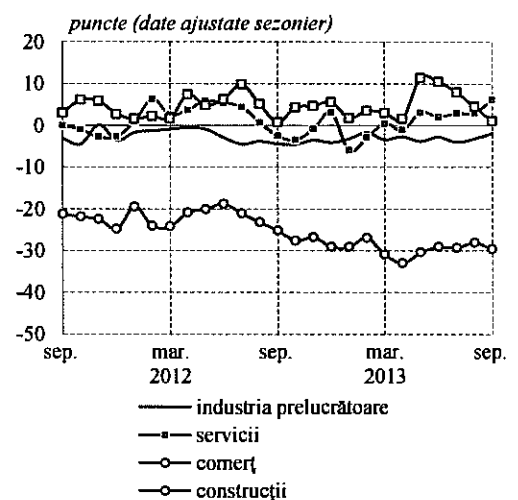
Pentru al treilea trimestru consecutiv, sectorul serviciilor și-a încetinit viteza anuală de creștere, dinamica VAB ajungând la +0,4 la sută. Rezultate inferioare anului precedent au fost

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



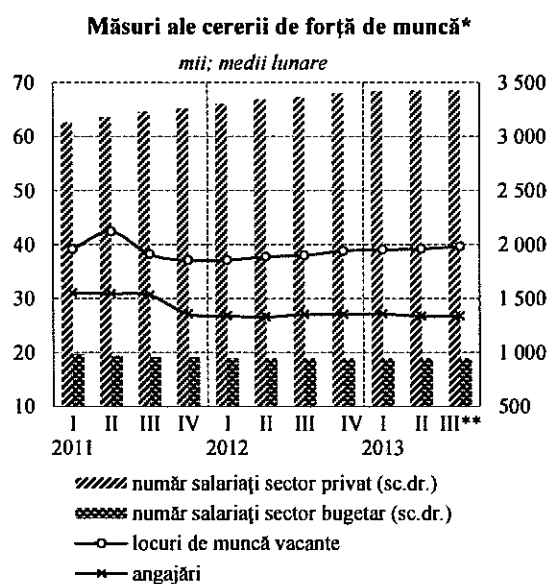
Sursa: CE-DG ECFIN

¹¹ Conform Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile.

înregistrate de activitățile de comerț și transport, precum și de segmentul „informații și comunicații” (-2,1 și respectiv -1,2 la sută), celelalte subsectoare menținându-și traiectoria ușor ascendentă – dinamica cea mai alertă a fost consemnată de tranzacțiile imobiliare (+3,6 la sută).

VAB aferentă sectorului construcțiilor s-a restrâns cu 4,5 la sută, creșterea volumului lucrărilor de reparații capitale la obiectivele ingineresti și extinderea lucrărilor de reparații curente fiind insuficiente pentru a compensa declinul persistent al segmentului principal al acestui sector – investițiile în construcții noi.

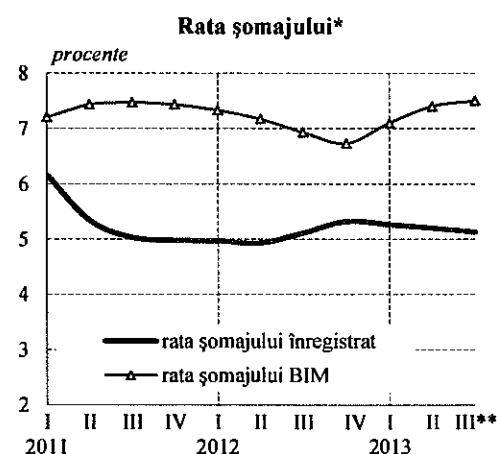
2. Piața muncii



*) date ajustate sezonier

**) iul.-aug.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR



*) date ajustate sezonier

**) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

Intervalul iunie-august 2013 a oferit noi indicii cu privire la întreruperea tendinței de redresare a condițiilor pe piața muncii¹², trenarea cererii interne determinând menținerea unui ritm lent al angajărilor, plasarea ratei șomajului BIM la un nivel superior mediei ultimilor patru ani și deteriorarea așteptărilor companiilor referitoare la ocupare. În acest context, din perspectiva stabilității prețurilor, riscurile asociate pieței muncii sunt în continuare reduse – dinamica anuală a câștigurilor salariale a rămas moderată în sectorul privat, nu s-au acordat majorări ale salariilor din sectorul bugetar în anul curent, iar costurile unitare cu forța de muncă în industrie au continuat să se amelioreze comparativ cu perioada similară a anului anterior.

Evoluția modestă a cererii de forță de muncă s-a reflectat în stagnarea numărului de locuri de muncă vacante identificate de ANOFM și a numărului de salariați raportat de angajatori pe ansamblul economiei. În pofida performanțelor pe piețele externe, sectorul industrial și-a redus efectivul de salariați, fiind consemnate disponibilizări îndeosebi în industria chimică și cea ușoară. Influența la nivel agregat a fost compensată de angajările din sectorul serviciilor de piață (respectiv din servicii administrative și suport, industria hotelieră, informații și comunicații), în timp ce dimensiunea personalului din sectorul bugetar s-a menținut relativ nemodificată. În același timp, oferta excedentară de forță de muncă a consemnat o majorare, rata șomajului BIM atingând în perioada iunie-august 7,5 la sută, unul dintre cele mai ridicate niveluri de la declanșarea crizei economice. În plus, nivelul relativ constant al ratei șomajului înregistrat (circa 5,2 la sută) s-a datorat exclusiv unei scăderi puternice a numărului șomerilor neindemnizați, asociate nereînnoirii de către absolvenții de liceu din promoția 2012 a cererii de menținere în evidențele ANOFM. Anticipațiile managerilor companiilor¹³ privind ocuparea până la finele anului

¹² Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

¹³ A se vedea sondajul realizat de DG ECFIN/INS și studiul Manpower privind Perspectivele angajării de forță de muncă.

2013 indică menținerea unor condiții nefavorabile absorbției de forță de muncă în majoritatea sectoarelor economice, îndeosebi în construcții.

În intervalul iulie-august 2013, ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale nominale brute (5 la sută) s-a temperat pe ansamblul economiei cu 0,4 puncte procentuale față de trimestrul II exclusiv ca urmare a unui efect de bază, prin disiparea impactului majorării salariale acordate în sectorul bugetar în iunie 2012. Sub influența acordării de prime ocazionale și a modificării salariului minim brut pe țară de la 750 lei la 800 lei în luna iulie, dinamica salariului brut din sectorul privat a înregistrat o accelerare temporară. Nivelul acesteia a rămas însă moderat (3,7 la sută), cele mai reduse rate de creștere fiind în continuare observate în serviciile de piață.

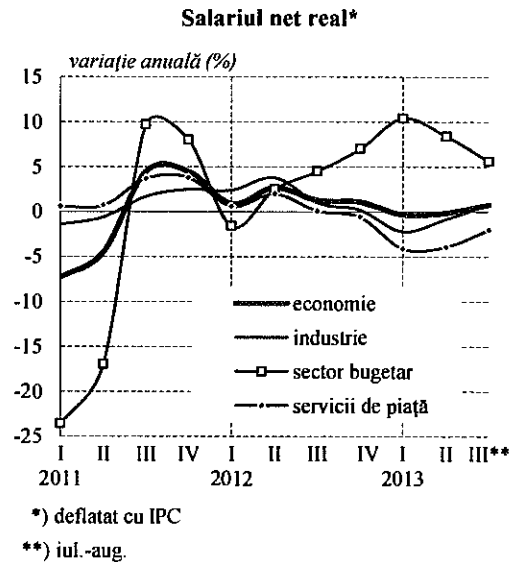
În industrie, câștigurile de productivitate a muncii au compensat pe deplin accelerarea creșterii anuale a salariului mediu brut, determinând îmbunătățirea, în continuare, a costurilor unitare cu forța de muncă. Astfel, dinamica anuală a acestora s-a adâncit în teritoriul negativ, de la -1,7 la sută în trimestrul II 2013 ajungând la -2,7 la sută în perioada iulie-august. Evoluția s-a regăsit la nivelul sectorului energetic și al celui prelucrător, prin contribuția industriei chimice, a industriei auto și a celei de mașini și echipamente, dar și a redresării industriei ușoare.

Absența presiunilor inflaționiste este sugerată nu numai de reducerea costurilor unitare cu forța de muncă, ci și de menținerea variației anuale a venitului disponibil real la valori negative, efectul creșterii modeste a veniturilor salariale fiind anulat în perioada iulie-august, similar trimestrului II 2013, de comprimarea severă a remiterilor din străinătate și de scăderea moderată a transferurilor sociale.

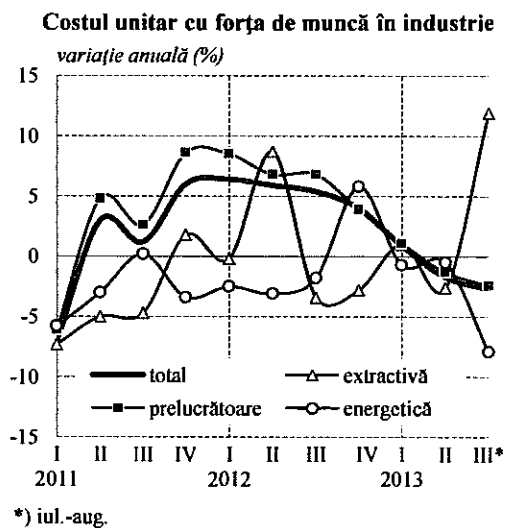
3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul II 2013, evoluțiile favorabile de pe piețele externe ale materiilor prime și aprecierea monedei naționale în raport cu principalele valute au susținut reducerea prețurilor de import și diminuarea presiunilor inflaționiste exercitate de prețurile producției industriale. Accelerarea de ritm înregistrată de prețurile producției agricole s-a datorat exclusiv unor influențe atipice pe segmentul vegetal. Pentru trimestrul următor, tendința s-ar putea menține în cazul prețurilor de import și de producție industrială și se va inversa pe segmentul prețurilor agricole, în contextul recoltei record obținute în anul curent.

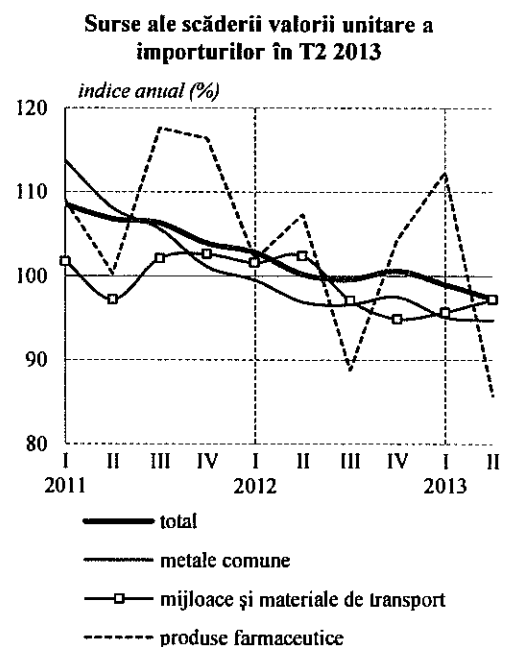
În perioada aprilie-iunie 2013, aportul favorabil al prețurilor de import la dinamica prețurilor interne s-a datorat atât componentei



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

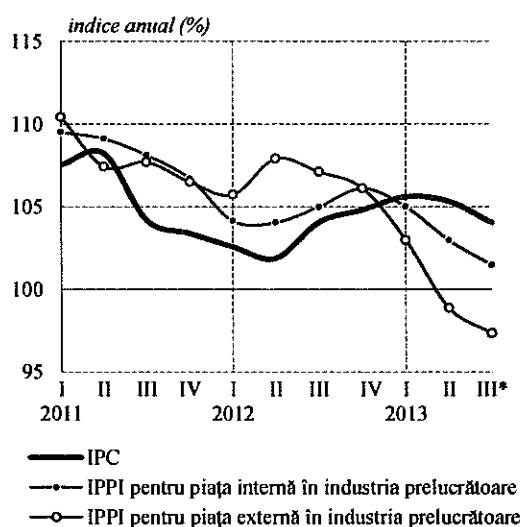


Sursa: INS, calcule BNR

externe (o nouă scădere a indicelui valorii unitare a importurilor, până la 97,3 la sută), cât și variației cursului de schimb în raport cu principalele valute (apreciere a leului față de euro și, mai ales, față de dolarul SUA).

Analiza dinamicii prețurilor bunurilor importate cu pondere în coșul de consum relevă evoluții divergente. Astfel, reduceri ale prețurilor de import au consemnat combustibilii, în contextul incertitudinii privind cererea globală, al ofertei în creștere și al nivelului ridicat al stocurilor, precum și produsele farmaceutice, posibil pe seama orientării consumului către medicamente generice (sensibil mai ieftine comparativ cu cele originale). Creșteri ale prețurilor de import s-au observat la unele produse alimentare (carne, fructe), la îmbrăcăminte – în asociere cu scumpirea materiei prime în primele luni ale anului – și încălțăminte.

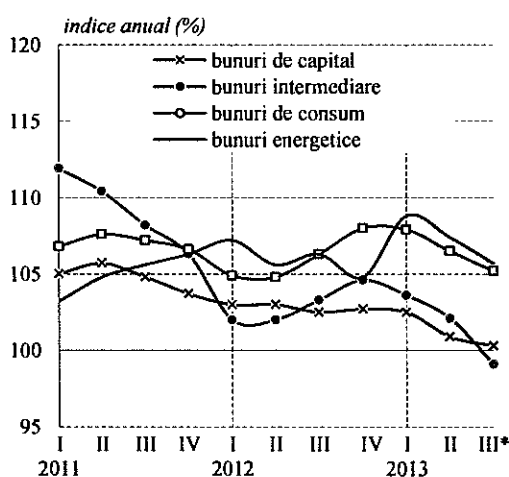
Prețurile producției industriale și de consum



*) iul.-aug.

Sursa: INS

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



*) iul.-aug.

Sursa: INS

În ceea ce privește celelalte grupe de bunuri (intermediare, de capital), indicii valorici au rămas subunitari atât pe segmentul metalelor, cât și al mijloacelor de transport (în condițiile în care a continuat creșterea importurilor de autoturisme rulate în detrimentul celor noi).

În trimestrul II 2013, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a coborât la 4,9 la sută (cu 1,5 puncte procentuale sub nivelul din trimestrul anterior). Tendința a fost vizibilă pe toate grupele de bunuri și a fost favorizată de scăderea prețurilor externe/interne ale materiilor prime, de aprecierea monedei naționale în raport cu principalele valute și de menținerea efectului inhibitor al contracției cererii interne (relevată de evoluția volumului cifrei de afaceri și a comenzilor noi).

Sub acțiunea conjugată a acestor factori, rata anuală de creștere a prețurilor de producție aferente bunurilor intermediare și de capital a continuat să se diminueze până la 2,1 la sută și, respectiv, 0,9 la sută (cea mai scăzută valoare din ultimii trei ani).

Sub influența reducerii cotațiilor internaționale ale țițeiului, o decelerare a ritmului de creștere au consemnat și bunurile energetice (-1,4 puncte procentuale), grupă care a înregistrat cea mai ridicată dinamică anuală (7,4 la sută). De menționat în acest caz și influența favorabilă a liberalizării pieței energiei electrice, gradul de deschidere ajungând în luna aprilie la 45 la sută (comparativ cu 30 la sută în trimestrul I), concomitent cu scăderea prețului mediu de tranzacționare pe OPCOM.

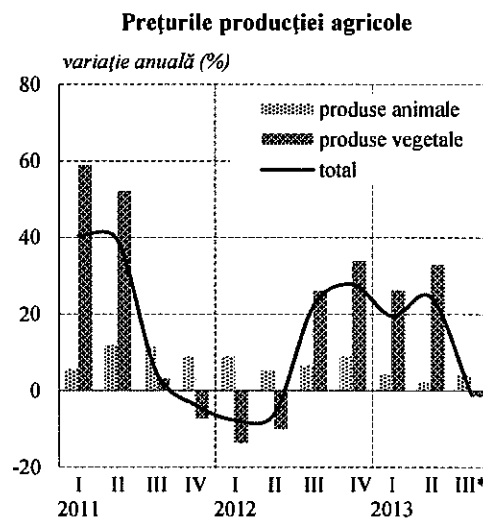
Scăderea ritmului anual de creștere a prețurilor de producție pe segmentul bunurilor de consum (-1,4 puncte procentuale, până la 6,5 la sută) a fost imprimată de industria alimentară, care a

beneficiat de reducerea costurilor cu materiile prime, pe fondul așteptărilor optimiste privind recolta din acest an.

Cu toate că majoritatea prețurilor cerealelor s-au diminuat în intervalul analizat, pe ansamblu, prețurile producției vegetale și-au majorat în trimestrul II 2013 rata anuală de creștere (+6,7 puncte procentuale, până la 32,9 la sută), exclusiv pe seama saltului temporar înregistrat de prețurile legumelor.

În ceea ce privește prețurile produselor animale, variațiile anuale au continuat să se atenueze (până la 2,4 la sută), principala contribuție în acest sens revenind diminuării costurilor cu furajele, a căror rată anuală de creștere s-a înjumătățit comparativ cu intervalul precedent, ajungând la 4,6 la sută.

În trimestrul III 2013, accentuarea aprecierii monedei naționale față de principalele valute și mișcările favorabile consemnate de prețurile externe ale materiilor prime agricole fac previzibilă menținerea dinamicii prețurilor de import în teritoriu negativ. Totuși, efecte adverse ar putea fi generate de creșterea recentă a prețului extern al metalelor, îndeosebi ca urmare a semnalelor economice pozitive din China, precum și de reluarea ascensiunii cotațiilor petrolului. Totodată, în cazul prețurilor de producție interne, un alt factor semnificativ de influență îl reprezintă continuarea liberalizării pieței energiei electrice¹⁴, pe fondul menținerii traiectoriei descendente a prețului mediu de tranzacționare pe piața liberă. În aceste condiții, decelerarea dinamicii anuale a prețurilor de producție din perioada iulie-august (până la 2,3 la sută în august) este probabil să caracterizeze întregul trimestru. De asemenea, obținerea unei recolte record în anul curent¹⁵ va determina inversarea traiectoriei prețurilor agricole.



*) iul.-aug.

Sursa: INS

¹⁴ Începând cu luna iulie, 65 la sută din energia electrică furnizată consumatorilor industriali a provenit de pe piața liberă, procentul mărindu-se la 85 la sută în luna septembrie.

¹⁵ La producția de floarea soarelui România a ajuns pentru prima dată pe locul întâi în UE, iar la grâu și secară au fost înregistrate cele mai mari niveluri din ultimii opt ani.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

BNR a accelerat în luna august și a prelungit în septembrie ciclul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind redusă, astfel, la nivelul de 4,25 la sută. În același timp, banca centrală a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, menținând neschimbat nivelul ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit. Continuarea ajustării graduale a condițiilor monetare – justificată de ampla corecție descendentă anticipată a fi consemnată în trimestrul III de rata anuală a inflației – a vizat ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste, concomitent cu crearea condițiilor pentru revigorarea activității de creditare și cu refacerea încrederii, de natură să contribuie la redresarea economiei românești.

În ședința din 5 august 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis să majoreze la 0,50 puncte procentuale pasul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind coborâtă la 4,50 la sută. Resortul unei asemenea decizii l-a constituit inflexiunea majoră anticipată a fi consemnată de evoluția inflației în perioada iulie-septembrie, finalizată cu reintrarea ratei anuale a acestuia în interiorul intervalului țintei staționare, în condițiile manifestării pregnante a unor efecte de bază favorabile. Totodată, scenariul de bază al proiecției actualizate (elaborat în contextul întocmirii Raportului asupra inflației din august 2013) a relevat o nouă ameliorare a perspectivei inflației totale pe orizontul relevant pentru politica monetară, dar și a inflației de bază, susținută de relativa accentuare a ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste și de anticipata prelungire a deficitului considerabil de cerere agregată. În plus, pe orizontul apropiat al proiecției, balanța riscurilor la adresa perspectivei inflației a devenit dominată de factorii dezinflaționiști, date fiind conturarea premiselor creșterii semnificativ peste așteptări a producției agricole din acest an, precum și implementarea, începând cu luna septembrie, a anunțatei măsuri privind reducerea cotei TVA pentru unele produse de panificație.

Consiliul de administrație al BNR a decis în cadrul ședinței din 30 septembrie să opereze încă o scădere de 0,25 puncte procentuale asupra ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care noile date disponibile au confirmat previziunile privind decelerarea alertă a inflației în primele două luni ale trimestrului III¹, relevând

¹ Rata anuală a inflației a coborât succesiv la 4,31, respectiv 3,67 la sută, de la 5,37 la sută în luna iunie.

totodată perspectiva accelerării peste așteptări a dezinflației în următoarele două trimestre, sub impactul tranzitoriu al scăderii cotei TVA la unele produse de panificație² și al manifestării efectelor relativ mai favorabile exercitate asupra dinamicii prețurilor produselor alimentare, mai cu seamă ale celor volatile, de evoluția mult îmbunătățită a sectorului agricol. Cea din urmă se contura a fi de altfel și determinantul cvasiexclusiv al relativei ameliorări a previziunilor pe termen scurt privind dinamica activității economice – implicând menținerea *gap*-ului negativ al PIB la nivelurile prognozate anterior³ –, în condițiile în care redresarea principalelor componente ale cererii interne⁴ se anticipa a fi lentă, inclusiv în contextul persistenței valorilor negative considerabile ale dinamicii anuale reale a creditului acordat sectorului privat.

Tendința de declin a variației anuale a creditului acordat sectorului privat⁵ s-a prelungit în lunile iulie-august (-7,3 la sută, față de -6,9 la sută în trimestrul II 2013), prioritar pe seama adâncirii contracției componente în lei (-3,2 la sută, față de -1,9 la sută în perioada aprilie-iunie 2013), dinamica soldului componente în valută rămânând relativ nemodificată (-3,9 la sută, pe baza valorilor exprimate în euro). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat cu rezultatele ediției din luna august 2013 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, care au pus în evidență faptul că instituțiile de credit anticipau o continuare a declinului cererii de credite a societăților nefinanciare în trimestrul III 2013, acompaniată de o nouă înăsprire a standardelor specifice de creditare; pe segmentul populației, evidențele erau mixte, fiind anticipate reluarea creșterii cererii de credite pentru locuințe și terenuri, respectiv stagnarea cererii de credite pentru consum, în condițiile nemodificării standardelor de creditare⁶. Pe acest fond, dinamica anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare a continuat să se contracte (-7,7 la sută în primele două luni ale trimestrului III, față de -6,7 la sută în trimestrul anterior), evoluția reflectând accentuarea scăderii variației anuale a creditelor în lei acordate respectivului segment⁷ (-1,7 la sută în iulie-august, față de 1,5 la sută în trimestrul II 2013), coroborată cu cvasimenținerea nivelului negativ al dinamicii creditelor în valută. Cele mai afectate au fost creditele pe termen scurt, care au consemnat scăderi drastice ale dinamicii în special în cazul componente în lei (-13,0 la sută, față de -5,7 la sută în trimestrul II), în corelație cu

² Începând cu 1 septembrie 2013.

³ Raportul asupra inflației din august 2013.

⁴ Excluzând componenta autoconsumului.

⁵ În absența altor mențiuni, indicatorii menționați sunt calculați ca variații medii anuale exprimate în termeni reali.

⁶ După ce acestea au consemnat creșteri de restrictivitate pe parcursul ultimelor șapte, respectiv două trimestre.

⁷ Soldată cu consolidarea ei în teritoriul negativ, după doi ani de valori pozitive.

accentuarea declinului creditelor noi și cu posibila majorare a volumului rambursărilor. În schimb, variația creditelor acordate populației și-a întrerupt declinul (-6,8 la sută în iulie-august, față de -7,1 la sută în trimestrul II), inclusiv datorită noilor creșteri de ritm acumulate de creditele pentru locuințe (4,3 la sută, față de 3,5 la sută în trimestrul II), preponderent pe seama componentei în lei (30,1 la sută, față de 24,7 la sută în perioada aprilie-iunie 2013); creditele pentru consum și-au prelungit însă tendința descendentă a variației anuale (-14,0 la sută, față de -13,4 la sută în trimestrul II).

Evoluția creditului acordat sectorului privat a fost reflectată doar parțial de cea a masei monetare, care a consemnat în perioada iulie-august o diminuare a variației negative (-0,8 la sută, față de -1,6 la sută în trimestrul II), atribuibilă efectului statistic exercitat de scăderea ratei anuale a inflației, dar și impactului majorării consistente pe care au înregistrat-o, în raport cu perioada similară a anului anterior, sumele provenind din fonduri europene. Aceste surse au alimentat cu precădere componenta mai lichidă a masei monetare (M1), care a înregistrat, astfel, o relativă redresare a dinamicii în iulie-august (0,6 la sută, față de -1,5 la sută în trimestrul II), la care au contribuit mai ales depozitele ON în lei ale companiilor. În schimb, depozitele la termen sub doi ani au continuat să-și majoreze contracția anuală (-1,7 la sută, față de -0,7 la sută în trimestrul II), în condițiile în care variația anuală a plasamentelor companiilor s-a redus sensibil (inclusiv pe seama unui efect de bază), iar cea a depozitelor la termen ale populației a consemnat doar o creștere modestă, atribuibilă mai ales influențelor statistice menționate anterior.

Prelungirea trendului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară și așteptările privind continuarea acestui ciclu în perioada imediat următoare, precum și cele referitoare la prezervarea de către BNR a manierei de gestionare a lichidității din sistemul bancar au susținut relaxarea condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară; un aport major au avut totodată reinstaurarea semnului pozitiv al poziției nete a lichidității băncilor în luna august și consolidarea ulterioară a valorilor relativ ridicate ale acesteia, sub impactul reamplificării injecțiilor generate de factorii autonomi ai lichidității. Schimbarea a avut ca efect o reducere sensibilă a cererii de rezerve a băncilor în ultimele două luni ale trimestrului III, implicit o scădere drastică a numărului de participanți și a volumului ofertelor prezentate la licitațiile *repo* organizate de BNR⁸; evoluția a fost acompaniată de o majorare a sumelor plasate de instituțiile de credit la facilitatea de depozit, valoarea medie zilnică a acestora devansând-o pe cea din trimestrul

⁸ Dată fiind absența sistematică a respectivelor oferte în cadrul licitațiilor organizate de-a lungul celei de a doua jumătăți a lunii august și în prima parte a lunii septembrie, operațiunile *repo* au fost suspendate temporar în perioada 16-27 septembrie.

anterior. În aceste condiții, cotațiile medii pe termen mai lung ale pieței monetare – utilizate ca reper pentru stabilirea ratelor dobânzilor la creditele noi – au scăzut în intervalul august-septembrie, după ce în luna iulie acestea s-au menținut relativ stabile, pe un palier ușor inferior ratei dobânzii-cheie a BNR.

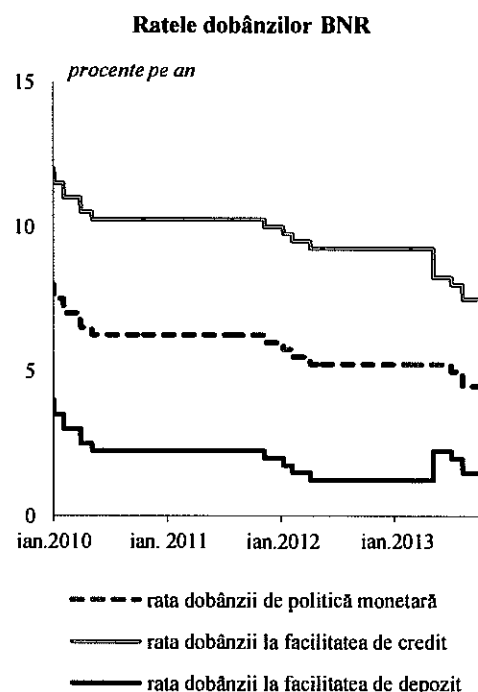
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al pieței monetare interbancare a continuat să scadă în trimestrul III 2013, o evoluție similară consemnând, pe parcursul lunilor iunie-august 2013, ratele dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen. Cursul de schimb leu/euro și-a întrerupt trendul descendent în luna iulie, manifestând ulterior o ușoară tendință de creștere, în contextul episoadelor de accentuare a aversiunii globale față de risc produse în acest interval. Creditul acordat sectorului privat a continuat să se contracte în perioada iunie-august 2013, masa monetară consemnând însă o scădere a dinamicii anuale negative, pe fondul amplificării plăților efectuate din fonduri europene și de la bugetul statului.

2.1. Ratele dobânzilor

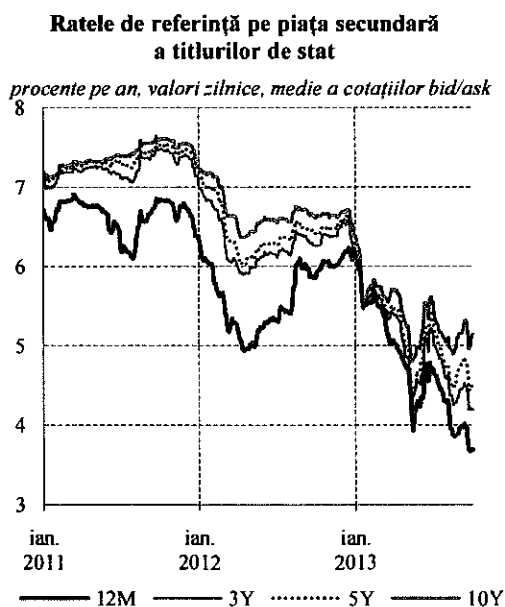
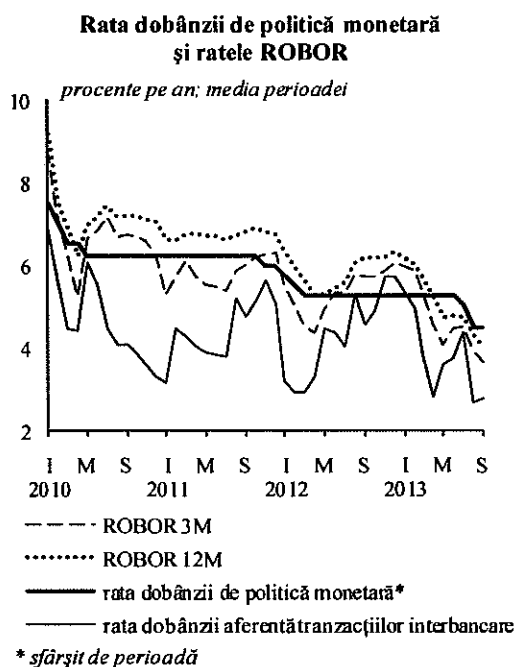
Randamentele pieței monetare interbancare au coborât în a doua parte a trimestrului III în zona inferioară a coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente, după ce în prima parte a perioadei ele se apropiaseră temporar de nivelul ratei dobânzii de politică monetară. Valoarea medie lunară a acestor randamente a atins astfel în luna august un nou minim istoric (2,68 la sută)⁹, cea trimestrială diminuându-se la rândul său cu 0,16 puncte procentuale, la 3,26 la sută.

Declinul ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt a reflectat tendința de relaxare a condițiilor lichidității indusă cu precădere de injecțiile de rezerve generate de operațiunile Trezoreriei, a căror consecință a constituit-o revenirea la valori pozitive a poziției nete a lichidității în ultimele două luni ale trimestrului III; într-un asemenea context, cererea de rezerve a băncilor – care consemnase o relativă amplificare în luna iulie – a suferit ajustări semnificative, reflectate de diminuarea severă, respectiv de absența ofertelor prezentate de bănci în cadrul licitațiilor *repo* 1W efectuate de BNR¹⁰. Pe acest fond, randamentele ON au coborât în partea inferioară a coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente, evoluând în august și septembrie după un tipar caracterizat prin scăderi relativ rapide până la limita respectivului coridor, alternate de reveniri la niveluri ușor mai înalte în debutul



⁹ Seria de date acoperă ultimii 20 de ani.

¹⁰ Date fiind creșterile episodice ale excedentelor de lichiditate din sistemul bancar, licitațiile săptămânale *repo* au fost întrerupte în perioadele 16-23 septembrie și 23-30 septembrie.



perioadelor de constituire a RMO, sub influența absorbțiilor de rezerve cu caracter tranzitoriu efectuate de Trezorerie.

Cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au rămas relativ stabile în luna iulie, pe un palier ușor inferior ratei dobânzii de politică monetară, evoluția reflectând așteptările instituțiilor de credit privind continuarea ciclului de scădere a ratelor dobânzilor reprezentative și menținerea perspectivei favorabile a condițiilor lichidității. În luna august, aceste cotații s-au înscris pe un trend descendent, care s-a accentuat ulterior efectuării de către BNR a unei reduceri peste așteptări a ratei dobânzii de politică monetară; după o perioadă de relativă stabilizare, un nou declin semnificativ de-a lungul întregului spectru de scadențe a fost consemnat în a doua parte a lunii septembrie. În consecință, valoarea medie a cotațiilor ROBOR3M din ultima lună a trimestrului a scăzut față de cea consemnată în luna iunie cu 0,80 puncte procentuale, până la 3,65 la sută; scăderi de o amplitudine similară (-0,70 puncte procentuale) s-au înregistrat și în cazul cotațiilor aferente maturităților de 6, respectiv 12 luni, ale căror medii au coborât la 4,02, respectiv 4,07 la sută.

Pe piața primară a titlurilor de stat, randamentul maxim acceptat s-a reînscris în iulie pe o tendință descendentă, reflectând creșterea sensibilă a cererii de titluri¹¹, susținută, printre altele, de evoluția favorabilă a condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară, dar și de volumul relativ ridicat al emisiunilor scadente (3,8 miliarde lei în iulie). Ca urmare, la jumătatea lunii august randamentul maxim acceptat în cazul titlurilor cu maturitate de 5 ani a coborât la 4,30 la sută – nivel minim istoric și inferior cu 0,96 puncte procentuale celui din iunie. În ultima decadă a lunii august, randamentul maxim acceptat a reînceput însă să crească, în condițiile în care cererea de titluri a resimțit efectele creșterii aversiunii globale față de risc. Impactul advers al evoluțiilor externe a fost totuși atenuat de prelungirea trendului favorabil al fundamentelor economiei românești și de menținerea caracterului relaxat al condițiilor lichidității, de natură să preserveze într-o anumită măsură atractivitatea relativă a plasamentelor pe piața locală. Astfel, ratele dobânzilor au revenit pe un trend descendent la jumătatea lunii septembrie, randamentul maxim acceptat în cadrul licitației de titluri cu scadența de un an poziționându-se, în premieră, sub pragul de 4 la sută (3,9 la sută). O evoluție diferită au avut însă titlurile cu maturitatea de 10 ani, în cazul cărora randamentul maxim acceptat a urcat în septembrie la un nivel comparabil celui din luna aprilie (5,28 la sută).

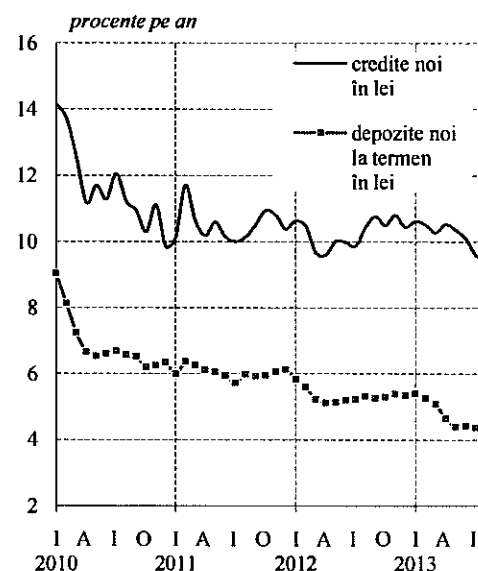
Pe piața secundară, cotațiile de referință ale titlurilor de stat au avut o evoluție similară, tendința de declin a acestora consemnând doar

¹¹ În luna iulie, cererea de titluri a depășit de 4,4 ori volumul anunțat, în condițiile în care în luna iunie raportul a fost de 1:1,9.

o întrerupere temporară în ultima decadă a lunii august și prima decadă din septembrie.

Reflectând evoluția ratei dobânzii de politică monetară și pe cea a cotațiilor de dobândă interbancare, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au continuat să scadă în perioada iunie-august 2013 (-0,48 puncte procentuale, până la 3,92 la sută, respectiv -0,83 puncte procentuale, până la 9,51 la sută în august), consemnând minime istorice¹². Pe ansamblul perioadei analizate, evoluțiile au continuat să fie omogene ca sens din perspectiva celor două sectoare de clientelă, amplitudinea scăderilor fiind mai mare însă în cazul ratelor dobânzilor aferente creditelor noi. Astfel, rata medie a dobânzii pentru creditele noi ale populației s-a diminuat cu 0,77 puncte procentuale (până la un minim istoric de 11,07 la sută atins în august), iar cea aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare a scăzut cu 0,72 puncte procentuale (până la 8,74 la sută în august, nivel ușor superior minimului istoric de 8,63 la sută înregistrat în luna anterioară). În același timp, rata medie a dobânzii pentru depozitele noi la termen a înregistrat un declin de circa 0,5 puncte procentuale, atingând nivelul de 3,38 la sută pe segmentul societăților nefinanciare, respectiv de 4,59 la sută (minim istoric) pe cel al populației.

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe parcursul trimestrului III, evoluția cursului de schimb al leului a receptat – similar ratelor de schimb ale altor monede din regiune – impactul episoadelor succesive de creștere a aversiunii globale față de risc generate de persistența incertitudinilor privind inițierea de către Fed a reducerii programului achizițiilor de active financiare. Realocările semnificative de portofolii produse în acest context au afectat însă în măsură relativ mai mică piața financiară locală, evoluția favorabilă a unor fundamente interne fiind de natură să prezerve percepția favorabilă a investitorilor nerezidenți asupra riscului asociat acesteia.

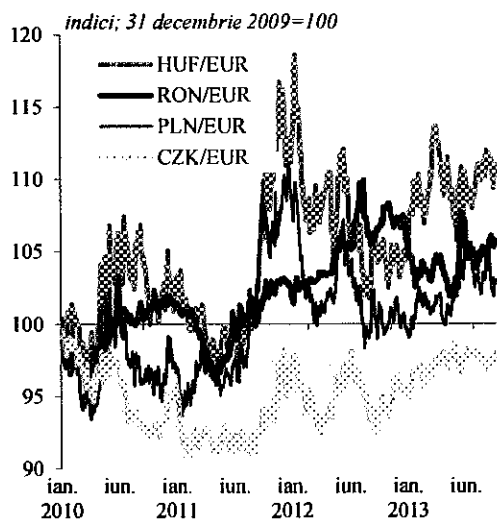
Trendul descendent pe care s-a plasat cursul de schimb leu/euro la finele trimestrului II s-a întrerupt în prima decadă a lunii iulie, pe fondul amplificării volatilității piețelor financiare internaționale, în principal ca urmare a plasării unor indicatori economici din SUA, inclusiv a celor aferenți pieței muncii, la un nivel superior celui așteptat – de natură să alimenteze temerile investitorilor legate de potențiala inițiere în luna septembrie de către Fed a reducerii achizițiilor de active financiare –, precum și a revizuirii în sens nefavorabil a prognozei FMI privind creșterea economică globală în 2013-2014.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2012 8 luni	2013 8 luni
Contul financiar	2 722	-1 414
Investiții directe	1 783	1 047
- rezidenți în străinătate	38	-71
- nerezidenți în România	1 745	1 118
Investiții de portofoliu și derivate financiare	684	3 156
- rezidenți în străinătate	-385	-482
- nerezidenți în România	1 069	3 638
Alte investiții de capital	-2 005	-4 255
- credite și împrumuturi de la FMI	-667	-2 992
- investiții pe termen mediu și lung	499	-1 219
- investiții pe termen scurt	-505	-277
- numerar și depozite pe termen scurt	-1 548	1 299
- altele	217	-1 067
Active de rezervă ale BNR (net)		
(„-” creștere/„+”scădere)	2 260	-1 362

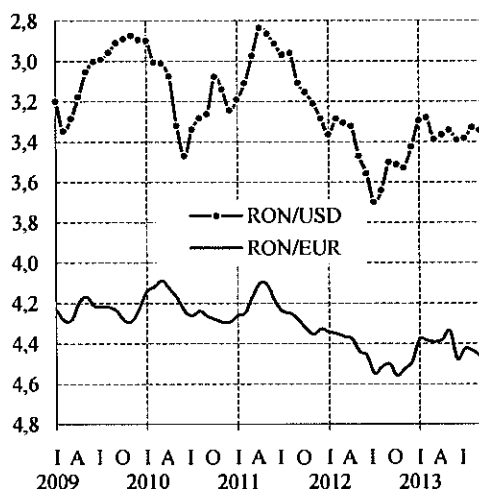
¹² Din perspectiva ultimilor 23 ani.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Cursul de schimb nominal



Relativa calmare ulterioară a pieței financiare internaționale survenită ca urmare a declarațiilor președintelui Ben Bernanke s-a reflectat și asupra ratei de schimb leu/euro, aceasta consemnând în intervalul 17-26 iulie un declin. În perioada următoare, ea a revenit însă pe un trend ascendent – temporar accentuat în prima parte a lunii septembrie¹³ –, în condițiile în care reconsolidarea așteptărilor operatorilor pieței internaționale privind iminenta ajustare de către Fed a volumului achizițiilor de active financiare a generat un nou val de creștere a aversiunii globale față de risc¹⁴.

Deteriorarea sentimentului pieței s-a asociat cu creșterea importanței acordate de investitori factorilor fundamentali locali/regionali în adoptarea deciziilor de realocare a propriilor portofolii, astfel încât efectele ei adverse au fost resimțite mai puțin intens de piețele emergente din Europa Centrală și de Est¹⁵, implicit de piața financiară locală, cel mai probabil datorită evoluției consecvent favorabile a unor indicatori economici relevanți¹⁶, precum și derulării/finalizării negocierilor destinate încheierii unui nou acord cu FMI-CE-BM. În plus, odată cu adoptarea deciziei Fed privind menținerea în perioada imediat următoare a programului de achiziții de active financiare, cursul de schimb leu/euro și-a stopat mișcarea ascendentă, consemnând ulterior oscilații relativ modeste în ambele sensuri.

Reflectând aceste evoluții, precum și influențele de natură sezonieră, lichiditatea pieței valutare interbancare s-a menținut ridicată în iulie, dar s-a diminuat în perioadele următoare; totodată, deficitul acestuia s-a amplificat treptat, în corelație cu creșterea cererii nete de deize a clienților nerezidenți (august), respectiv a clienților rezidenți (septembrie).

Pe ansamblul perioadei analizate¹⁷, leul s-a apreciat în raport cu euro în termeni nominali cu 0,3 la sută și s-a depreciat în termeni reali cu 0,8 la sută; față de moneda americană, leul s-a apreciat cu 1,5 la sută în termeni nominali și cu 0,3 la sută în termeni reali în

¹³ În anticiparea ședinței FOMC din 18-19 septembrie.

¹⁴ Spre sfârșitul lunii august, o sursă suplimentară de volatilitate pe piețele financiare internaționale au constituit-o temerile generate de evenimentele din Siria.

¹⁵ În schimb, în condițiile înrăutățirii așteptărilor privind evoluțiile economice ale unor state emergente din Asia și America de Sud, precum și ale manifestării temerilor legate de capacitatea acestora de a mobiliza necesarul de finanțare externă, piețele respective s-au confruntat cu retrageri semnificative de capital (în special cele din Turcia, India, Indonezia și Brazilia).

¹⁶ Datele publicate în acest interval referitoare la PIB și volumul producției industriale s-au situat la un nivel superior celui anticipat de analiști; totodată, exporturile FOB au atins în luna iulie valoarea record de 4 482 milioane euro, iar soldul contului curent a consemnat în primele șapte luni ale anului un excedent de 489 milioane euro (față de un deficit de 3 041 milioane euro în perioada similară a anului anterior).

¹⁷ În același interval, forintul s-a depreciat față de euro cu 1,4 la sută, coroana cehă cu 0,1 la sută, în timp ce zlotul polonez s-a întărit cu 1,0 la sută.

condițiile în care dolarul și-a diminuat valoarea pe piețele financiare internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul s-a apreciat atât față de euro cât și, mai ales, față de dolarul american.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul iunie-august 2013, dinamica negativă a masei monetare¹⁸ (M3) a continuat să se diminueze (-0,7 la sută, față de -1,9 la sută în perioada martie-mai 2013), evoluția asociindu-se în principal majorării plăților efectuate din fondurile europene¹⁹ și de la bugetul statului^{20,21}. Aceste influențe au devansat impactul nefavorabil exercitat asupra lichidității din economie de continuarea ajustării bilanțurilor diferitelor categorii de agenți economici, precum și de potențialele realocări dinspre activele monetare înspre alte categorii de instrumente financiare. În cadrul M3, plusul de ritm a continuat să reflecte îmbunătățirea dinamicii componentei sale lichide, aceasta reintrând în teritoriul pozitiv, pe seama evoluției depozitelor *overnight* ale companiilor și a numerarului în circulație; un impact favorabil a avut și reducerea variației negative a instrumentelor financiare tranzacționabile, în contextul disipării efectului de bază produs de modificările metodologice statistice survenite în anul anterior. În schimb, dinamica depozitelor la termen sub doi ani a continuat să avanseze în teritoriul negativ, reflectând decelerarea creșterii componentei în valută, regăsită la nivelul ambelor categorii principale de clienți. În aceste condiții, structura pe monede a masei monetare a continuat să se îmbunătățească.

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă menținerea mișcării descendente, respectiv ascendente a dinamicii depozitelor populației, respectiv ale companiilor. În cazul primului segment, evoluția s-a datorat însă preponderent efectului statistic al cursului de schimb leu/euro. Eliminarea acestuia relevă o atenuare a dinamicii negative a depozitelor din M3 ale persoanelor fizice, asociată, cel mai probabil, majorării anumitor categorii de

**Ritmurile de creștere anuală a M3
și a componentelor sale**

	variație procentuală în termeni reali					
	2012		2013			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	2,9	-0,1	-3,3	-1,6	-2,3	0,6
M1	3,4	-0,4	-4,2	-1,5	-1,5	2,8
Numerar în circulație	9,6	1,8	-4,9	-2,4	-3,8	-0,3
Depozite overnight	0,2	-1,6	-3,8	-0,9	-0,2	4,5
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	6,4	3,5	-0,3	-0,7	-2,7	-0,7

Sursa: INS, BNR

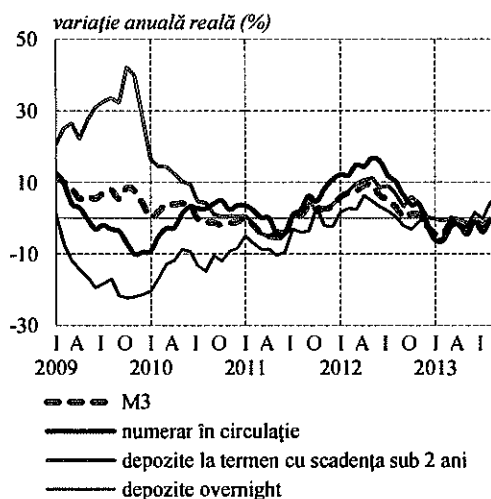
¹⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2013.

¹⁹ Pe baza datelor de pe site-ul MFE, inclusiv ca urmare a decontării proiectelor finanțate prin programul POST care a fost deblocat în luna iunie.

²⁰ Conform comunicatelor de presă ale ANAF, volumul rambursărilor de TVA corespunzător acestei perioade a fost cel mai mare din ultimul an și jumătate. Totodată, Trezoreria statului a acordat împrumuturi Autorităților de Management al programelor operaționale pentru plata facturilor către beneficiarii fondurilor europene.

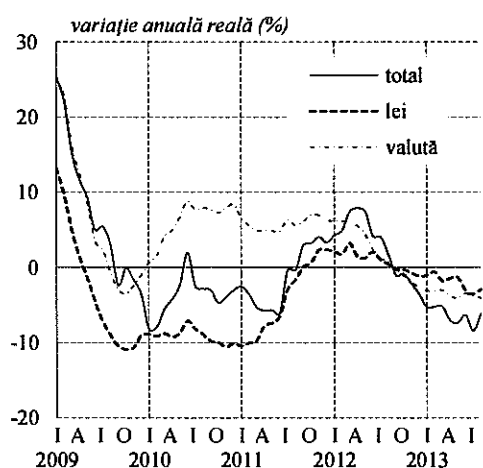
²¹ O influență favorabilă asupra dinamicii M3 au mai exercitat și unele efecte de bază.

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

venituri²²; în sens opus, dar cu o intensitate mai redusă, au acționat potențiala creștere a rambursărilor în contul creditelor și respectiv realocarea unor plasamente din M3 înspre depozitele la termen de peste doi ani în valută. Îmbunătățirea ritmului de creștere a depozitelor din M3 ale companiilor s-a localizat exclusiv la societățile nefinanciare, care au beneficiat de majorarea sumelor primite de la buget/din fondurile europene; impactul acestora l-a devansat pe cel al sporirii conjuncturale a plăților către bugetul statului²³ și respectiv al creșterii sumelor achitate în contul datoriei externe²⁴. În schimb, depozitele instituțiilor financiare nemonetare și cele ale administrațiilor publice locale incluse în M3 și-au redus dinamica, mișcarea corelându-se, în cazul primului segment, cu efectuarea plăților de dividende ale Fondului Proprietatea²⁵ și realocarea unor plasamente înspre titlurile de stat și obligațiunile emise de bănci²⁶, iar în cazul celui de-al doilea, cu creșterea interesului pentru depozitele la termen de peste doi ani în lei.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, îmbunătățirea dinamicii acestui agregat monetar a reflectat scăderea variației negative a deținerilor de titluri de stat ale băncilor și încetinirea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital). O influență de sens opus au exercitat ușoara reducere a dinamicii creditului acordat sectorului privat și accelerarea celei a depozitelor în lei ale Trezoreriei statului; evoluțiile dinamicilor celorlalte contrapartide s-au compensat în mare parte.

Creditul

În perioada iunie-august 2013, variația anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să scadă²⁷ (-6,9 la sută, față de -6,5 la sută în intervalul martie-mai 2013), însă relativ mai lent decât în perioada anterioară; încetinirea declinului a reflectat efectul statistic al scăderii ratei anuale a inflației, precum și

²² Plăți ale sumelor dispuse prin hotărâri judecătorești reprezentând drepturi de natură salarială stabilite în favoarea personalului din sectorul bugetar.

²³ Plata celei de-a doua tranșe a taxei pentru licențele de telefonie mobilă.

²⁴ Conform datelor din balanța de plăți, volumul mediu al rambursărilor nete în contul datoriei externe efectuate de sectorul nebancar în perioada iunie-august 2013 a fost cel mai mare din ultimul an și jumătate.

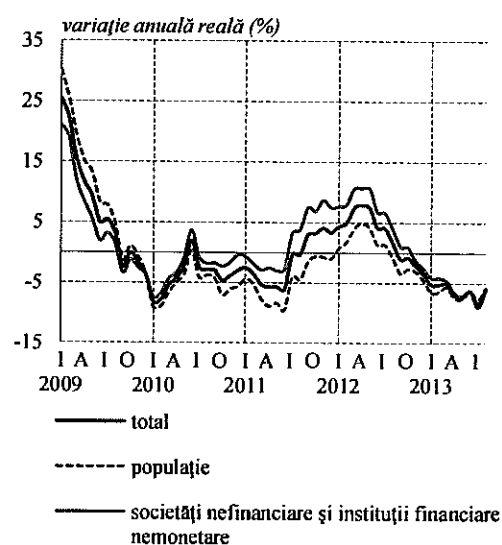
²⁵ Fondul Proprietatea a distribuit dividende în valoare de 550 milioane lei (conform comunicatului de presă), fapt ce i-a afectat valoarea depozitelor din bănci.

²⁶ În iunie, Unicredit Țiriac a emis obligațiuni în valoare de 550 milioane lei, printre cumpărători numărându-se, conform informațiilor din comunicatul de presă, și investitori din categoria „alți intermediari financiari”, iar în luna iulie Raiffeisen Bank a lansat o emisiune de obligațiuni în valoare de 225 milioane lei, titlurile fiind achiziționate, potrivit comunicatului de presă, preponderent de investitorii locali.

²⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2013.

influența componentei în valută, care și-a redus sensibil pasul de scădere a dinamicii anuale. În aceste condiții, ponderea medie a creditului în devize în totalul creditului acordat sectorului privat nu a consemnat modificări, menținându-se la o valoare reprezentând minimul ultimilor doi ani. Analiza structurii creditelor pe categorii de clienți evidențiază o ușoară diminuare, respectiv o majorare a variației negative a împrumuturilor aferente populației și companiilor. Modificarea consemnată la nivelul populației a provenit însă îndeosebi din efectul statistic al scăderii ratei anuale a inflației; exprimate în termeni nominali, atât creditele în lei, cât și cele în valută ale acestui segment au consemnat o reducere de ritm, asociată, în primul caz, creditelor pentru consum, iar în cel de-al doilea, tuturor categoriilor de destinații. Evoluțiile s-au corelat cu menținerea restrictivității ridicate a standardelor de creditare²⁸ și, într-o anumită măsură, cu amplificarea fluxului net de credite ale populației transferate din bilanțurile băncilor²⁹. În ceea ce privește creditele companiilor, scăderea de ritm a fost indusă exclusiv de componenta destinată societăților nefinanciare și a afectat deopotrivă creditele în lei – într-o măsură mai mare decât în perioada anterioară – și pe cele în valută (exprimate în euro); în ambele cazuri, declinul a fost localizat cu precădere la nivelul împrumuturilor pe termen scurt. Pe ansamblu, evoluția s-a corelat cu diminuarea relativă a volumului de credite noi, reflectând continuarea înăsprii standardelor de creditare și respectiv scăderea cererii de împrumuturi a societăților nefinanciare. În aceste condiții, pentru prima oară în ultimii trei ani și jumătate, ritmul de creștere a creditelor populației l-a devansat pe cel al companiilor.

**Creditul acordat sectorului privat
pe sectoare instituționale**



Sursa: INS, BNR

²⁸ Conform ediției din august 2013 a Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației.

²⁹ Pe baza datelor din statistica monetară privind creditele transferate, achiziționate și anulate din bilanțurile băncilor.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 1,8 la sută la sfârșitul anului 2013 și la 3,0 la sută la finele anului 2014, valori situate cu 1,3 și, respectiv, 0,1 puncte procentuale sub nivelurile prognozate în Raportul asupra inflației din luna august 2013, niveluri ce aveau în vedere un an agricol normal.

Revizuirea substanțială în jos a prognozei pentru sfârșitul anului 2013 este, în principal, rezultatul manifestării riscurilor menționate în balanța aferentă scenariului de bază al proiecției din runda anterioară. Astfel, indicele inflației de bază CORE2 ajustat și grupa de prețuri volatile ale alimentelor (LFO) au beneficiat de reducerea de la 1 septembrie a.c. a cotei TVA la unele produse de panificație și de confirmarea unei recolte vegetale de excepție, suprapuse efectului de bază al producției agricole scăzute din anul anterior.

Actualizarea prognozei a implicat și alte redimensionări, de mai mică amploare, ale contribuțiilor componentelor indicelui agregat. Pentru finele anului 2013, a fost revizuită în sens favorabil dinamica prețurilor combustibililor și în sens contrar cea a prețurilor administrate și a prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice. Pentru sfârșitul anului 2014 au fost proiectate contribuții mai scăzute ale indicelui CORE2 ajustat și ale prețurilor combustibililor și mai ridicate în cazul prețurilor administrate.

Reducerea cotei TVA la unele produse de panificație și anul agricol curent foarte bun consecutiv recoltei scăzute din anul precedent, în condițiile adoptării ipotezei-standard a unui an agricol normal în 2014, au un impact substanțial, însă tranzitoriu, asupra ratei anuale a inflației IPC.

Ca urmare, efectul favorabil determinat de acești factori conjuncturali este prevăzut a se epuiza în mare parte în trimestrul III al anului 2014, ceea ce explică revizuirea marginală a proiecției pentru sfârșitul acestuia. Traectoria proiectată a ratei inflației IPC coboară în prima jumătate a anului 2014 sub limita inferioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale, atingând un nivel minim situat sub 1 la sută în cursul trimestrului I, după care revine în interiorul intervalului în trimestrul III. În a doua jumătate a perioadei de prognoză, rata anuală a inflației se stabilizează la valori situate ușor peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului țintei, în contextul continuării ajustării, la acest orizont, a unor categorii de prețuri aflate în afara controlului politicii monetare.

Configurația traiectoriei ratei inflației IPC este influențată în mare măsură, în proiecția actuală, de cea a ratei anuale a indicelui

CORE2 ajustat. În structura acestuia sunt incluse prețurile produselor a căror cotă TVA a fost redusă și cele ale produselor alimentare procesate¹ asupra cărora se propagă cu un decalaj, prin intermediul prețurilor materiilor prime agricole, efectele recoltei abundente din acest an. În principal ca urmare a efectului de bază asociat acestor factori, rata anuală proiectată a inflației de bază coboară la niveluri istorice minime (sub 0,5 la sută) în prima jumătate a intervalului de prognoză și revine ulterior la valori apropiate de 2 la sută. La proiectarea ratei inflației CORE2 ajustat sub cea din runda anterioară pe întregul interval de prognoză au mai contribuit revizuirea anticipațiilor privind inflația și cea a deficitului de cerere. Pentru a doua jumătate a intervalului de referință, ușoara inversare de tendință a așteptărilor privind inflația², ca urmare a percepției de către agenții economici a epuizării efectelor de bază menționate anterior, precum și diminuarea treptată a deficitului de cerere pe măsura anticipării intensificării activității economice plasează rata anuală a inflației de bază pe o traiectorie moderat crescătoare.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare calibrarea ansamblului condițiilor monetare reale în sens larg pentru a asigura menținerea pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului țintei, creând totodată premisele necesare redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei și realizării unei creșteri economice de durată.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la acest scenariu. Posibilele surse ale acestor abateri sunt asociate atât mediului extern, cât și celui intern.

Riscurile provenind din mediul extern sunt în continuare legate de incertitudinile cu privire la volatilitatea fluxurilor de capital orientate către economia românească, în contextul variabilității apetitului pentru risc al investitorilor față de economiile emergente în ansamblu. Riscurile sunt generate de factori relevanți în context european și global, care includ: fragilitatea perspectivelor de redresare a economiilor principalilor parteneri comerciali ai României în contextul persistenței fragmentării financiare și a procesului de dezintermediere transfrontalieră; problemele de sustenabilitate a datoriilor suverane și a celor ale sectorului bancar privat ale unor țări din zona euro; incertitudinile referitoare la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american; posibila încetinire semnificativă a creșterii economiilor emergente majore (inclusiv China). Materializarea unuia sau a unei combinații a acestor riscuri ar determina abateri nefavorabile de la scenariul

¹ Ponderea produselor alimentare procesate în ansamblul coșului CORE2 ajustat este de 50 la sută.

² Conform rezultatelor celui mai recent sondaj privind așteptările inflaționiste derulat de BNR în rândul analiștilor bancari.

de bază al proiecției macroeconomice atât în privința coordonatelor inflației, cât și ale creșterii economice.

În condițiile evoluțiilor recente relativ atenuate de pe piețele internaționale ale materiilor prime, riscurile de abatere în sus de la ipotezele scenariului de bază al proiecției sunt preconizate a fi ceva mai accentuate pe termen mediu, pe fondul posibilei agravări a unor tensiuni geopolitice.

Pe plan intern, o balanță adversă a riscurilor la adresa ratei proiectate a inflației este asociată unor informații devenite disponibile ulterior elaborării scenariului de bază al proiecției macroeconomice, care se referă la majorări ale accizelor pentru diverse categorii de produse, măsuri incluse în acordul încheiat de autoritățile române cu UE-FMI-BM și care vor fi, cel mai probabil, încorporate și în proiectul de buget pe anul 2014.

O sursă de vulnerabilitate persistentă o reprezintă rigiditățile structurale care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru atenuarea consecințelor șocurilor adverse. Respectarea strictă a prevederilor noului acord de finanțare încheiat cu UE-FMI-BM, cu accent asupra continuării reformelor structurale și a celor care vizează augmentarea potențialului de creștere a economiei interne, ar fi de natură, mai ales în contextul calendarului electoral încărcat din cursul anului viitor, să modereze, comparativ cu Raportul asupra inflației precedent, riscurile provenind din această sursă.

Balanța riscurilor asociate ipotezelor din scenariul de bază privind dinamica prețurilor administrate este relativ echilibrată pe parcursul perioadei de referință. Echilibrate pe termen scurt apar a fi și riscurile legate de evoluția prețurilor interne ale mărfurilor alimentare. Ponderea ridicată a acestora în coșul de consum și volatilitatea asociată indusă atât asupra inflației de bază, cât și asupra dinamicii indicelui prețurilor de consum continuă însă să genereze riscuri la adresa stabilității prețurilor dincolo de orizonturile apropiate.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a PIB UE efectiv³ indică o ușoară contracție în 2013, de -0,15 la sută, dinamica sa urmând să redevină pozitivă anul viitor (1,23 la sută), în special pe seama contribuției constant ascendente a cererii interne, anticipată a beneficia de pe urma caracterului acomodativ al politicii monetare, dar și a unei orientări relativ mai puțin constrângătoare a politicii fiscale. Înscriindu-se în tendința observată în cadrul ultimelor runde de proiecție, perspectivele

Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale		
	2013	2014
Creștere economică în UE efectiv (%)	-0,15	1,23
Inflația anuală din zona euro (%)	1,50	1,45
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,21	0,38
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,32	1,29
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	108,6	104,2

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

³ UE-28 excluzând România. Indicatorul este calculat pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE.

privind creșterea economică în regiune au fost reevaluate în jos pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză⁴, sugerând un impact mai restrictiv al cererii externe asupra deviației PIB intern de la trend comparativ cu cel considerat în trimestrul precedent.

Valorile preconizate pentru creșterea medie anuală a indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) din zona euro se mențin la niveluri inferioare reperului de 2 la sută aferent stabilității prețurilor, 1,50 la sută pentru 2013 și, respectiv, 1,45 la sută pentru 2014, ca urmare a persistenței deficitului de cerere⁵, dar și a păstrării ipotezei referitoare la continuarea atenuării dinamicii sub-componentei energie, reflectând traiectoria anticipat descrescătoare a prețului petrolului.

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată pe o traiectorie în creștere către finele intervalului de proiecție, valorile medii anticipate pentru cei doi ani de prognoză, de 0,21 la sută și, respectiv, de 0,38 la sută, fiind doar marginal revizuite față de cele prognozate anterior.

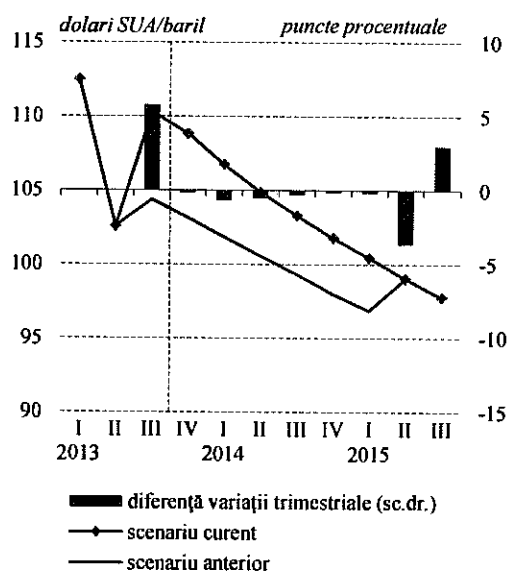
Dinamica cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară depreciere a monedei europene în raport cu dolarul american până la un nivel de 1,265 EUR/USD în trimestrul IV 2014 – ca urmare a revizuirii în sens descendent pe cea mai mare parte a intervalului analizat a perspectivelor privind evoluția activității economice din UE și în particular din zona euro – urmată de conservarea acestei valori până la orizontul proiecției.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures*⁶ și prevede, sub impactul cererii globale încă slabe, o scădere graduală pe intervalul de prognoză.

1.2. Perspectivile inflației

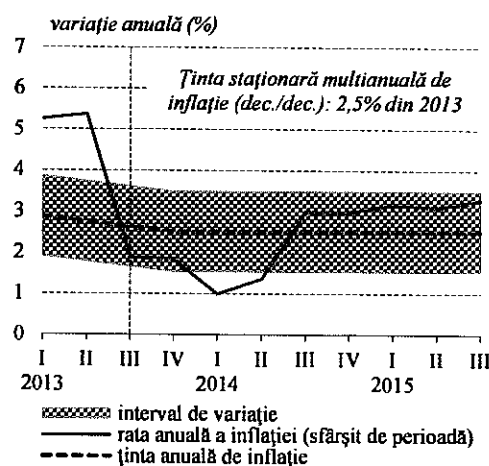
Rata anuală a inflației IPC este prognozată în scenariul de bază la 1,8 la sută la finele anului 2013 și la 3,0 la sută la sfârșitul anului viitor, valori plasate în intervalul de variație din jurul țintei centrale de inflație⁷. Pentru finele celor doi ani, comparativ cu raportul publicat în luna august, rata anuală proiectată a inflației este mai redusă cu 1,3 puncte procentuale și, respectiv, 0,1 puncte

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



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

Previziuni privind evoluția inflației



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

Sursa: INS, proiecție BNR

⁴ Reflectând impactul unei evoluții modeste a activității economice de la nivel mondial, dar și o ușoară înăsprire a condițiilor de finanțare comparativ cu runda anterioară de proiecție ca urmare a incertitudinilor ce planează asupra amplitudinii viitorului stimul monetar din SUA.

⁵ Generează presiuni dezinflaționiste.

⁶ Sursa: Bloomberg (cotații preluate la data de 10 octombrie 2013).

⁷ Începând cu anul 2013, BNR a adoptat o țintă staționară multianuală de inflație, situată la nivelul de 2,5 la sută ± 1 punct procentual. Ținta asumată a fost discutată cu guvernul.

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

variație anuală
(procente, sfârșit de perioadă)

	2013	2014				2015		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă	2,5				2,5			
Proiecție	1,8	1,0	1,4	3,0	3,0	3,2	3,1	3,3

procentuale. La revizuirea substanțială a prognozei pentru decembrie 2013 contribuie în principal prețurile alimentare volatile (LFO) și cele incluse în indicele inflației de bază CORE2 ajustat, pe fondul materializării riscurilor referitoare la recolta agricolă favorabilă și reducerea cotei TVA la unele produse de panificație, menționate ca probabile în Raportul asupra inflației din august. Într-o măsură mai redusă, la revizuire contribuie și dinamica mai favorabilă a prețurilor combustibililor, în timp ce influențe de sens contrar sunt exercitate de dinamica ușor mai alerte ale prețurilor administrate și ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice. Revizuirea prognozei pentru sfârșitul anului viitor se datorează proiectării unor contribuții mai favorabile ale indicelui CORE2 ajustat și prețurilor combustibililor, în timp ce prețurile administrate sunt anticipate să exercite un impact inflaționist ușor mai ridicat, iar dinamica anuale din cadrul celorlalte grupe ale IPC vor exercita contribuții relativ similare celor prevăzute anterior.

Pe fondul unor factori excepționali, precum recolta agricolă abundentă, reducerea, în luna septembrie, a cotei TVA la unele produse de panificație și disiparea efectului nefavorabil asociat ajustării unor tarife administrate în prima parte a anului curent, rata prognozată a inflației anuale se plasează temporar la valori sub limita inferioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale în primul semestru din 2014. Proiecția prevede revenirea în interiorul intervalului în trimestrul III 2014, în contextul manifestării unui efect de bază semnificativ asociat disipării șocurilor favorabile de ofertă din trimestrul III a.c. În continuare, se preconizează menținerea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale până la orizontul proiecției.

Similar ratei anuale IPC, dinamica indicelui CORE2 ajustat se va menține la niveluri scăzute în următoarele trimestre, atingând valoarea de 0,3 la sută în decembrie 2013 și 0,2 la sută la finele trimestrului II al anului viitor, pe fondul efectelor ce sunt așteptate să se manifeste de-a lungul a circa patru trimestre ale șocurilor recente de ofertă⁸. Disiparea acestor influențe în trimestrul III al anului viitor va implica manifestarea unui efect de bază semnificativ și plasarea dinamicii anuale la valoarea de 1,8 la sută la acest orizont. Ulterior, rata anuală a inflației de bază este prognozată pe o traiectorie ușor ascendentă, pe fondul reducerii graduale a influenței dezinflaționiste a deficitului de cerere și al plasării anticipațiilor inflaționiste la niveluri mai ridicate decât în

⁸ Indicele CORE2 ajustat conține produsele de panificație a căror cotă TVA a fost diminuată în luna septembrie a.c., precum și produse alimentare procesate, ale căror prețuri sunt influențate, cu un decalaj, de efectele persistente ale reducerii prețurilor la unele materii prime agricole încorporate în producția acestora, pe fondul recoltei favorabile din acest an.

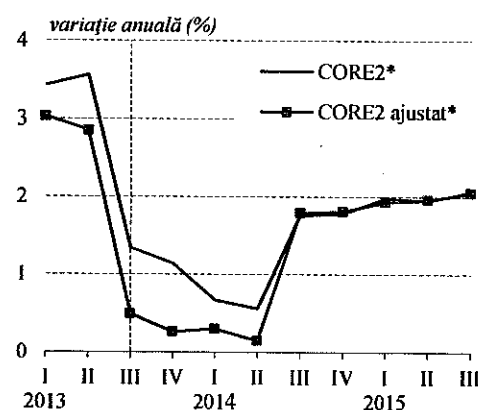
prima parte a anului viitor⁹. Valoarea anticipată a indicatorului este de 1,8 la sută la sfârșitul anului 2014 și de 2,1 la sută la orizontul proiecției.

Comparativ cu Raportul asupra inflației precedent, traiectoria ratei anuale a inflației CORE2 ajustat consemnează o revizuire în jos pe întregul interval de prognoză. Șocurile favorabile de ofertă manifestate în trimestrul III a.c. reprezintă principalul determinant al revizuirii majore a coordonatelor inflației de bază în al doilea semestru al anului curent și primul semestru al celui viitor. Pe lângă șocurile de ofertă menționate, dar în relație cu acestea, la revizuirea în jos a traiectoriei inflației CORE2 ajustat contribuie plasarea anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici la valori mai scăzute, un aport suplimentar avându-l și proiectarea deviației PIB la valori ușor mai favorabile dezinflației¹⁰. O influență de sens contrar este exercitată de reevaluarea ascendentă a contribuției preconizate a prețurilor de import în prima jumătate a anului viitor, în principal pe seama dinamicii din perioadele recente a cursului de schimb al leului, în timp ce pentru restul intervalului de prognoză inflația importată a fost revizuită la valori marginal mai reduse, pe fondul unei evoluții ușor mai favorabile a prețurilor externe comparativ cu runda anterioară.

Scenariul de evoluție a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurat, în principal, pe baza prevederilor Codului fiscal din 2013 cu referire la modificarea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, la care se adaugă actualizarea nivelului de referință al cursului de schimb utilizat pentru determinarea echivalentului în lei al acestora¹¹. Contribuțiile componente la inflația IPC la finalul anului curent și al celui viitor sunt similare valorilor anticipate în runda anterioară de prognoză.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează informațiile referitoare la calendarele privind eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică publicate de către ANRE și indicațiile oferite de prețurile la energia electrică ale OPCOM. Dinamica anuală a grupei este prognozată la valoarea de 6,6 la sută în decembrie 2013 și 7,2 la sută la finele anului viitor,

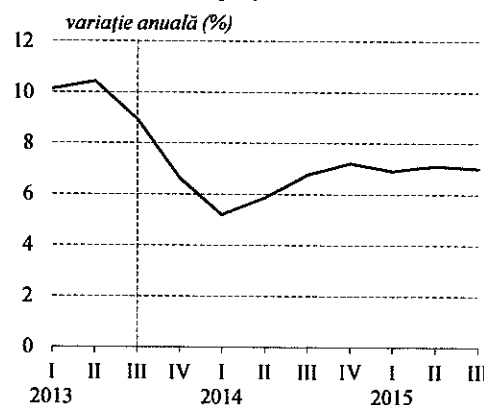
Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor administrate*



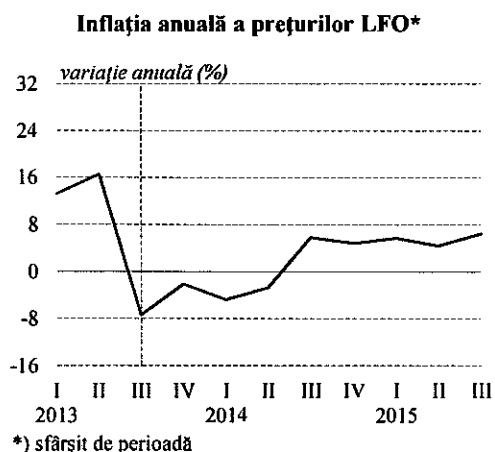
*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

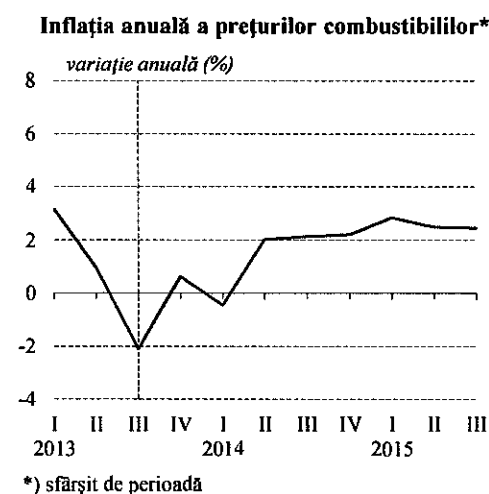
⁹ Comparativ cu runda anterioară de proiecție, anticipațiile inflaționiste sunt apreciate a se plasa la un nivel semnificativ mai redus la sfârșitul anului curent. În continuare, scenariul de bază prevede înscrierea acestora pe o traiectorie ușor ascendentă începând din trimestrul I 2014, inclusiv în contextul epuizării treptate a efectelor favorabile asupra ratei anuale a inflației IPC ale șocurilor recente de natura ofertei (producția agricolă excepțională din 2013 și reducerea cotei TVA la unele produse de panificație în septembrie a.c.).

¹⁰ Pentru detalii, a se vedea secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

¹¹ Cursul de schimb RON/EUR aferent calculului accizelor pentru anul fiscal 2014 a fost actualizat la valoarea de 4,4485 publicată de BCE la 1 octombrie 2013 (valoarea la 1 octombrie 2012 a fost de 4,5223).



Sursa: INS, proiecție BNR



Sursa: INS, proiecție BNR

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2013	2014
Prețuri administrate	1,2	1,3
Combustibili	0,0	0,2
Prețuri LFO	-0,1	0,3
CORE2 ajustat	0,1	1,1
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,6	0,1

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

valori revizuite în sus cu 0,4 puncte procentuale și, respectiv, 0,7 puncte procentuale¹².

Datorită recoltei agricole excepționale din 2013, prețurile LFO sunt anticipate a se înscrie pe o traiectorie anuală deflaționistă până la jumătatea anului viitor. Ulterior, pentru restul anului 2014, acestea își vor inversa tendința de evoluție, în linie cu ipoteza unui an agricol 2014 considerat normal și, implicit, a unui efect de bază a cărui amplitudine maximă este preconizată a fi atinsă pe parcursul trimestrului III (septembrie 2014). Pentru restul intervalului de prognoză, inflația anuală a LFO înregistrează o dinamică relativ stabilă, marcată de efecte sezoniere specifice acestei grupe din coșul IPC. Contribuția indicatorului la rata anuală a inflației IPC din decembrie 2013 este de -0,1 puncte procentuale, mai redusă (cu 0,3 puncte procentuale) față de runda anterioară de prognoză, în timp ce pentru anul viitor contribuția anticipată se menține la aproximativ 0,3 puncte procentuale.

Inflația anuală a combustibililor este prognozată a atinge 0,6 la sută la sfârșitul anului curent și 2,2 la sută la finele celui viitor, valori revizuite cu 1,1 puncte procentuale și respectiv 0,4 puncte procentuale față de runda anterioară. La reconfigurarea traiectoriei componente își aduc aportul preconizarea unei decelerări mai accentuate a prețului petrolului Brent, plasarea anticipațiilor inflaționiste la niveluri mai reduse și modificarea cursului de schimb RON/EUR folosit la calculul accizei în 2014. O influență de sens contrar, dar mai redusă ca magnitudine, este dată de cursul de schimb EUR/USD cu impact mai nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA¹³.

Contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri administrate, cele ale alimentelor cu prețuri volatile (LFO), combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,7 puncte procentuale la sfârșitul anului 2013 și de 1,9 puncte procentuale la finele celui viitor.

¹² În principal pe fondul reevaluării ipotezelor privind dinamica prețurilor la energia electrică, în condițiile înregistrării unei evoluții mai puțin favorabile decât se anticipa anterior pentru această subcategorie în trimestrul III al anului curent.

¹³ Prețurile combustibililor practicate de principalii operatori interni depind de cotațiile internaționale ale petrolului Brent, exprimate în dolari SUA. Pentru transformarea acestora în lei, relevant este cursul nominal de schimb leu-dolar. Scenariul curent de evoluție a cotației EUR/USD prevede aprecieri ușor mai accentuate ale dolarului SUA comparativ cu scenariul din runda anterioară de proiecție.

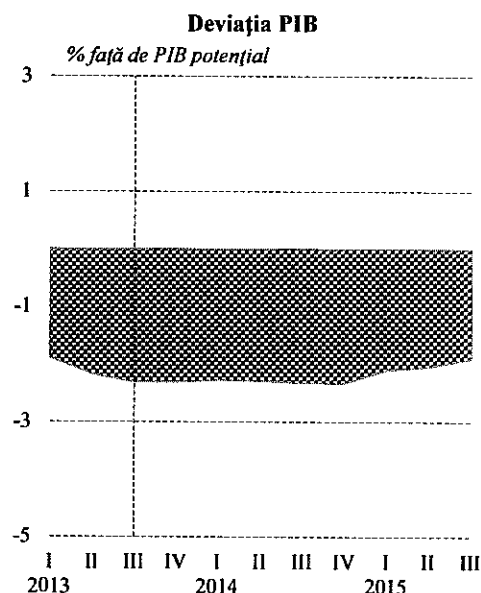
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție¹⁴

Deviația PIB

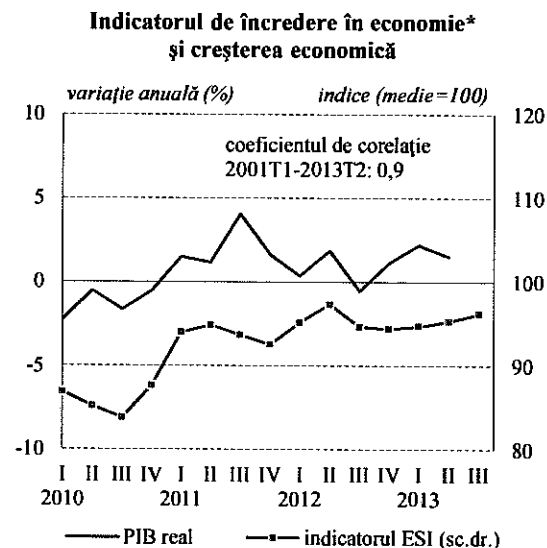
În intervalul parcurs de la raportul precedent, INS a publicat¹⁵ serii revizuite ale PIB real ajustat sezonier aferente intervalului trimestrul I 2000 – trimestrul I 2013. Conform comunicatului INS, în primele două trimestre ale anului 2013, PIB real ajustat sezonier a înregistrat creșteri trimestriale de 0,4 la sută și, respectiv, 0,5 la sută. Pentru trimestrul III a.c., evoluția unor indicatori macroeconomici cu frecvență lunară¹⁶, coroborată unei producții agricole de excepție, sugerează menținerea unei dinamici trimestriale pozitive a PIB, în creștere față de valorile din prima jumătate a anului curent.

Evoluția PIB potențial pe intervalul de proiecție este determinată de contribuțiile pozitive ale tuturor factorilor de producție. Rata de creștere a PIB potențial pentru anul 2013 este evaluată a fi superioară celei din anul precedent, ca urmare a avansului productivității totale a factorilor de producție, în special pe seama performanței sectorului agricol. Pentru perioadele următoare, se anticipează că dinamica formării brute de capital fix se va reflecta într-o contribuție relativ constantă a stocului de capital, în timp ce evoluțiile favorabile proiectate ale ratei șomajului BIM și ratei de activitate, contrabalansate parțial de reducerea populației în vârstă de muncă (15-74 ani), vor configura o contribuție marginal pozitivă a forței de muncă. Pentru perioada 2014-2015, este anticipată o îmbunătățire graduală a productivității totale a factorilor, în ipoteza consolidării eforturilor de creștere a ratei de absorbție a fondurilor structurale și de coeziune și a așteptărilor privind consolidarea bilanșurilor companiilor și gospodăriilor. Acestor ipoteze le sunt însă asociate incertitudini referitoare la dinamica fluxurilor de capital și evoluția gradului de încredere a investitorilor (străini și autohtoni) în economia națională în perioadele următoare.

Evaluarea deficitului de cerere din trimestrul III 2013 arată o adâncire marginală a acestuia față de trimestrul anterior. Comparativ cu runda precedentă de proiecție, însă, în contextul revizuirilor operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real ajustat sezonier, deviația PIB din trimestrul II 2013 este ușor mai puțin negativă. Modificarea marginală a deviației PIB din



Sursa: INS, proiecție BNR



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

¹⁴ 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.

¹⁵ Comunicatul INS nr. 241 din 7 octombrie 2013.

¹⁶ Îmbunătățirea indicatorului de încredere în economie în trimestrul III (+0,9 puncte) și creșterea volumului creditelor noi acordate gospodăriilor populației (total lei și valută) în termeni reali (+6,0 la sută) în perioada iulie-august față de media trimestrului II.

trimestrul II 2013 încorporează efectul cumulat al reevaluării determinantilor acesteia¹⁷, precum și pe cel al erorii de prognoză, în sensul unei subevaluări ușoare, în runda anterioară de prognoză, a dinamicii PIB din trimestrul II 2013. Deficitul de cerere din trimestrul III al anului curent cumulează, în continuare, persistența relativ ridicată a acestuia, influența semnificativă, dar în reducere față de trimestrul II a.c., a deficitului de cerere externă, precum și efectul ușor restrictiv (prin intermediul canalului exporturilor nete) al deviației cursului de schimb real din trimestrul anterior; toate acestea sunt doar marginal atenuate de efectul cumulat, ușor stimulat, al ratelor reale ale dobânzilor bancare din trimestrul precedent, care produc efecte la nivel macroeconomic începând cu trimestrul de referință analizat, în timp ce influența componentei discreționare a politicii fiscale devine aproximativ neutră.

Dinamica deficitului de cerere din trimestrul III este susținută doar parțial de evoluția altor indicatori lunari corelați cu poziția ciclică a economiei. O adâncire a deficitului de cerere este sugerată de situarea ratei șomajului BIM peste tendința de evoluție pe termen mediu și de reducerea producției industriale (-0,3 la sută) în perioada iulie-august față de media trimestrului anterior, în timp ce semnale de sens opus provin din partea creșterii comerțului cu amănuntul, cu excepția autovehiculelor și motocicletelor (2,3 la sută), în aceeași perioadă față de media trimestrului anterior.

Pe intervalul de prognoză, deviația negativă a PIB este preconizată a se înscrie pe o traiectorie în ușoară închidere, rămânând însă la niveluri însemnate și persistente îndeosebi în prima parte a intervalului de proiecție. În sensul atenuării ușoare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere acționează condițiile monetare reale în sens larg, cererea externă – pe măsura refacerii treptate a activității economice din UE –, precum și impactul probabil al unei rate mai ridicate de absorbție a fondurilor europene comparativ cu anul anterior. În sens opus, al adâncirii deficitului de cerere, acționează componenta discreționară a politicii fiscale¹⁸ al cărei impact restrictiv este anticipat a se menține, până la finele anului 2014¹⁹, în condițiile continuării, chiar dacă într-un ritm relativ atenuat comparativ cu anii anteriori, a procesului de consolidare fiscală.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din august 2013, deficitul de cerere se situează la valori indicative ale unor presiuni dezinflaționiste de mai mare amploare asupra inflației de bază CORE2 ajustat. În sensul reevaluării *gap*-ului PIB acționează

¹⁷ Dată fiind necesitatea încorporării unei game largi de informații, analize sau revizuirii de date, procesul de reevaluare a componentei de trend, respectiv a celei ciclice a PIB, are un caracter recurent.

¹⁸ Măsurată prin intermediul impulsului fiscal.

¹⁹ Pentru 2015, conduita politicii fiscale este anticipată a fi ușor anticiclică.

revizuirea valorii *gap*-ului PIB din trimestrul curent, caracterul mai restrictiv al cererii externe²⁰ pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, precum și componenta discreționară a politicii fiscale, al cărei impact este mai restrictiv pe parcursul anului 2014. Influențe în sensul atenuării deficitului de cerere provin din partea condițiilor monetare reale în sens larg, al căror impact este mai stimulat în termeni relativi.

Scenariul de bază al proiecției prevede o redresare semnificativă a creșterii economice în anul curent, comparativ cu 2012, susținută, pe de o parte, de evoluția remarcabilă a exporturilor nete în perioada parcursă de la începutul anului²¹, iar pe de altă parte, de revigorarea anticipată a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, începând din a doua parte a acestui an, în special pe seama efectului favorabil exercitat de anul agricol de excepție asupra autoconsumului. Pentru următorii doi ani, pe fondul anticipării unor evoluții favorabile²² ale venitului real disponibil al gospodăriilor populației și ale dinamicii proiectelor investiționale derulate de sectorul privat, cererea internă este anticipată să redevină principalul determinant al creșterii economice la nivel agregat.

Componentele cererii agregate

Pentru trimestrul III 2013 se anticipează o accelerare²³ a ritmului trimestrial de creștere a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, în special pe seama efectului favorabil asupra autoconsumului exercitat de anul agricol de excepție, deviația acestuia de la tendința de evoluție pe termen mediu nefiind însă afectată de dinamica autoconsumului și, prin urmare, menținându-se în teritoriu negativ. Semnale privind revigorarea creșterii trimestriale a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației provin din partea salariului net în termeni reali (creștere de 2,5 la sută²⁴ în perioada iulie-august față de media trimestrului anterior) și a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, cu excepția autovehiculelor și motocicletelor (creștere de 2,3 la sută în

²⁰ Aproximată prin deviația de la trend a PIB real din UE efectiv.

²¹ Acestea sunt anticipate a-și continua dinamica pozitive și în perioadele următoare, dar, cel mai probabil, într-un ritm mai puțin alert, pe de o parte, datorită unei redresări lente a cererii externe, iar pe de altă parte, pe fondul epuizării treptate a efectelor favorabile asupra exporturilor ale producției agricole abundente din anul curent.

²² În condițiile îmbunătățirii anticipate a principalilor indicatori ai pieței muncii, ale reducerii semnificative a ratei anuale a inflației IPC până la mijlocul anului viitor și, ulterior, ale menținerii acesteia în interiorul intervalului țintei și ale caracterului stimulat la adresa activității economice provenind din partea setului proiectat al condițiilor monetare reale în sens larg.

²³ În trimestrul II 2013 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a crescut cu 0,3 la sută în termeni trimestriali.

²⁴ Această creștere a fost determinată și de majorarea începând cu 1 iulie 2013 a salariului minim pe economie la 800 lei.

intervalul iulie-august față de media trimestrului II). Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este așteptat să înregistreze o creștere moderată în trimestrul III 2013, susținând în continuare procesul de consolidare fiscală²⁵, deviația acestuia de la tendința de evoluție pe termen mediu fiind în continuare în teritoriu negativ, dar în reducere.

Consumul individual al gospodăriilor populației este preconizat să crească pe parcursul întregului an comparativ cu 2012, îndeosebi pe seama contribuției anticipat favorabile a autoconsumului din trimestrul III, cu efecte remanente și pe parcursul trimestrului IV. Începând cu anul următor, dinamica acestei componente va cunoaște o dinamizare, pe fondul creșterii venitului real disponibil al gospodăriilor populației, în condițiile inflației reduse din prima parte a intervalului de prognoză, ale evoluțiilor favorabile anticipate ale indicatorilor aferenți pieței muncii²⁶, precum și ale relaxării așteptate a condițiilor de creditare. Aceasta din urmă este anticipată a se produce inclusiv ca rezultat al transmiterii, cu un anumit decalaj în timp, a reducerilor ratei dobânzii de politică monetară operate pe parcursul anului 2013 asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari²⁷. Evoluția consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice este proiectată pe o traiectorie ce implică menținerea dinamicii pozitive a acestuia pe parcursul întregului interval de proiecție.

În trimestrul III 2013 este anticipată o ușoară revigorare a ritmului trimestrial de creștere a formării brute de capital fix, susținută de semnalele provenite din partea unor indicatori corelați cu evoluția acesteia. Astfel, în perioada iulie-august față de media trimestrului anterior, construcțiile noi au crescut cu 12,2 la sută, permisele de construcții cu 4,5 la sută, iar producția industrială de bunuri de capital s-a majorat cu 1,7 la sută. Pe fondul evoluției anticipate a formării brute de capital fix, deviația acesteia de la tendința pe termen mediu este evaluată a fi în teritoriu negativ, dar în reducere față de trimestrul anterior.

²⁵ Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a deficitului bugetului general consolidat a fost de 1,3 la sută în septembrie 2013 (metodologie *cash*).

²⁶ Productivitatea muncii este preconizată a cunoaște o revigorare încă de pe parcursul anului curent, susținută îndeosebi de intensificarea activității economice interne, ceea ce este de așteptat să exercite un impact pozitiv asupra dinamicii salariale. La aceasta se adaugă și creșterea proiectată, într-un ritm relativ lent, a gradului de ocupare a forței de muncă din sectorul privat, ceea ce este de așteptat să contribuie la majorarea venitului disponibil al gospodăriilor populației.

²⁷ Viteza și măsura în care se realizează efectiv transmiterea deciziilor de reducere a ratei dobânzii de politică monetară asupra celor practicate de instituțiile financiare în relația cu clienții acestora depind, într-o măsură semnificativă și de termenii și standardele de creditare stabilite de băncile comerciale, efectul net asupra dinamicii ratelor dobânzilor bancare putând să difere și substanțial, ca magnitudine, de modificările semnal ale ratei dobânzii BNR.

Deși evoluția favorabilă a formării brute de capital fix anticipată pentru trimestrul III al anului curent este de așteptat să continue și pe parcursul următorului trimestru, pe ansamblu, dinamica componentei la nivelul întregului an 2013 va rămâne grevată de efectele comprimării observate pe parcursul primului semestru²⁸. Începând cu anul 2014, disiparea acestor efecte, ameliorarea aportului fluxurilor de investiții străine directe, îmbunătățirea atragerilor de fonduri europene de postaderare, precum și anticiparea unei relaxări graduale a constrângerilor de finanțare asociate costurilor de creditare²⁹ sunt de așteptat să favorizeze consolidarea pe termen mediu a dinamicii pozitive anticipate pentru a doua parte a anului curent, în cazul activității investiționale a companiilor private, și, în condițiile unei revigorări a investițiilor din sectorul public la acest orizont, a formării brute de capital fix în ansamblu.

Pentru trimestrul III 2013 este prognozată o creștere trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii, dar într-un ritm mai redus față de cele înregistrate în trimestrele anterioare³⁰. Evoluția anticipată a acestei componente este susținută de dinamica favorabilă a exporturilor de bunuri și servicii din balanța de plăți (creștere de 2,9 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului II) și de îmbunătățirea indicatorului de încredere la nivelul UE (creștere de 6,8 puncte în trimestrul III). În cazul importurilor de bunuri și servicii, pe fondul efectului de antrenare provenit din partea evoluției favorabile a exporturilor, dar și al revenirii anticipate a cererii interne, în trimestrul III 2013 este preconizată revenirea în teritoriu pozitiv a ritmului trimestrial de creștere, evoluție susținută de dinamica componentei de importuri de bunuri și servicii din balanța de plăți (creștere de 5,8 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului anterior). Având în vedere evoluțiile menționate, deviația de la trendul pe termen mediu a exporturilor este evaluată ca fiind pozitivă, în creștere comparativ cu perioadele anterioare, iar în cazul importurilor deviația de la trendul pe termen mediu este negativă, dar în diminuare.

După avansul remarcabil înregistrat pe parcursul anului curent, evoluții favorabile ale exporturilor de bunuri și servicii sunt anticipate și pentru perioadele următoare, pe fondul unei

²⁸ Conform Comunicatului de presă al INS nr. 241 din 7 octombrie 2013, formarea brută de capital fix s-a redus, în termeni reali, în semestrul I 2013 față de semestrul corespunzător din anul precedent cu 3,9 la sută. Pentru detalii referitoare la evoluțiile recente cu privire la formarea brută de capital fix a se vedea Capitolul II. Evoluții ale activității economice.

²⁹ Cu efecte favorabile asupra dinamicii proiectelor investiționale derulate de sectorul privat.

³⁰ În trimestrele I și II 2013 exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 9,6 și, respectiv, 3,5 la sută în termeni trimestriali.

îmbunătățiri constante a structurii acestora³¹ și în ipoteza accelerării absorbției de fonduri europene orientate spre stimularea competitivității. Cu toate acestea, se preconizează că dinamica exporturilor României va cunoaște o relativă atenuare pe termen mediu sub constrângerile unei redresări lente a activității economice din UE și ale atingerii unor limitări ale capacităților productive interne la acest orizont³². Deși pe parcursul anului curent s-a evidențiat o tendință de orientare a exporturilor românești către piețe emergente din afara Uniunii Europene, totuși cea mai mare parte a acestora este destinată în continuare comerțului intracomunitar³³, anticipat a se redresa doar gradual pe intervalul de proiecție. Dinamica anuală semnificativă a exporturilor din 2013 va fi susținută, cel mai probabil, de continuarea evoluțiilor pozitive aferente subcategoriei „mașini și echipamente de transport”³⁴. Pe termen mediu însă, asigurarea unei continuități a dinamicii exporturilor aferente acestei secțiuni³⁵ la niveluri comparabile cu cele înregistrate pe parcursul anului curent este condiționată de dezvoltarea de noi capacități de producție ale principalilor exportatori.

În condițiile unei dinamici puțin corelate a importurilor de bunuri și servicii cu cea a exporturilor observate în perioada parcursă de la

³¹ Pe lângă creșterea valorii exporturilor se remarcă totodată majorarea ponderii produselor cu valoare adăugată ridicată în total exporturi și diversificarea piețelor de desfacere a acestora, inclusiv prin extinderea pe piețele extracomunitare. În prezent, exporturile industriei constructoare de mașini și de echipamente de transport dețin o pondere de 42 la sută din total, iar produsele manufacturate ale industriilor ușoară, metalurgică și prelucrării lemnului de 33,4 la sută din total.

³² De exemplu, compania Automobile Dacia S.A. a pătruns în cursul anului curent pe noi piețe de desfacere (cum ar fi Marea Britanie), și-a majorat cotele de piață pe piețe externe cu tradiție (de exemplu în Franța și Germania) și intenționează să extindă livrările de piese de schimb către noi piețe (de exemplu Rusia).

³³ Exporturile către țările Uniunii Europene totalizau, în perioada ianuarie-august 2013, 70,1 la sută din total exporturi, în ușoară scădere de la 70,5 la sută în primele opt luni ale anului 2012.

³⁴ Conform valorilor din balanța de plăți, exprimate în euro, exporturile aferente acestei subcategorii au înregistrat în perioada ianuarie-august 2013, față de perioada corespunzătoare din anul precedent, o rată de creștere de 13,5 la sută, ponderea acestei secțiuni în exportul total fiind de 42 la sută. Evoluțiile favorabile ale exporturilor de produse din această categorie sunt anticipate a nu se reversa în mod brusc, date fiind termenele contractuale mai lungi specifice acestei ramuri industriale, efervescența cererii externe extracomunitare adresate acestor produse, precum și anticiparea unei redresări graduale a cererii externe intracomunitare.

³⁵ Conform Clasificării Standard de Comerț Internațional (CSCI Rev. 4).

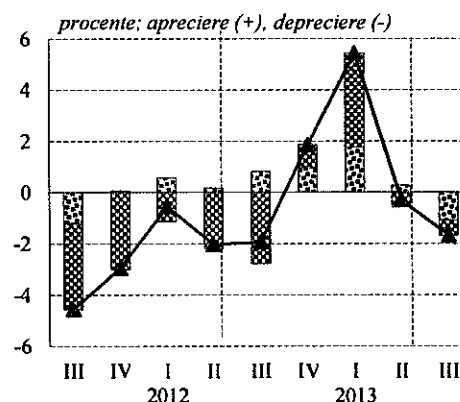
începutul anului³⁶ și ale unei evoluții modeste a cererii interne anticipate pentru anul în curs, scenariul de bază curent prevede un ritm de creștere a importurilor în 2013 substanțial mai redus decât cel al exporturilor. Ținând cont de evoluțiile favorabile ale exporturilor nete de bunuri și servicii prognozate pentru acest an concomitent proiectării unor dinamici în ușoară îmbunătățire ale soldului veniturilor și transferurilor curente, în principal ca rezultat al îmbunătățirii anticipate a capacității de atragere a fondurilor europene, deficitul contului curent este proiectat să se ajusteze semnificativ în jos la nivelul întregului an comparativ cu 2012. Începând din anul următor, pe fondul atenuării preconizate a dinamicii pozitive a exporturilor și în condițiile proiectării unei accelerări a ritmului de creștere a importurilor³⁷, este de așteptat ca deficitul proiectat al contului curent să înregistreze o majorare moderată, de natură însă a nu induce presiuni inflaționiste corective din partea cursului de schimb al monedei naționale.

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 efectul de avuție și bilanț³⁸.

În trimestrul III 2013, ratele nominale ale dobânzilor³⁹ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari s-au redus, inclusiv ca urmare a impulsului transmis de scăderile ratei dobânzii de politică monetară operate de BNR pe parcursul acestui

Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

³⁶ Aceste evoluții pot fi observate atât din analiza informațiilor cuprinse în conturile naționale, cât și din cea bazată pe datele din balanța de plăți. Astfel, conform conturilor naționale, importurile de bunuri și servicii au stagnat, în termeni reali, în semestrul I 2013 față de semestrul corespunzător din anul precedent, în timp ce exporturile de bunuri și servicii au înregistrat, în același semestru, un ritm de creștere de 11,9 la sută. Conform datelor din balanța de plăți, exprimate în euro, importurile de bunuri și servicii s-au redus în perioada ianuarie-august 2013, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, cu 0,1 la sută, în timp ce exporturile de bunuri și servicii au crescut în aceeași perioadă cu 10,3 la sută. La această evoluție și-au adus aportul atât reducerea semnificativă a importurilor de produse energetice (gaze naturale și petrol), cel mai probabil ca urmare a efectelor de bază asociate condițiilor climatice nefavorabile de la începutul anului 2012, cât și cererea internă scăzută înregistrată în primul semestru al anului curent.

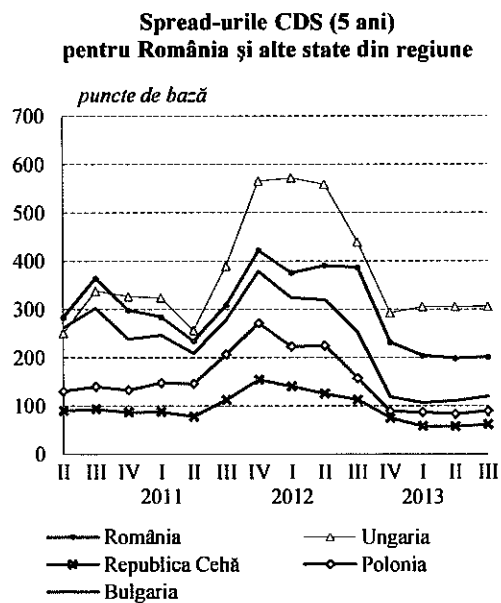
³⁷ Importurile de bunuri și servicii se așteaptă să cunoască o dinamizare îndeosebi sub impactul evoluției favorabile a cererii interne anticipate la acest orizont.

³⁸ Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă, în cazul agenților economici, prin modificarea alocării resurselor disponibile, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte, acordării, respectiv rambursării creditelor în valută.

³⁹ Ratele nominale ale dobânzilor în lei la credite și depozite sunt calculate ca medii ponderate în funcție de volumul creditelor și, respectiv, al depozitelor noi.

trimestru. Reducerea ușoară a ratei nominale a dobânzii la depozite și scăderea de o magnitudine superioară a așteptărilor privind inflația⁴⁰ au determinat creșterea ratei reale în trimestrul III. Scăderea moderată a ratei dobânzii la credite în termeni nominali a fost doar parțial contrabalansată de diminuarea anticipațiilor inflaționiste, având drept rezultat o reducere și în termeni reali. Cumulat, impactul deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu asupra activității economice din trimestrul următor este stimulat, în ușoară creștere comparativ cu trimestrul II 2013, efectul favorabil transmis de rata reală a dobânzii la depozite fiind parțial contrabalansat de cel în continuare restrictiv al ratei reale a dobânzii la credite.

În trimestrul III 2013 moneda națională a înregistrat o depreciere moderată în termeni reali⁴¹, determinată atât de deprecierea în termeni nominali (pe fondul deprecierei față de euro, parțial atenuată de aprecierea față de dolarul SUA), cât și de reducerea diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali. În contextul dinamicilor menționate, deviația cursului de schimb real efectiv de la tendința estimată pe termen mediu sugerează, *ceteris paribus*, un impact ușor stimulat, prin intermediul canalului exporturilor nete, asupra cererii agregate din trimestrul IV.



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

Gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională, corelat cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS), s-a situat la valori similare celor din trimestrele anterioare, reflectând o tendință comună pe plan regional și susținută de factorii fundamentali. Efectul stimulat determinat de menținerea ratei reale a dobânzii străine sub trendul pe termen mediu este doar parțial contrabalansat de impactul restrictiv al situării primei de risc ușor peste tendința de evoluție pe termen mediu, în condițiile unei variații reduse a anticipațiilor privind dinamica cursului de schimb⁴². Pe fondul acestor evoluții, efectul de avuție și bilanț aferent trimestrului III 2013 exercită o influență stimulat în creștere asupra activității economice din trimestrul următor.

Condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul III 2013 sunt evaluate ca fiind ușor stimulative pentru activitatea economică din trimestrul următor, având ca efect, *ceteris paribus*, atenuarea marginală a presiunilor dezinflaționiste induse de deficitul de cerere agregată. În structura ansamblului condițiilor monetare reale, impactul stimulat este exercitat de deviațiile cursului de

⁴⁰ Informațiile referitoare la acest indicator sunt preluate din Sondajul lunar al BNR derulat în rândul analiștilor bancari.

⁴¹ Cursul de schimb relevant 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.

⁴² Aproximate prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

schimb real (prin intermediul canalului exporturilor nete) și ale ratei reale a dobânzii la depozite de la tendințele pe termen mediu și de efectul de avuție și bilanț, în timp ce rata reală a dobânzii la credite exercită un efect aproximativ neutru.

Condițiile monetare în sens larg sunt proiectate a exercita o influență stimulative⁴³ la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de proiecție, sub impactul cumulat al acțiunii eterogene a factorilor determinanți. Impactul cursului de schimb real prin canalul exportului net este ușor stimulative la adresa condițiilor monetare reale în prima parte a intervalului de proiecție⁴⁴, urmând ca în restul intervalului să își inverseze sensul influenței, exercitând, însă, la acest orizont, un efect mai puțin restrictiv comparativ cu cel proiectat în runda anterioară. Deviația ratei reale a dobânzii la credite în valută de la trend își păstrează caracterul stimulative pe întregul interval de prognoză, ca urmare a persistenței nivelului scăzut al ratelor externe ale dobânzilor. Efectul de avuție și bilanț al cursului de schimb este prognozat a exercita o influență favorabilă la adresa activității economice, intensitatea acestuia fiind mai accentuată comparativ cu runda anterioară, pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție, pe fondul îmbunătățirii percepției de risc a investitorilor asupra economiei naționale⁴⁵.

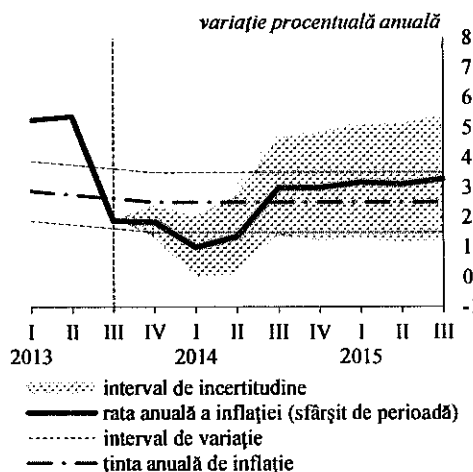
Similar rundei precedente, traiectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată pentru a asigura menținerea pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale, prin ancorarea eficace a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, creând totodată premisele pentru redresarea sustenabilă a creditării sectorului privat, refacerea încrederii și realizarea unei creșteri economice sustenabile pe termen lung. Impactul cumulat al deviațiilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu ale ratelor reale ale dobânzilor la credite și depozitele bancare denominate în lei, consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, este preconizat a-și menține efectul stimulative la adresa cererii agregate până la orizontul prognozei, cu o intensitate ușor mai redusă față de runda anterioară în prima parte a intervalului de proiecție, pe fondul prelungirii la acest orizont a caracterului ușor restrictiv al ratei reale a dobânzii la credite.

⁴³ Într-o măsură mai accentuată comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august.

⁴⁴ Îndeosebi pe fondul reducerii accentuate a diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali anticipate pentru acest interval.

⁴⁵ Atât în context regional, în condițiile perspectivelor favorabile cu privire la revigorarea activității economice în majoritatea țărilor emergente ale UE, cât și pe fondul anticipării unei ajustări semnificative a deficitului de cont curent și al menținerii la un nivel redus a deficitului bugetar.

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 2005-2012. 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

Pe parcursul ultimelor luni, o parte a riscurilor identificate în precedentul Raport asupra inflației ca având o probabilitate relativ ridicată de manifestare pe termen scurt – cele asociate recoltei agricole, precum și reducerea cotei TVA de la 1 septembrie 2013 la unele produse de panificație⁴⁶ – s-au materializat. Concretizarea acestor riscuri a condus la abateri substanțiale în jos de la dinamica proiectată anterior a ratei inflației, făcând ca riscul unor devieri suplimentare în același sens de la traiectoria din scenariul de bază curent să fie relativ scăzut pe termen scurt.

În aceste condiții, balanța generală a riscurilor este înclinată în sensul unor abateri în sus ale prețurilor de consum de la traiectoria preconizată a acestora din scenariul de bază. Posibilele surse de asimetrie sunt asociate atât evoluțiilor mediului extern, cât și unor factori interni.

În privința mediului extern, cele mai importante surse de risc provin din partea situației economice de perspectivă din Uniunea Europeană, precum și a evoluției pe termen scurt și mediu a percepției investitorilor asupra conjuncturii economice regionale și globale. În condițiile tendințelor recente de revizuire descendentă de la o rundă de prognoză la alta a configurației scenariului referitor la dinamica PIB real al principalilor parteneri comerciali ai României, coordonatele mediului economic din Uniunea Europeană conturează o sursă importantă de risc la adresa proiecției macroeconomice. În situația materializării unui asemenea risc, efectele asupra economiei interne ar urma să fie transmise atât prin intermediul canalului comercial (cererea de bunuri de export românești), cât și al celui al încrederii (variabilitatea apetitului pentru risc al investitorilor cu privire la expunerile față de economiile emergente din zonă). De asemenea, incertitudinile referitoare la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american ar fi de natură să potențeze efectele adverse asupra economiei românești prin intermediul canalului financiar (realocarea fluxurilor de capital destinate economiilor emergente către cele dezvoltate, în general, și SUA, în particular, probabil încurajată și de menținerea unui grad de risc scăzut asociat acestora). Posibila diminuare a fluxurilor de capital adresate României ar avea un efect nefavorabil asupra variațiilor cursului de schimb față de principalele valute, ratei inflației, costurilor de atragere a finanțării, condițiilor de creditare și, astfel, asupra activității economice interne.

⁴⁶ Măsură anunțată de guvern ulterior momentului finalizării coordonatelor scenariului de bază al proiecției macroeconomice precedente.

În ceea ce privește prețurile materiilor prime pe piețele internaționale, acestea sunt apreciate a genera pe termen scurt riscuri relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei inflației din scenariul de bază. Pe termen mediu, însă, există riscuri ale unei accelerări a dinamicii acestei categorii de prețuri (de exemplu, noi scumpiri ale energiei), pe fondul unor eventuale tensiuni de ordin geopolitic în curs de desfășurare sau al unor evoluții nefavorabile ale prețurilor produselor agricole, dependente de condițiile meteorologice care vor prevala pe parcursul intervalului de proiecție.

Pe plan intern, o balanță adversă a riscurilor la adresa ratei proiectate a inflației este asociată unor informații devenite disponibile ulterior elaborării scenariului de bază al proiecției macroeconomice, care se referă la majorări ale accizelor pentru diverse categorii de produse, măsuri incluse în acordul încheiat de autoritățile române cu echipa UE-FMI-BM și care vor fi, cel mai probabil, încorporate și în proiectul de buget pe anul 2014.

Rămâne în continuare preocupantă implementarea fermă și consecventă a pachetului reformelor structurale, în conformitate cu calendarul stabilit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și BM), în special în contextul anului electoral din perioada de referință. Orice abatere de la setul de reforme structurale asumate prin acordurile de finanțare încheiate cu instituțiile internaționale este de natură să inducă o deteriorare a percepției investitorilor cu privire la economia internă, cu impact nefavorabil asupra volumului și volatilității fluxurilor de capital adresate României și, implicit, cu potențial de amplificare a efectelor șocurilor nefavorabile, interne sau de proveniență externă, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Riscuri relativ echilibrate la adresa traiectoriei ratei inflației IPC provin din partea prețurilor administrate, în contextul în care se mențin incertitudinile cu privire la cuantificarea impactului pe care etapele liberalizării pieței gazelor naturale și a energiei electrice, respectiv amânarea acordării de către guvern a unui număr de certificate verzi producătorilor de energie regenerabilă⁴⁷, îl vor avea asupra prețurilor la consumatori.

Sub impactul manifestării recente a unor condiții climatice favorabile și al scăderii cotei TVA la unele produse de panificație, se poate considera că reducerile, menționate anterior ca fiind posibile, ale prețurilor unor mărfuri alimentare s-au materializat în bună măsură, context în care riscurile la adresa inflației provenind în perioada următoare din această sursă sunt apreciate a fi echilibrate. Pe termen mediu însă, balanța riscurilor se menține înclinată în sus, date fiind ponderea ridicată a alimentelor în coșul bunurilor de consum finale și volatilitatea asociată indusă atât asupra inflației de bază, cât și asupra dinamicii indicelui prețurilor de consum.

⁴⁷ Pentru perioada iulie 2013 – martie 2017, conform OUG nr. 57/2013.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor băncii centrale, rata anuală a inflației a consemnat, pe parcursul trimestrului III, o amplă corecție descendentă, coborând în luna septembrie la 1,88 la sută⁴⁸, de la nivelul de 5,37 la sută, înregistrat în iunie. Magnitudinea scăderii a reflectat suprapunerea efectelor de bază favorabile manifestate în acest interval la nivelul IPC cu impactul dezinflaționist al producției agricole excepționale a anului curent – exercitat mai întâi prin intermediul evoluției prețurilor volatile ale produselor alimentare și apoi ale celor procesate –, precum și cu cel decurgând din scăderea, în ultima lună a trimestrului, a cotei TVA la unele produse de panificație. Din perspectiva factorilor de durată, persistența deficitului de cerere agregată și continuarea ameliorării anticipațiilor inflaționiste au contribuit la decelerarea rapidă a inflației CORE2 ajustat, a cărei rată anuală a atins astfel un minim istoric (0,49 la sută).

Într-o asemenea conjunctură, implicând și predominanța influenței revizuirilor în sens favorabil ale unora dintre ipotezele sale majore, prognoza actualizată a evoluțiilor pe termen mediu relevă perspectiva menținerii ratei anuale a inflației pe un palier inferior punctului central al țintei staționare în următoarele patru trimestre și chiar a coborârii acesteia sub limita de jos a intervalului din jurul țintei, în prima parte a anului 2014. Abaterea semnificativă a acestor previziuni de la coordonatele prognozate anterior se datorează materializării riscurilor în sens descendent la adresa perspectivei pe termen scurt a inflației identificate în cadrul exercițiului precedent de prognoză⁴⁹. Odată cu epuizarea acțiunii temporare a acestor factori, rata anuală prognozată a inflației suferă, prin urmare, o corecție ascendentă, ea rămânând însă la valori marginal mai joase decât cele anticipate anterior, implicit în interiorul intervalului țintei staționare, pe întregul orizont relevant pentru politica monetară⁵⁰.

O configurație relativ similară caracterizează și traiectoria prognozată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat. Inflexiunea descendentă consemnată de aceasta pe orizontul scurt de timp este însă mai pronunțată⁵¹, iar palierul pe care ea revine ulterior este mai scăzut decât cel din prognoza anterioară, contribuind în consecință la relativa ameliorare a perspectivei inflației pe întregul orizont de proiecție. Pe lângă impactul tranzitoriu al reducerii cotei

⁴⁸ În jumătatea inferioară a intervalului țintei staționare de inflație, de 2,5 la sută ± 1 punct procentual.

⁴⁹ Raportul asupra inflației, august 2013.

⁵⁰ Prognoza actuală indică pentru finele anului 2014 o rată a inflației de 3 la sută, față de nivelul de 3,1 la sută proiectat anterior.

⁵¹ În trimestrul IV 2013, valoarea medie prognozată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat coboară la 0,1 la sută.

TVA la unele produse de panificație – față de care manifestă o sensibilitate ridicată – comportamentul așteptat al inflației de bază reflectă dinamica mai favorabilă a prețurilor de import anticipată pentru a doua parte a intervalului, precum și nivelul mai scăzut al anticipațiilor inflaționiste și presiunile dezinflaționiste marginal mai pronunțate generate de deficitul de cerere agregată pe întregul orizont de proiecție, în condițiile ușoarei revizuirii crescătoare a dimensiunii estimate/prognozate a acesteia.

O asemenea perspectivă a inflației totale și a celei de bază, precum și determinanții săi pot oferi băncii centrale un spațiu adițional de ajustare a conduitei politicii monetare, în condițiile menținerii coerenței temporale și a caracterului prudent ale acesteia. Dimensiunea spațiului de manevră rămas la dispoziția băncii centrale, precum și utilizarea lui – presupusă a fi benefică din perspectiva revigorării procesului de creditare și a refacerii încrederii, implicit a redresării economiei – continuă însă să fie condiționate de îndeplinirea angajamentelor din sfera politicii fiscale, reformelor structurale și a atragerii fondurilor europene, asumate în cadrul acordurilor încheiate cu UE, FMI și BM, de natură să asigure coerența mixului de politici macroeconomice. Această cerință, coroborată cu preocuparea băncii centrale pentru prevenirea dezancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a scăderii prea bruște a ratelor dobânzilor la depozitele bancare, dar și pentru potențarea impactului exercitat asupra randamentelor pe termene mai lungi, pledează pentru prezervarea caracterului treptat al ajustării parametrilor instrumentelor politicii monetare, în condițiile unei relative sincronizări a acestui proces cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune, dar și din țările dezvoltate, inclusiv din zona euro.

Un argument suplimentar în favoarea unei asemenea abordări îl constituie persistența unor incertitudini asociate prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, de natură să genereze riscuri la adresa perspectivei inflației. În actualul context, o sursă majoră a acestora continuă să o reprezinte mediul extern, respectiv evoluțiile din economiile și sistemele bancare ale zonei euro/UE, implicit configurația și eficacitatea politicilor implementate în scopul soluționării durabile a problemelor acestora, dar și evoluțiile economice și financiare din SUA – esențiale din perspectiva deciziilor de politică monetară ale Fed, cu impact major asupra lichidității și sentimentului pieței financiare internaționale – precum și cele din principalele țări emergente.

Astfel, din perspectiva evoluției viitoare a inflației interne și a așteptărilor inflaționiste, cel mai important risc asociat evoluțiilor din mediul extern continuă să îl constituie potențialul impact advers exercitat de acestea asupra comportamentului cursului de schimb al leului, respectiv posibila intensificare semnificativă/repetată a presiunilor de depreciere a monedei naționale. Dacă, pe

termen foarte scurt, un asemenea risc pare să fie sensibil atenuat de creșterea recentă a apetitului global pentru risc, decurgând din așteptările privind relativa prelungire a actualului stimul monetar cantitativ al Fed, odată cu apropierea momentului în care se va decide începerea restrângerii lui, probabilitatea materializării acestui risc ar putea spori considerabil, mai ales în eventualitatea persistenței senzitivității ridicate a sentimentului investitorilor internaționali față de potențialele evenimente/evoluții nefavorabile ce s-ar produce în viitor pe plan global/regional. Efectele adverse pe care le-ar exercita asupra piețelor emergente reluarea, pe acest fond, a procesului realocării portofoliilor – de natură să afecteze și costurile de finanțare a datoriei suverane – ar putea fi totuși resimțite mai puțin intens de piața financiară locală, în ipoteza continuării diferențierii deciziilor investitorilor financiari în funcție de calitatea factorilor fundamentali, coroborată cu eventuala prelungire a evoluțiilor favorabile consemnate de anumite sectoare ale economiei naționale, incluzând-o pe cea a soldului contului curent, precum și cu menținerea atractivității relative a plasamentelor în monedă națională. Aceasta din urmă presupune însă preservarea percepției favorabile a investitorilor străini asupra riscului asociat pieței financiare locale, care, la rândul ei, este condiționată de îndeplinirea obiectivelor/orientărilor convenite în acordurile încheiate cu UE, FMI și BM, deosebit de importante fiind cele aferente reformelor structurale.

Probabilitatea materializării riscurilor la adresa cursului de schimb al leului, implicit la adresa inflației, ar putea fi sporită, de asemenea, de o posibilă întârziere a redresării economiilor europene sau de o eventuală prelungire/accentuare a procesului de dezintermediere în zona euro, implicit în România, dar și de o potențială reacutizare a problemelor de sustenabilitate a datoriei suverane sau de stabilitate a sistemului bancar în unele state membre ale zonei euro. În ipoteza materializării unor asemenea scenarii, influențe opuse celor inflaționiste ale cursului de schimb al leului ar putea fi însă generate pe termen scurt, dar mai ales mediu, de relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, în condițiile probabilei trenări a redresării economiei românești sub impactul advers exercitat de mediul extern⁵², precum și ca urmare a posibilei stopări/inversări a tendinței de relaxare a condițiilor de finanțare pe plan intern.

În ceea ce privește riscurile la adresa perspectivei inflației induse de evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, balanța acestora pare să rămână relativ echilibrată, cel puțin pe termen scurt. Fundamentele acestei evaluări continuă să le constituie, pe de o parte, previziunile privind ritmul redresării economiei globale și a cererii de asemenea

⁵² Prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii, precum și al efectului de avuție și bilanț al cursului de schimb.

bunuri, semnificativ influențate de perspectivele economiilor emergente și, pe de altă parte, situația curentă și cea viitoare ale producției mondiale și ale stocurilor, mai cu seamă în sectorul petrolier și în cel agricol, sensibile la tensiunile geopolitice din diferite zone ale lumii, respectiv la condițiile meteorologice.

Într-un relativ echilibru par a se menține, cel puțin pe termen scurt, și riscurile la adresa prognozei inflației generate de comportamentul viitor al prețurilor interne ale produselor alimentare, în principal al celor volatile, precum și de ajustarea prețurilor administrate, în condițiile în care previziunile privind prima categorie de prețuri au fost revizuite corespunzător performanțelor deosebite din acest an ale sectorului agricol, iar prognozele pentru cea de-a doua categorie au ca repere majore măsurile de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale prevăzute în calendarele stabilite în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și BM. Balanța generală a riscurilor induse de mediul intern la adresa perspectivei inflației consemnează totuși o înrăutățire, dată fiind foarte probabila implementare în anul 2014 a măsurilor recent anunțate privind majorarea unor accize și extinderea bazei de aplicare a unor impozite.

Având în vedere perspectiva abaterii temporare în sens descendent a ratei anuale a inflației de la ținta de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, succedate de revenirea și consolidarea acesteia în interiorul intervalului țintei odată cu epuizarea impactului exercitat de producția agricolă a anului curent și de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 5 noiembrie 2013, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 4,00 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.