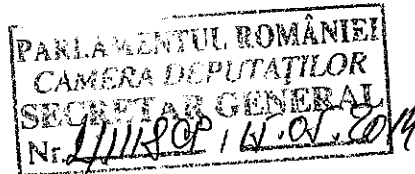




BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

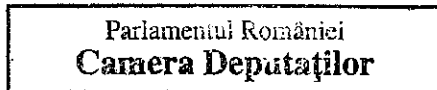
MUGUR ISĂRESCU
Guvernator



D-lui Zgonea SC

Shizgones

H. R. AP.

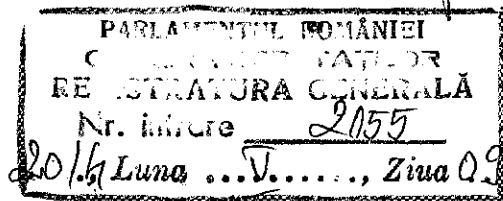


Nr. XVI/G/ 91 /8 mai 2014

B.P. Nr. 521 din 16.05.2014

Domnului VALERIU ȘTEFAN ZGONEA

Președintele Camerei Deputaților



Domnule Președinte,

Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul asupra inflației – mai 2014*, 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 6 mai 2014.

Cu deosebită considerație,

Mugur Isărescu





Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Mai 2014

Anul X, nr. 36

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.

Toate drepturile rezervate.

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

Banca Națională a României

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Lista abrevierilor

ANAF	Agencia Națională de Administrare Fiscală
ANOFM	Agencia Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
APIA	Agencia de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
CRC	Centrala Riscului de Credit
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
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
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MFE	Ministerul Fondurilor Europene
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
OPCOM	Operatorul pieței de energie electrică și de gaze naturale din România
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
3M	3 luni
6M	6 luni
12M	12 luni

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 6 mai 2014, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 30 aprilie 2014.

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

Cuprins

SINTEZĂ.....	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	13
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	16
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea.....	16
1.2. Oferta	19
2. Piața muncii	20
3. Prețurile de import și prețurile de producție	22
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	25
1. Politica monetară.....	25
2. Piețe financiare și evoluții monetare.....	28
2.1. Ratele dobânzilor	28
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	30
2.3. Moneda și creditul	32
IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	35
1. Scenariul de bază.....	38
1.1. Ipoteze externe	38
1.2. Perspectivele inflației.....	39
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	43
1.4. Riscuri asociate proiecției	51
2. Evaluarea de politică monetară	53

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În trimestrul I 2014, rata anuală a inflației IPC a coborât temporar sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută, menținându-se pe tot parcursul perioadei în jurul valorii de 1,05 la sută. Valoarea înregistrată în luna martie 2014 a fost astfel cu 0,5 puncte procentuale sub cea consemnată la finele anului 2013, însă marginal mai ridicată (+0,1 puncte procentuale) decât cea prognozată în Raportul asupra inflației din luna februarie. Nivelurile recente scăzute ale ratei anuale a inflației au fost favorizate de suprapunerea, în cursul anului trecut, a unor șocuri favorabile de natura ofertei, cu efecte așteptate să se manifeste de-a lungul a circa patru trimestre: recolta abundentă și scăderea, începând cu 1 septembrie 2013, a cotei TVA de la 24 la sută la 9 la sută la unele produse de panificație. La accentuarea dezinflației consemnate în trimestrul I al anului curent a contribuit și efectul de bază care a afectat creșterea anuală a prețurilor administrate, în timp ce dinamica celorlalte componente ale indicelui agregat al prețurilor de consum au avut un impact net aproximativ neutru asupra acestuia. Este de așteptat ca, după epuizarea manifestării efectelor șocurilor de ofertă menționate, rata anuală a inflației să revină în interiorul intervalului de variație din jurul țintei.

În martie 2014, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat¹ a înregistrat, pentru a șasea lună consecutiv, o valoare marginal negativă, în principal pe seama efectelor șocurilor de ofertă menționate mai sus asupra prețurilor produselor alimentare procesate. Dincolo de aceste efecte tranzitorii, evoluția în general favorabilă a indicelui CORE2 ajustat a continuat să fie susținută de factorii fundamentali reprezentați de persistența deficitului de cerere agregată și menținerea anticipațiilor inflaționiste în interiorul intervalului de variație asociat țintei. Reducerea pe ansamblu în termeni anuali a prețurilor incluse în acest indice a fost însă ceva mai lentă la sfârșitul trimestrului I 2014 față de finele trimestrului IV 2013 (-0,03 la sută față de -0,15 la sută). La aceasta au contribuit deprecierea marginală a leului față de euro, precum și diminuarea în termeni relativi a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere, în urma accelerării recente a creșterii economice.

În rândul componentelor afectate cu precădere de factori de natura ofertei, influența dominantă asupra reducerii ratei inflației IPC în trimestrul I 2014 a fost cea a prețurilor administrate. Decelerarea substanțială a creșterii în termeni anuali a acestora a fost rezultatul epuizării efectului statistic generat de majorarea semnificativă a tarifului energiei electrice la începutul anului 2013. Favorabilă reducerii ratei inflației IPC a fost și accelerarea scăderii prețurilor alimentare volatile (LFO²), în special pe seama unui efect de bază. În sens contrar a influențat dinamica prețurilor combustibililor, care a revenit în teritoriu pozitiv în trimestrul I, ca urmare a majorării valorii în lei a accizei aplicate prețurilor carburanților.

Tendința de scădere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie, manifestată începând din trimestrul II 2013, a continuat și în perioada ianuarie-februarie 2014, ritmul de creștere a productivității muncii devansându-l semnificativ pe cel al salariului nominal mediu brut în acest

¹ 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.

² Legume, fructe și ouă.

sector. Pe ansamblul economiei, creșterea câștigurilor salariale nominale brute a fost ușor accelerată de noua etapă de majorare a salariului minim, dincolo de care, conform estimărilor BNR, creșterile salariale acordate au fost moderate. În consecință, 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 rămâne însă esențială pentru consolidarea stabilității prețurilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 4 februarie 2014, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 3,50 la sută. Prognoza macroeconomică actualizată anticipa pe termen scurt o coborâre pronunțată, dar temporară, a ratei inflației, pe fondul impactului tranzitoriu al recoltei bune din anul 2013 și al scăderii cotei TVA la unele produse de panificație. Pe termen mediu se prevedea menținerea ratei inflației în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale. Riscurile asociate prognozei erau generate de volatilitatea fluxurilor de capital în condițiile variabilității apetitului pentru risc al investitorilor și ale modificărilor de expunere față de economiile emergente, pe fondul deciziilor principalelor bănci centrale din lume și al continuării procesului de dezinflație transfrontalieră din sistemul bancar. Pe plan intern, programul electoral al anului 2014 implica, de asemenea, riscuri legate de dinamica implementării reformelor structurale, atenuate într-o anumită măsură de respectarea calendarului angajamentelor asumate de către autorități față de instituțiile internaționale semnatare ale acordului precauționar de finanțare. În acest context, decizia Consiliului de administrație de continuare a ajustării graduale a conduitei politicii monetare viza consolidarea pe termen mediu a stabilității prețurilor în paralel cu asigurarea premiselor pentru redresarea sănătoasă a creditării sectorului privat și a creșterii economice.

Ulterior acestor decizii, evoluțiile macroeconomice au confirmat continuarea procesului de dezinflație, în linie cu traiectoria prognozată de banca centrală, concomitent cu redresarea activității economice. Rata anuală a inflației a înregistrat în lunile ianuarie și februarie valori minime istorice. În același timp, reevaluarea riscurilor asociate perspectivei pe termen mediu a inflației a relevat preponderența celor provenind din mediul extern, în urma recentei amplificări a tensiunilor geopolitice și regionale. În ședința din 28 martie 2014, Consiliul de administrație al BNR a apreciat că ajustarea conduitei politicii monetare din perioadele recente a contribuit la procesul de întărire a mecanismului de transmisie a acestuia în condițiile ancorării eficace a anticipațiilor privind inflația. Analiza a condus, de asemenea, la aprecierea că, în contextul macroeconomic dat, actuala conduită a politicii monetare este adecvată atât menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei anuale staționare de 2,5 la sută, cât și revigorării sustenabile a activității de creditare în vederea realizării unei creșteri economice echilibrate și de durată. Ca urmare, Consiliul de administrație a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,50 la sută pe an.

Perspectivă inflației

Proiecția prevede revenirea ratei anuale a inflației IPC în intervalul de ± 1 punct procentual din jurul țintei în trimestrul III 2014 și menținerea în interiorul acestuia până la orizontul proiecției.

Prognoza macroeconomică prevede pentru anii 2014 și 2015 consolidarea creșterii economice. Se anticipează însă că, spre deosebire de anul precedent, în care avansul PIB a fost susținut cu

precădere de evoluția de excepție a exporturilor nete, alături de performanțele sectorului agricol – majorarea modestă a consumului răspunzând în principal ofertei abundente a acestui sector – în anul curent și cel viitor cererea internă va deveni treptat principalul factor de impulsare a creșterii. La aceasta este de așteptat să contribuie: majorarea venitului disponibil real al gospodăriilor populației, consolidarea atragerii de fonduri europene, ameliorarea treptată a fluxurilor de investiții străine directe, precum și ajustarea graduală a condițiilor creditării, inclusiv pe seama configurației proiectate a condițiilor monetare reale în sens larg.

Consolidarea creșterii consumului este anticipată a devansa în timp revigorarea investițiilor. Este de așteptat ca redresarea acestora din urmă, după evoluția nefavorabilă înregistrată în anul precedent și preconizată pentru începutul celui curent, să se producă gradual în cursul anului 2014, astfel încât o contribuție pozitivă semnificativă a investițiilor la creșterea economică este prevăzută începând din anul 2015. Expansiunea cererii interne va induce și un avans relativ mai rapid al importurilor, implicând o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea economică în anul 2015. După reducerea substanțială din 2013 a deficitului de cont curent, nu este de așteptat o modificare semnificativă în acest an, iar pentru 2015 se prevede o creștere moderată. Pe termen mediu, se anticipează stabilizarea ponderii în PIB a deficitului de cont curent la valori situate sub 2 la sută, substanțial mai reduse decât cele anterioare anului 2013. Cu aceste premise ale scenariului de bază al proiecției și având în vedere menținerea nivelului rezervelor internaționale în condițiile achitării celei mai mari părți a împrumutului contractat în anul 2009 cu FMI, nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative generate de poziția externă asupra cursului de schimb al monedei naționale până la orizontul prognozei.

Proiecția deficitului de cerere a fost revizuită pe întregul interval la valori care implică presiuni dezinflaționiste relativ mai puțin accentuate față de runda anterioară de prognoză, pe seama revizuirii de către INS a seriei istorice, ajustate sezonier, a PIB real, a creșterii economice mai alerte decât cea anticipată înregistrate în trimestrul IV 2013, precum și a reproiectării ansamblului condițiilor monetare reale, mai stimulative pe tot intervalul de proiecție. Deviația PIB de la nivelul său potențial se va diminua treptat, rămânând însă la valori negative pe parcursul perioadei de referință.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,3 la sută la finele anilor 2014 și 2015, niveluri situate cu 0,2 puncte procentuale mai jos și, respectiv, cu 0,1 puncte procentuale mai sus decât cele prognozate în Raportul asupra inflației din luna februarie.

Traectoria proiectată în runda curentă a dinamicii anuale a prețurilor de consum este relativ similară celei din runda anterioară atât în cazul inflației IPC, cât și în cel al inflației de bază CORE2 ajustat. Revizuirile proiecțiilor celor doi indici sunt cvasiidentice și ceva mai consistente în prima jumătate a intervalului de prognoză și, cu excepția trimestrului IV 2015, indică valori mai favorabile în runda curentă.

Prognoza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede menținerea acesteia la o valoare ușor negativă la finele trimestrului II 2014, urmată de creșterea la 1,4 la sută în trimestrul III. Aceasta va fi produsă de epuizarea efectelor statistice tranzitorii ale reducerii la 1 septembrie 2013 a cotei TVA aplicate prețurilor unor produse de panificație și ale recoltei abundente din același an, care au influențat favorabil, prin intermediul costurilor cu materiile

prime agricole, prețurile produselor alimentare procesate³. Începând din trimestrul IV 2014, traiectoria inflației de bază este determinată cu precădere de influența prognozată a factorilor fundamentali ai acesteia: diminuarea treptată a deficitului de cerere, creșterea în prima parte a intervalului și redresarea ulterioară a anticipațiilor privind inflația, atenuarea graduală a dinamicii prețurilor importurilor. Influența combinată a acestor factori conduce la o creștere în continuare a ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat până în trimestrul II 2015, la nivelul de 2,3 la sută, menținut cvasistabil până la orizontul proiecției. Ușoarele abateri de la proiecția precedentă sunt în principal consecința reevaluării deficitului de cerere și a inflației importate la valori relativ mai scăzute. Efectul net al acestor influențe divergente a condus la revizuirea în jos a proiecției ratei inflației pe cea mai mare parte a perioadei de referință.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare se menține la nivelurile proiectate anterior. În structura acestora, contribuția creșterii prețurilor administrate la inflația IPC a fost revizuită în jos, pe seama actualizării scenariilor privind evoluția prețurilor energiei electrice și gazelor naturale conform celor mai recente evoluții și reglementări ale regimului acestor prețuri. În același sens a fost ajustată, pe baza tendinței favorabile conturate în cursul trimestrului I, proiecția dinamicii prețurilor volatile ale unor alimente (LFO). În termeni anuali, aceasta din urmă este prevăzută a reveni în teritoriu pozitiv odată cu epuizarea în trimestrul III 2014 a efectelor recoltei abundente din 2013 și în condițiile ipotezei standard a unor ani agricoli normali pentru intervalul de proiecție.

Contribuții mai puțin favorabile decât în runda anterioară au fost proiectate pentru dinamica prețurilor combustibililor și cea a prețurilor produselor din tutun. În ambele cazuri, revizuirea a fost impusă în principal de realizarea unor creșteri mai accentuate la începutul anului curent față de cele proiectate anterior. Având în vedere majorarea cu 7 eurocenți pe litru a accizei la carburanți, începând cu 1 aprilie, precum și unele efecte de bază, inflația grupei combustibili este prevăzută în creștere până la finele anului curent, tendință ce urmează a se inversa ulterior. Proiecția evoluției prețurilor produselor din tutun indică rate anuale de creștere semnificativ pozitive în 2014, ușor negative în 2015 și moderat pozitive la începutul anului 2016. Dinamica fluctuantă este în principal consecința transformării în lei, conform metodologiei legale în vigoare, a valorii în euro a accizei incluse în prețurile acestor produse.

Date fiind dinamica proiectate ale inflației de bază, precum și ale componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, se anticipează că, după valorile reduse dar tranzitorii înregistrate în trimestrul I 2014, conform prognozelor BNR, rata inflației IPC va urma o tendință ascendentă până la sfârșitul acestui an. Revenirea în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale este anticipată a se produce în trimestrul III, pe seama efectelor statistice descrise anterior, asociate inflației de bază și prețurilor alimentare volatile. În restul intervalului rata anuală a inflației se va stabili la valori situate peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului țintei. În același timp, rata medie anuală a inflației va continua să coboare până în trimestrul III 2014 la un nivel minim de 1,6 la sută și se va înscrie ulterior pe o tendință ascendentă, atingând maximul perioadei de referință (3,3 la sută) la finele acesteia.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări calibrarea unui set al condițiilor monetare reale în sens larg care să asigure menținerea pe termen mediu a ratei inflației în intervalul asociat țintei, contribuind astfel la crearea condițiilor favorabile redresării treptate a creditării

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

sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, și consolidării durabile a creșterii economice.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică în continuare o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la scenariul de bază, însă în mai mică măsură decât se aprecia în runda precedentă.

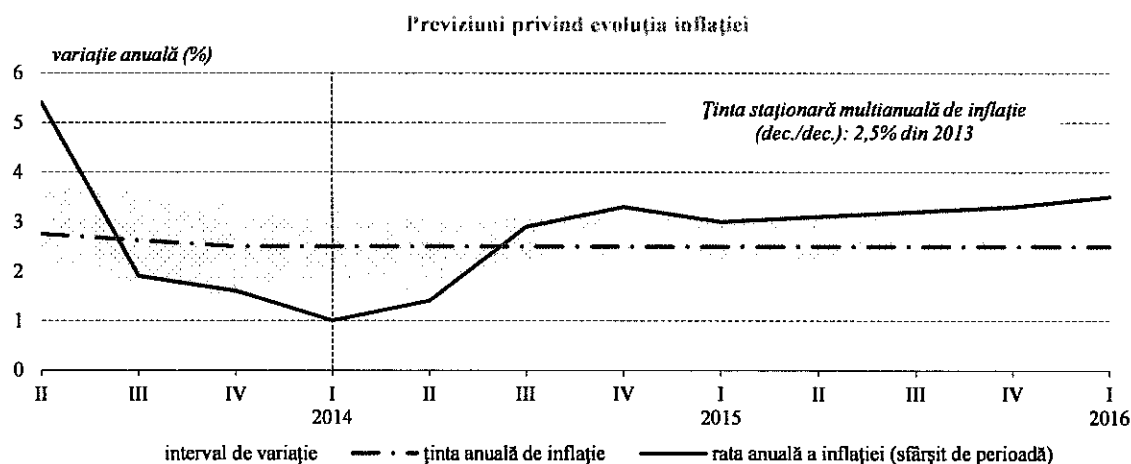
Riscurile provenind din mediul extern se configurează într-o balanță aproximativ echilibrată, în contextul unor incertitudini relativ accentuate. Acestea sunt asociate variabilității apetitului pentru risc al investitorilor față de ansamblul economiilor emergente, în condițiile potențialei escaladări a tensiunilor regionale și geopolitice recente, ale continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar și ale posibilelor ajustări ale conduitelor politicii monetare de către principalele bănci centrale. Materializarea unor riscuri generate de aceste surse ar conduce la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, dar și la redistribuiri între acestea. Astfel, unele economii emergente, precum România, ar putea fi confruntate pe termen scurt cu intrări conjuncturale substanțiale de capitaluri, inerent reversibile la orizonturi mai îndepărtate, la care repoziționările expunerilor investitorilor față de Europa Centrală și de Est, în condițiile persistenței tensiunilor regionale, ar putea deveni mai pronunțate în comparație cu alocările de capital acordate altor segmente ale economiilor emergente drept clasă de active, ținând seama de diferențele între fundamentele economice ale respectivelor segmente de piață.

Creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate economiei naționale ar avea drept consecință fluctuații excesive ale cursului de schimb al leului și abateri de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice. Dată fiind preferința relativă pe termen mediu și lung a investitorilor pentru economiile mai reziliente, ameliorarea recentă a fundamentelor economice ale României și expunerile investitorilor încă mai reduse și cu profil diversificat comparativ cu cele față de alte economii emergente au potențial de atenuare parțială a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale. În plus, în lipsa unor agravări semnificative, cu efect de contagiune, evoluțiile geopolitice recente din regiune nu sunt de natură a afecta semnificativ balanța riscurilor prin intermediul canalului exporturilor nete⁴. Alte riscuri sunt asociate canalului „creditorului comun”, având în vedere expunerile în Ucraina și/sau Rusia ale instituțiilor financiare cu activitate transfrontalieră prezente și în România. Vulnerabilitatea la această categorie de riscuri este însă evaluată a fi mai redusă decât pentru alte economii din Europa Centrală și de Est, date fiind performanțele bune ale sistemului bancar românesc din perspectiva indicatorilor de solvabilitate, lichiditate și provizionare.

Cu toate acestea, riscurile externe rămân relevante din perspectiva persistenței pe plan intern a rigidităților structurale care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru atenuarea consecințelor șocurilor adverse. Din această perspectivă, rămân în continuare preocupante incertitudinile privind implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale convenit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și BM), în special în contextul acestui an electoral, orice întârziere și/sau neîndeplinire completă a angajamentelor putând conduce la propagarea efectelor șocurilor nefavorabile, interne sau externe, asupra ratei inflației și creșterii economice.

⁴ Dintre țările din Centrul și Estul Europei, economia României este cel mai puțin expusă din punct de vedere comercial pe relația cu Rusia și Ucraina.

Alte riscuri relevante pentru perioada de referință sunt generate de incertitudinile specifice acelor componente ale indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate implementării calendarului de liberalizare a pieței gazelor naturale și a energiei electrice și efectelor măsurilor respective. Abateri semnificative de la inflația proiectată în scenariul de bază pot fi determinate de evoluția prețurilor alimentelor, dată fiind ponderea însemnată deținută de aceste produse în coșul de consum, precum și în compoziția indicelui CORE2 ajustat, în ceea ce privește prețurile alimentelor procesate. Dinamica viitoare a acestor prețuri este grevată de incertitudinea inerentă condițiilor meteorologice, care afectează oferta internă și externă de produse și materii prime agroalimentare. Evoluției prețurilor altor materii prime pe piețele internaționale îi sunt asociate riscuri de creștere mai accentuată decât în scenariul de bază pe termen mediu, în eventualitatea amplificării tensiunilor regionale și geopolitice manifestate recent.



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

Sursa: INS, proiecție BNR

Decizia de politică monetară

În condițiile reconfirmării perspectivei revenirii în trimestrul III 2014 și a menținerii ulterioare a ratei anuale a inflației în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare de inflație, după plasarea ei sub limita de jos a intervalului în prima parte a anului, pe fondul manifestării efectelor tranzitorii ale șocurilor pozitive de natura ofertei produse în 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 6 mai 2014, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

În luna ianuarie 2014, rata anuală a inflației IPC a coborât sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual al țintei de 2,5 la sută și s-a menținut în jurul valorii de 1,05 la sută pe tot parcursul trimestrului I (-0,5 puncte procentuale față de finele anului 2013). Diferența de nivel s-a datorat aproape integral efectului de bază asociat majorării substanțiale a tarifelor la energia electrică în luna ianuarie 2013. Stabilizarea ulterioară a ratei anuale a inflației s-a produs pe fondul menținerii impactului favorabil exercitat de oferta abundentă de produse agro-alimentare asupra prețurilor de consum și al absenței presiunilor pe canalul anticipațiilor. În sens contrar au acționat deprecierea monedei naționale față de euro și restrângerea deficitului de cerere, care au condus la temperarea deflației anuale a CORE2 ajustat (până la -0,03 la sută).

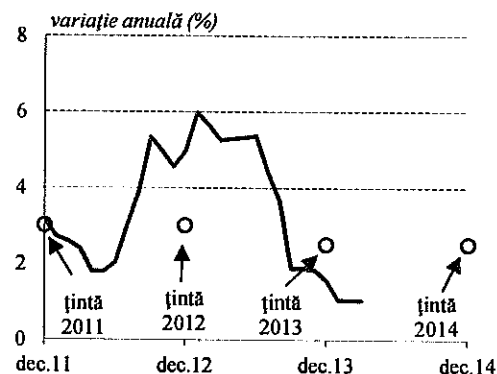
Similar trimestrului precedent, contribuția decisivă la dezinflația IPC din perioada ianuarie-martie 2014 a revenit grupei prețurilor administrate, a căror dinamică anuală s-a diminuat sensibil (-3 puncte procentuale, până la 3,4 la sută), ca urmare a disipării complete a efectului statistic generat de creșterea masivă a tarifelor la energia electrică în lunile decembrie 2012 (7 la sută) și ianuarie 2013 (10 la sută). Cu toate că începutul anului 2014 a marcat o nouă etapă a calendarului de liberalizare a pieței de energie, creșterile de preț au fost moderate: ajustarea prețurilor la gazele naturale a fost inferioară celei estimate inițial de către ANRE (1,2 la sută față de 2 la sută), iar impactul deschiderii pieței de electricitate în factura consumatorului final¹ a fost atenuat de reducerea contribuției pentru cogenerare.

Deflația anuală de pe segmentul prețurilor volatile s-a modificat marginal în trimestrul I 2014 (+0,1 puncte procentuale, până la -1,3 la sută), în condițiile evoluțiilor divergente ale prețurilor combustibililor și respectiv bunurilor alimentare. În primul caz, rata anuală de creștere a revenit în teritoriu pozitiv (+0,6 puncte procentuale, până la 0,2 la sută) ca urmare a majorării valorii în lei a accizei² aplicate carburanților, în timp ce pe segmentul LFO, dinamica anuală a prețurilor s-a redus cu 0,4 puncte procentuale, până la -3 la sută, în principal pe seama unui efect de bază.

¹ Începând cu luna ianuarie 2014, ponderea energiei electrice achiziționate de pe piața liberă și furnizate consumatorilor casnici a crescut la 20 la sută (față de 10 la sută anterior).

² În contextul în care cursul de schimb stabilit în prima zi lucrătoare a lunii octombrie din anul 2013 a fost mai mic decât cel din anul precedent, în anul 2014 valoarea accizei exprimată în euro a fost indexată cu inflația medie anuală din luna septembrie a anului 2013 (modificarea mecanismului de stabilire a valorii accizei în lei este prevăzută în Raportul de buget pentru anul 2014).

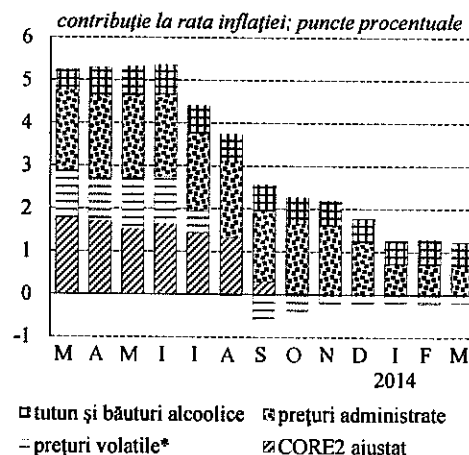
Evoluția inflației



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

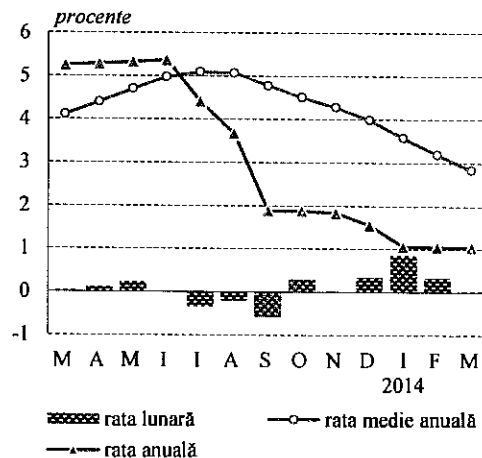
Sursa: INS, calcule BNR

Rata anuală a inflației



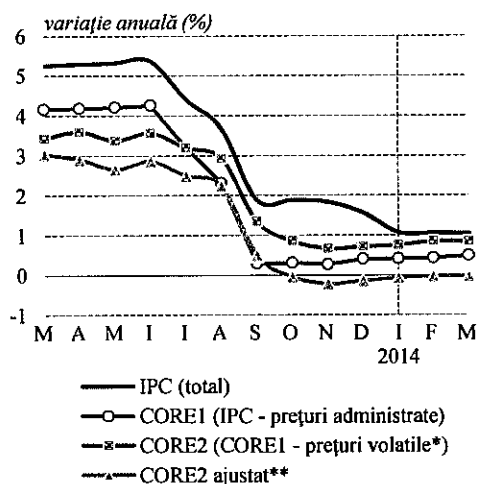
Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



Sursa: INS

Inflația totală și inflația de bază (CORE)

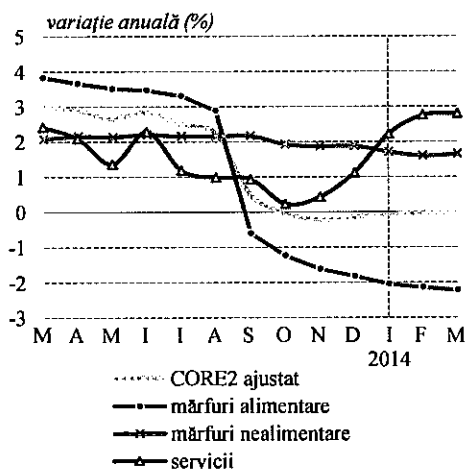


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

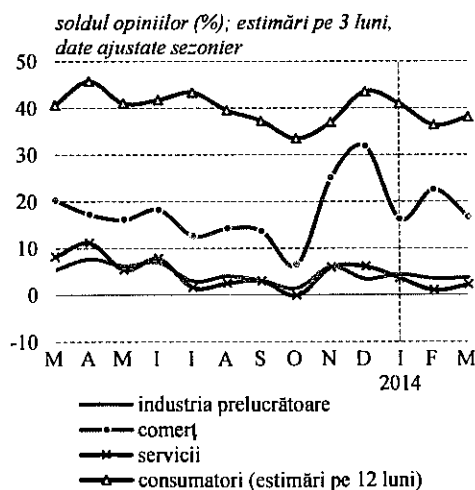
Sursa: INS, calcule BNR

Componentele CORE2 ajustat



Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN

Chiar dacă majorarea valorii în lei a accizelor a afectat și prețurile produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice, impactul a fost similar celui din anul anterior, astfel încât inflația anuală corespunzătoare acestei grupe de mărfuri a rămas relativ nemodificată (-0,2 puncte procentuale, până la 7,6 la sută).

În primele trei luni ale anului 2014, deflația anuală CORE2 ajustat s-a temperat la -0,03 la sută (față de -0,15 la sută la finele anului 2013), în contextul diminuării sensibile a deficitului de cerere, dar și al acțiunii unor factori de natura ofertei cu influențe în ambele sensuri, care au imprimat traiectorii diferite la nivelul sub-componentelor: accelerare a ritmului de creștere a tarifelor pentru servicii, reducere a dinamicii prețurilor bunurilor nealimentare și accentuare a ratelor negative de creștere a prețurilor alimentelor.

Tarifele serviciilor libere s-au majorat în trimestrul I 2014 (+1,7 puncte procentuale până la 2,8 la sută), sub influența deprecierei monedei naționale față de euro și a încorporării în prețurile RCA a costurilor mai mari cu reasigurările plătite de operatorii de profil în anul precedent.

În ceea ce privește prețurile bunurilor nealimentare, impactul revigorării cererii și al deprecierei cursului de schimb a fost anulat de evoluția favorabilă a prețurilor externe³. În consecință, această grupă a înregistrat o ușoară decelerare de ritm în trimestrul I 2014 (-0,2 puncte procentuale, până la 1,6 la sută).

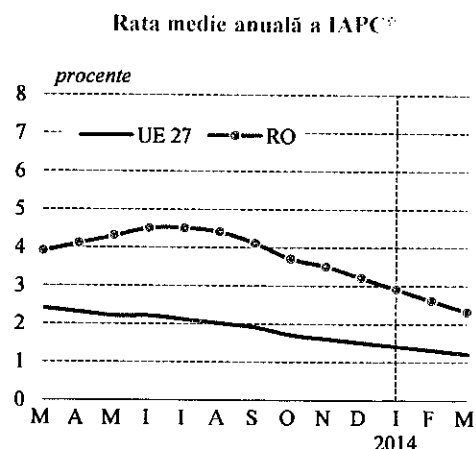
Prețurile bunurilor alimentare și-au accentuat deflația anuală în perioada analizată (-0,4 puncte procentuale, până la -2,2 la sută), date fiind costurile reduse cu materia primă agricolă, dar și promovarea de către *hypermarket*-uri a produselor alimentare sub marcă proprie (mai ieftine). O contribuție la ratele de creștere pronunțat negative ale acestor prețuri revine în continuare scăderii cotei TVA la unele produse de panificație începând cu 1 septembrie 2013 (-2,4 puncte procentuale).

În ansamblu, anticipațiile inflaționiste ale agenților economici au evoluat benign în perioada ianuarie-martie 2014, majoritatea sectoarelor (industrie, construcții, servicii) afișând solduri conjuncturale apropiate de zero; excepție au făcut doar operatorii comerciali, care preconizează în continuare creșteri ale prețurilor. Menținerea așteptărilor inflaționiste ale analiștilor bancari în interiorul intervalului țintei stabilite de BNR la un nivel comparabil cu cel de la finele anului 2013 și continuarea traiectoriei descendente a anticipațiilor consumatorilor confirmă absența presiunilor inflaționiste pe acest canal în perioada analizată.

³ Aproximate prin prețurile pentru piața externă ale producătorilor industriali de bunuri de consum din UE-15.

Rata medie anuală a IAPC a continuat să se înscrie pe o traiectorie descendentă în trimestrul I 2014 (-0,9 puncte procentuale, până la 2,3 la sută), fapt care a determinat o nouă reducere atât a ecartului față de criteriul privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht, cât și față de inflația medie din Uniunea Europeană (până la 1,1 puncte procentuale în ambele cazuri).

La sfârșitul primului trimestru din anul 2014, rata anuală efectivă a inflației a fost superioară cu 0,1 puncte procentuale proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna februarie. Diferența s-a datorat subestimării impactului liberalizării pieței de energie electrică și a dimensiunii deprecierii monedei naționale față de euro.

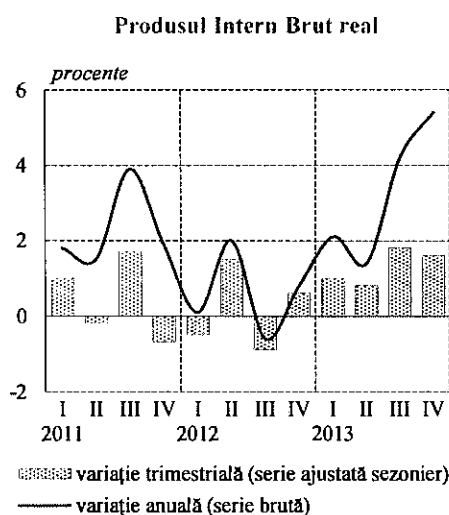


*) variație medie a ultimelor 12 luni față de cele 12 luni anterioare

Sursa: Eurostat

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

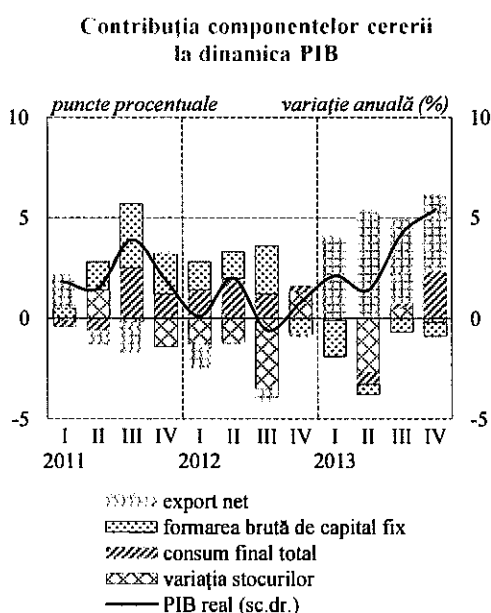


Sursa: INS

Pentru al treilea an consecutiv, PIB real a înregistrat în 2013 o dinamică pozitivă (3,5 la sută), performanța fiind net superioară anilor 2011-2012, cu ritmuri trimestriale consistent pozitive pe parcursul întregului an (între 0,8 și 1,8 la sută¹). În proporție de aproximativ două treimi, creșterea economică s-a datorat redresării activității industriale, sub impulsul cererii externe, restul de o treime fiind atribuit dinamicii peste așteptări a producției agricole, pe fondul condițiilor climatice favorabile din perioada analizată, dar și al unui an agricol 2012 foarte slab.

În trimestrul IV 2013, PIB real a marcat o dinamică anuală record pentru ultimii patru ani (5,4 la sută, cu 1,2 puncte procentuale peste ritmul din intervalul anterior). Deși principala susținere a creșterii economice a fost imprimată în continuare de sectorul extern (+4 puncte procentuale), nu poate fi ignorată contribuția pozitivă a absorbției interne (1,4 puncte procentuale), atribuită în exclusivitate revigorării cererii de consum.

1.1. Cererea



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final al gospodăriilor populației și-a accelerat semnificativ rata anuală de creștere (de la 0,9 la 2,9 la sută), ca urmare atât a dinamizării cumpărărilor de bunuri din rețeaua comercială², cât și a amplificării componentelor a căror traiectorie este corelată cu evoluția producției agricole – achizițiile de pe piața țărănească, autoconsumul și industria casnică. În sens opus au evoluat încasările din prestări de servicii (ca urmare a contracției activității turistice, posibil generată de debutul întârziat al sezonului de schi).

Intensificarea de ritm consemnată la nivelul cumpărărilor de mărfuri a fost susținută deopotrivă de grupa bunurilor de uz curent (imprimată în principal de ușoara redresare a comerțului alimentar și de întreruperea scăderilor pe piața carburanților) și de cea a produselor de folosință îndelungată. În acest din urmă caz, aportul cel mai consistent a revenit în continuare pieței auto, a cărei evoluție a manifestat, în structură, caracteristicile trimestrului III, dar la o intensitate superioară. Astfel, volumul vânzărilor s-a plasat

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.

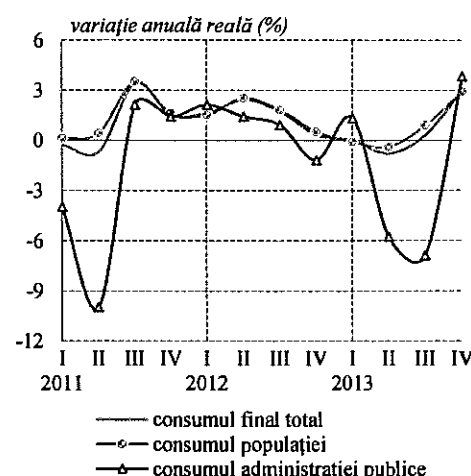
² Calcule pe baza seriei indicilor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață prestate populației.

pe trend crescător atât pe segmentul autoturismelor noi (cu un vârf la finele anului – cea mai bună lună decembrie a ultimilor trei ani³), cât și pe cel al autovehiculelor rulate, această din urmă evoluție antrenând o nouă accelerare de ritm a achizițiilor de piese și accesorii auto. Creșteri de volum s-au înregistrat și pe segmentul „electro-IT”, informațiile din piață semnalând faptul că vânzările din trimestrul IV au fost cele mai mari din ultimii cinci ani, iar dinamica pieței locale de profil pe ansamblul anului 2013 a fost depășită, la nivel european, doar de cea consemnată în Ungaria⁴. Ofertele atractive lansate de numeroși operatori în ultimele luni ale anului (inclusiv prelungirea pe o perioadă de peste o săptămână a evenimentului comercial „Vinerea Neagră”), precum și condițiile de cost mai avantajoase pe piața creditelor de consum au permis, în opinia operatorilor, reluarea cumpărărilor de produse electrocasnice de valoare mare, dar și achiziționarea unor produse IT&C de generație avansată (tablete, telefoane mobile inteligente).

În trimestrul IV 2013, deficitul bugetului general consolidat a înregistrat o valoare de 7 628 milioane lei (echivalent cu 1,2 la sută din PIB⁵ și corespunzător unui sold primar de -0,9 la sută din PIB), apropiată de cea consemnată în aceeași perioadă a anului anterior (7 602 milioane lei, respectiv 1,3 la sută din PIB). Ameliorarea dinamicii soldului execuției bugetare în raport cu trimestrul anterior a fost rezultatul comprimării în termeni anuali a cheltuielilor bugetare totale (-0,6 la sută, de la +2,5 la sută în trimestrul III), pe fondul atenuării ritmului de creștere a cheltuielilor cu bunuri și servicii (la 10 la sută, față de 18 la sută în trimestrul anterior), al trecerii în teritoriul negativ a variației anuale a cheltuielilor cu dobânzile (-17,9 la sută, comparativ cu +19,1 la sută) și a altor transferuri (-37,9 la sută, față de +1,4 la sută), precum și al accentuării declinului anual al subvențiilor (-49,2 la sută, comparativ cu -28,4 la sută). O influență opusă ca sens, dar de intensitate mai redusă, a avut deteriorarea dinamicii veniturilor bugetare totale (-0,4 la sută, față de +0,3 la sută în trimestrul anterior), având ca determinanți majori un efect statistic de bază⁶, dar și pierderile de ritm consemnate de veniturile din TVA (-2,9 la sută, de la +4,0) și de veniturile nefiscale (-15,7 la sută, comparativ cu -12,4 la sută).

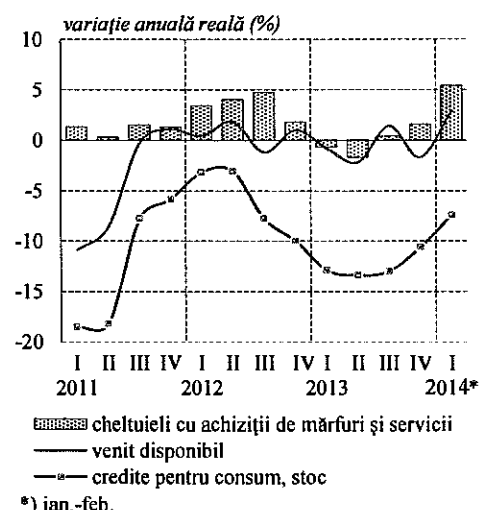
Formarea brută de capital fix a consemnat o nouă restrângere de volum (cu 2,6 la sută, mai accentuată cu 0,5 puncte procentuale față de cea înregistrată în trimestrul III), contracții semnificative înregistrând sectorul corporatist și cel al populației. În primul caz,

Consumul final efectiv



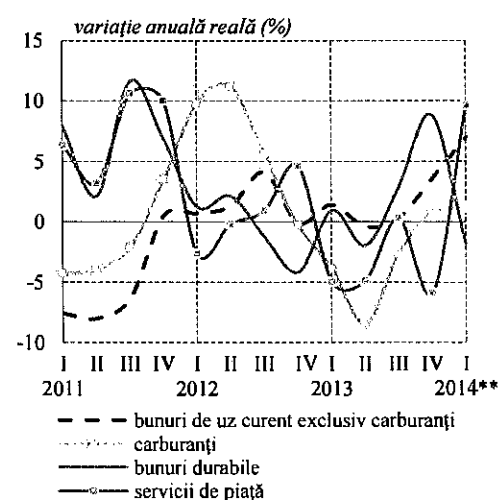
Sursa: INS

Consumul populației și principalele surse de finanțare



Sursa: INS, MFP, calcule BNR

Achiziții de mărfuri și servicii*



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

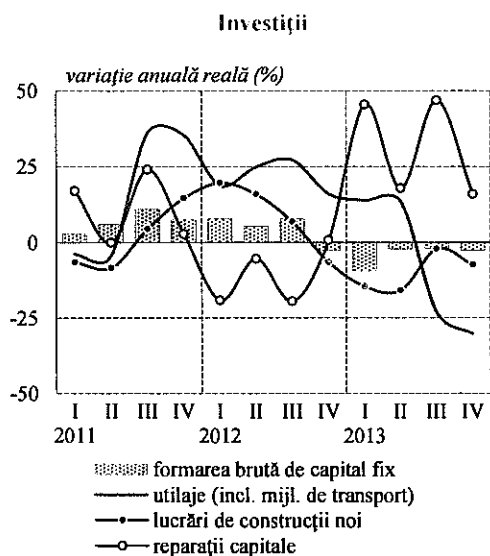
Sursa: INS, calcule BNR

³ Conform Asociației Producătorilor și Importatorilor de Autovehicule.

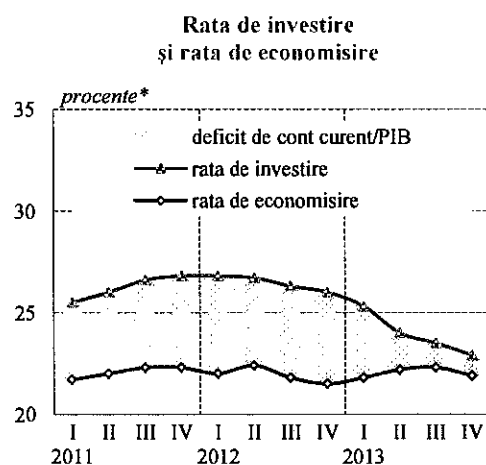
⁴ Studiu GfK Temax – martie 2014.

⁵ Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna decembrie 2013; pentru 2012 și 2013 s-a utilizat nivelul PIB publicat de INS.

⁶ Asociat evoluției încasărilor din taxa pe utilizarea bunurilor, autorizarea utilizării bunurilor sau pe desfășurarea de activități în ultimul trimestru din 2012.



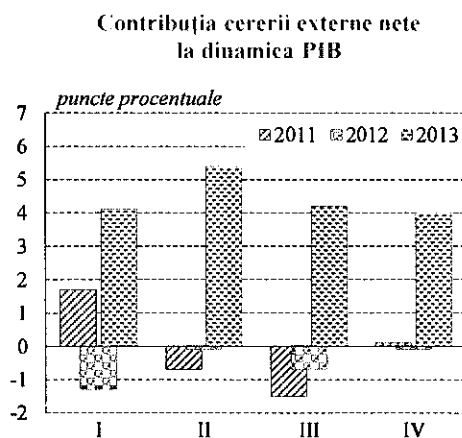
Sursa: INS, calcule BNR



*) 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



Sursa: INS, calcule BNR

cea mai severă reducere s-a observat la nivelul investițiilor în utilaje, inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții publice (cu 30,3 la sută), dar dinamici reale negative au consemnat și lucrările de construcții noi și reparații capitale la clădiri nerezidențiale, precum și achizițiile în sistem leasing de autovehicule și echipamente. Volumul investițiilor efectuate de populație s-a restrâns atât pe segmentul lucrărilor de construcții de locuințe noi, cât și pe cel al reparațiilor capitale la clădirile existente.

Evoluția nefavorabilă a segmentelor „corporatist” și „populație” a fost în bună măsură contrabalansată de revigorarea investițiilor cu finanțare de la bugetul public, în condițiile în care formarea brută de capital fix aferentă sectorului guvernamental a înregistrat o amplă inversare de ritm⁷.

Cererea externă netă a constituit, și în ultima parte a anului, segmentul cu aportul cel mai important la dinamica PIB real, contribuția exporturilor nete de bunuri fiind chiar superioară celei din intervalul anterior (4,1 față de 3,2 puncte procentuale), în condițiile în care avansul exporturilor a depășit de peste trei ori ritmul de creștere a importurilor.

Volumul livrărilor de bunuri pe piețele externe s-a majorat cu 20,8 la sută în termeni anuali, evoluția pe cele două macroregiuni – Uniunea Europeană și spațiul extracomunitar⁸ – fiind asemănătoare celei din trimestrul III. Astfel, dinamica reală a exporturilor pe piața europeană, deși ușor mai alertă decât în intervalul precedent (+14,6 la sută), a fost net depășită de cea aferentă piețelor din afara UE (+24,2 la sută), ponderea vânzărilor cu această din urmă destinație plasându-se ușor peste 30 la sută. Cu un ritm valoric de aproape 15 la sută, exporturile de mașini, echipamente și mijloace de transport au contribuit cu circa 46 la sută la creșterea livrărilor externe în trimestrul IV. Cea de-a doua poziție din perspectiva aportului la dinamica exporturilor – aproximativ 25 la sută – a fost ocupată de grupa bunurilor agroalimentare (dominate însă de materii prime și de produse cu un grad scăzut de prelucrare). Merită menționat faptul că producția vegetală remarcabilă a anului 2013 a generat primul excedent comercial pe segmentul agroalimentar din ultimii 20 de ani: 325 milioane euro (comparativ cu un deficit de circa 745 milioane euro în 2012), în condițiile îngustării cu circa 14 la sută a deficitului pe relația UE, dar mai ales ale consolidării surplusului comercial cu partenerii din

⁷ În termeni nominali, +29 la sută în trimestrul IV comparativ cu -17 la sută în intervalul anterior (sursa: Eurostat).

⁸ 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.

regiunea extracomunitară (până la 1,2 miliarde euro, de 4 ori mai mare decât cel din anul anterior)⁹.

Volumul importurilor de bunuri s-a majorat cu 6,3 la sută, trimestrul IV marcând o ușoară încetinire de ritm față de intervalul precedent, vizibilă deopotrivă pe piețele UE și extra-UE, și imprimată în principal de încetinirea de ritm a aprovizionărilor cu bunuri intermediare și materii prime, pe fondul unei tendințe de scădere a conținutului de importuri al exporturilor, decelabilă în special în industria auto.

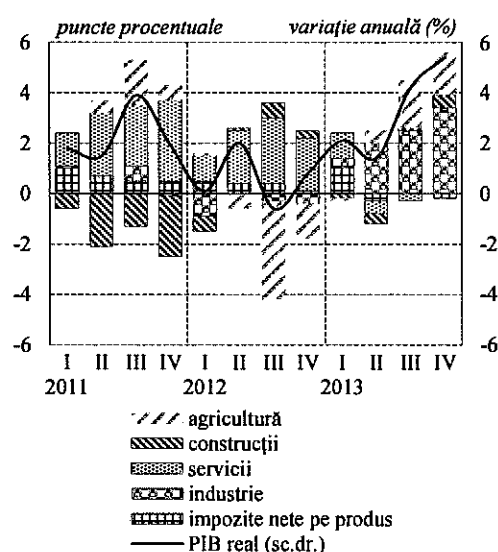
1.2. Oferta

Cu excepția VAB din servicii (care a stagnat), sectoarele economice au înregistrat rate anuale pozitive de creștere în trimestrul IV, cea mai bună performanță aparținând agriculturii – VAB s-a majorat cu 38,2 la sută, dinamica accelerându-se cu 17,1 puncte procentuale față de cea din trimestrul III, în principal datorită amplificării activității de recoltare a porumbului (dacă în trimestrul III cantitatea obținută a crescut cu 9 la sută în termeni anuali, în ultimele trei luni producția a fost de peste 3 ori mai mare).

Accelerări de ritm au continuat să se manifeste și la nivelul sectoarelor neagricole, VAB cumulată fiind cu 3,9 la sută superioară celei din trimestrul IV 2012 (+1,3 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent). Aportul determinant a venit din industria care, cu o creștere a VAB de 12,2 la sută, și-a consolidat poziția de principal susținător al dinamicii PIB (+3,4 puncte procentuale). Deși nu poate fi ignorată atenuarea pantei descrescătoare înregistrate pe parcursul celei de-a doua jumătăți a anului de producția industrială livrată pe piața locală (de la -9,4 la sută în trimestrul II la -2,4 la sută în trimestrul IV¹⁰), motorul extinderii acestui sector economic a rămas cererea externă, volumul cifrei de afaceri aferente producției exportate depășind cu 18,6 la sută nivelul din trimestrul IV 2012. Cele mai alerte rate de creștere a producției (cuprinse între 11 și 22 la sută) au înregistrat industria mijloacelor de transport, ramurile producătoare de mașini și echipamente mecanice și electrice, industria alimentară, cea a materialelor de construcții și industria mobilei.

O dinamică anuală pozitivă a consemnat și VAB aferentă sectorului construcțiilor (3,7 la sută), în accelerare vizibilă față de trimestrul III (+2,6 puncte procentuale). Seriile indicilor de volum pentru lucrările de construcții relevă însă o imagine diferită,

Contribuția componentelor
ofertei la dinamica PIB

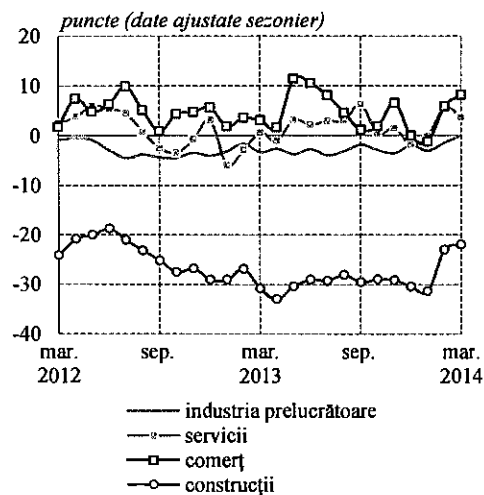


Sursa: INS, calcule BNR

⁹ Informațiile privind balanța comercială a produselor agroalimentare au drept sursă Comunicatul de presă al Ministerului Agriculturii și Dezvoltării Rurale din 16 martie 2014.

¹⁰ Calcule pe baza seriei indicilor de volum pentru cifra de afaceri corespunzătoare producției industriale destinate pieței interne.

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



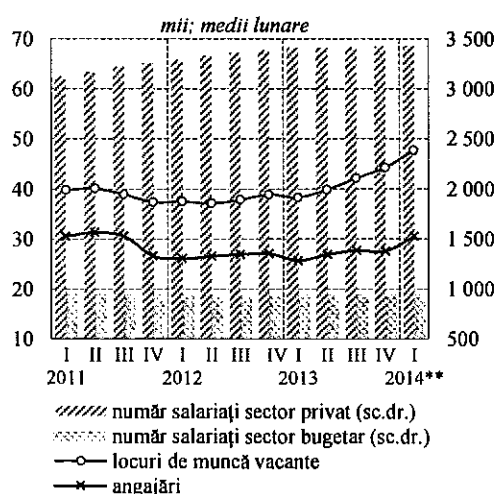
Sursa: CE-DG ECFIN

ultimele trei luni ale anului 2013 marcând o reluare a tendinței descrescătoare a activității de profil (-1,5 la sută). În structură, inversări de traiectorie au marcat ambele segmente de construcții de clădiri – restrângeri de volum de 7,5 la sută în cazul obiectivelor rezidențiale și de 21,8 la sută în cel al obiectivelor nerezidențiale – evoluția fiind parțial compensată de extinderea, cu 9,8 la sută, a construcțiilor ingineresti – îndeosebi la infrastructura rutieră.

După două trimestre de scăderi ușoare, VAB din sectorul serviciilor s-a plasat la un nivel similar celui din trimestrul IV 2012, în condițiile în care noile contractii de volum înregistrate de serviciile de intermediari financiare și asigurări și de serviciile publice au fost contrabalansate de: (i) redresarea subsectorului „comerț și transport” (de la -2,9 la +3 la sută, pe fondul dinamizării cumpărărilor de mărfuri ale populației, dar și al intensificării activității comerciale cu ridicata și a transporturilor de mărfuri, sub influența evoluțiilor pozitive ale producției industriale și agricole și ale comerțului de retail); (ii) extinderea în continuare a tranzacțiilor imobiliare (în principal închirieri de spații pentru birouri și operațiuni cu terenuri destinate dezvoltării unor proiecte de clădiri de birouri și de centre comerciale), dar și a serviciilor din sfera „informații și comunicații”, anul 2013 marcând o posibilă schimbare de comportament la nivelul pieței telefoniei mobile, în sensul trecerii de la serviciile de voce la cele de date.

2. Piața muncii

Măsurile cererii de forță de muncă*



*) date ajustate sezonier

**) ian.-feb.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

La începutul anului 2014, piața muncii a înregistrat în continuare evoluții moderate¹¹, însă au apărut semnale privind o revigorare a cererii de forță de muncă. În sectorul privat, accelerarea sensibilă a ritmului anual de creștere a câștigului salarial a fost rezultatul majorării salariului minim brut pe economie, companiile manifestând în continuare prudență în procesul de negociere salarială. Similar trimestrelor anterioare, în industrie, creșterile salariale au fost pe deplin compensate de câștigurile de productivitate, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă rămânând în teritoriu negativ. Pe fondul plasării temporare a ratei anuale a inflației sub limita inferioară a intervalului de variație asociat țintei centrale, ritmul anual de creștere a venitului disponibil real a redevenit pozitiv, reprezentând un factor de stimulare a consumului.

După avansul marginal consemnat în trimestrul IV 2013, numărul de salariați din economie a rămas la un nivel similar la începutul anului 2014, determinantă în acest sens fiind relativa stabilitate observată în construcții și servicii. Pe ansamblul industriei s-a înregistrat o ușoară creștere, generată îndeosebi de angajările realizate în ramurile producătoare de calculatoare și produse

¹¹ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

electronice, echipamente electrice, autovehicule. Pe de altă parte, numărul locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM s-a plasat în continuare pe o tendință ascendentă, ceea ce sugerează revigorarea cererii de forță de muncă, urmată implicit, cu un decalaj, de redinamizarea numărului de salariați. De altfel, rezultatele sondajelor recente¹² susțin această afirmație, reflectând perspective favorabile de angajare în industrie și construcții în trimestrul II 2014. În același timp, reducerea numărului de disponibilizări a contribuit la stagnarea indicatorilor privind oferta excedentară de forță de muncă, atât rata șomajului înregistrat, cât și cea a șomajului BIM menținându-se nemodificate (la 5,5 la sută, respectiv 7,3 la sută).

În intervalul ianuarie-februarie 2014, ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale nominale brute s-a intensificat până la 5 la sută (față de 4,3 la sută în trimestrul IV 2013), în principal ca urmare a implementării unei noi etape de majorare a salariului minim brut pe economie (de la 800 lei la 850 lei), de care, de această dată, a beneficiat un număr de angajați semnificativ (peste 15 la sută din total¹³). Conform estimărilor BNR, în afara acestei ajustări, creșterile salariale acordate au fost minore, fapt ce reflectă persistența cererii agregate la niveluri sub potențial și, prin urmare, ritmul lent de redresare a pieței muncii, menținerea unei politici salariale prudente la nivelul sectorului bugetar¹⁴, precum și anticipații inflaționiste moderate.

În industrie, consolidarea câștigurilor de productivitate a muncii a determinat menținerea dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă în teritoriu negativ în perioada ianuarie-februarie 2014 (-2,8 la sută comparativ cu -4,7 la sută în trimestrul IV 2013), în pofida accelerării cu 1,5 puncte procentuale a ritmului de creștere a salariului brut. Evoluția favorabilă s-a datorat exclusiv sectorului prelucrător, ajustări substanțiale fiind vizibile în prelucrarea țigărețelor, produse electronice și metalurgie. În schimb, în industria auto, încetinirea substanțială a dinamicii productivității nu a fost însoțită de o reducere corespunzătoare a ritmului aferent câștigurilor salariale.

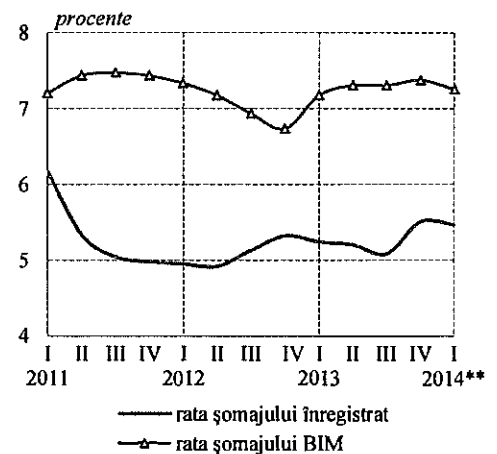
Din perspectiva factorilor de influență de natura cererii asupra ratei inflației, în luna ianuarie 2014 variația anuală a venitului disponibil real a reintrat în teritoriu pozitiv, după înregistrarea unui nivel de -1,7 la sută la finele trimestrului IV 2013, determinat de comprimarea remiterilor din exterior. Atenuarea puternică a scăderii acestora, majorarea transferurilor din asistență socială și a

¹² A se vedea sondajul realizat de DG ECFIN/INS și Studiul Manpower privind perspectivele angajării de forță de muncă.

¹³ Calcule BNR.

¹⁴ Dinamica anuală a câștigurilor salariale brute în sectorul bugetar a coborât la 1,9 la sută în perioada analizată.

Rata șomajului*

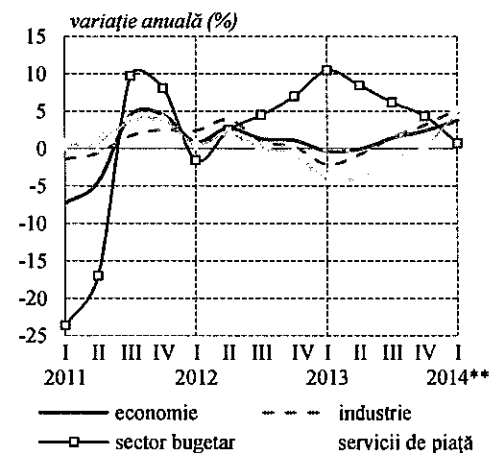


*) date ajustate sezonier

**) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*

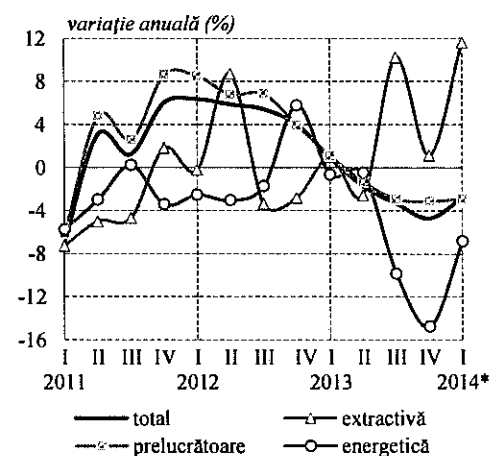


*) deflatat cu IPC

**) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



*) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

câștigurilor salariale, dar și atingerea unor minime istorice ale ratei inflației au imprimat ulterior accelerarea ratei anuale aferente venitului disponibil real până la 4 la sută.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul IV 2013, prețurile de import și cele de producție (industrială și agricolă) au continuat să înregistreze evoluții favorabile, pe fondul aprecierii monedei naționale în raport cu principalele valute, al costurilor mai scăzute cu materiile prime (în special agricole) și al diminuării tarifului energiei electrice. Pentru trimestrul I 2014, restrângerea factorilor cu influență favorabilă sugerează inversări de tendință la nivelul prețurilor de import și al celor agricole; în cazul prețurilor producției industriale sunt previzibile ritmuri negative de creștere, antrenate de manifestarea unui puternic efect de bază pe segmentul bunurilor energetice.

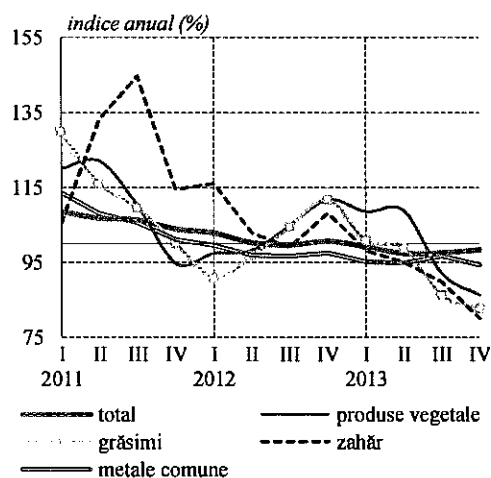
În ultimul trimestru al anului 2013, prețurile de import au continuat să influențeze favorabil dinamica prețurilor interne, în condițiile menținerii indicelui valorii unitare a importurilor la un nivel subunitar (98,27 la sută față de 97,51 la sută în trimestrul anterior) și ale aprecierii monedei naționale față de principalele valute.

Bunurile importate cu pondere în coșul de consum au consemnat evoluții favorabile ale prețurilor externe doar pe segmentul agroalimentar (fructe, produse vegetale, carne), cele mai multe mărfuri nealimentare de uz curent înregistrând mișcări de sens contrar.

Similar trimestrului III, prețurile externe ale bunurilor de capital au consemnat o relativă stagnare în termeni anuali, în condițiile în care influența favorabilă exercitată de scăderea mai pronunțată a prețurilor metalelor a fost erodată de impactul generat de cererea mai mare de echipamente destinate industriei eoliene, dar și de accentuarea preferinței pentru importul de autoturisme noi în detrimentul celor *second-hand*¹⁵, indicele valorii unitare a importurilor de mijloace de transport devenind pozitiv în perioada analizată.

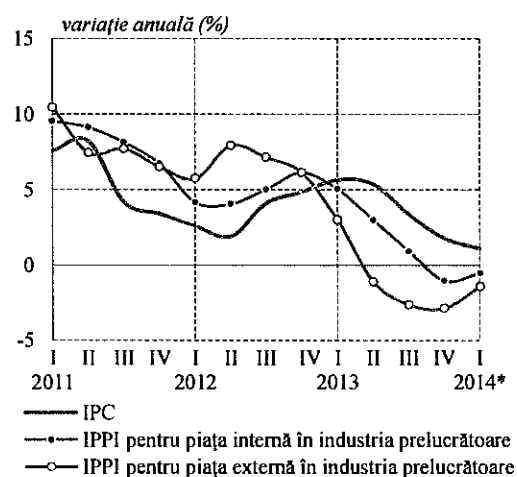
În trimestrul IV 2013, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a menținut pe trend descendent (până la 0,9 la sută, cu 1,7 puncte procentuale sub media trimestrului III 2013), tendința fiind vizibilă la toate grupele de bunuri. Principalii factori de influență au fost reprezentați de: (i) continuarea scăderii prețurilor pe piața energiei electrice;

Surse ale scăderii valorii unitare a importurilor în T4 2013



Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile producției industriale și de consum



*) ian.-feb.

Sursa: INS

¹⁵ Conform datelor Ministerului Afacerilor Externe importurile de mașini *second-hand* au înregistrat o decelerare a ritmului anual de creștere de la 38 la sută în trimestrul III la 3,6 la sută în trimestrul IV 2013.

(ii) revenirea cotațiilor petrolului pe o traiectorie descendentă;
(iii) declinul accentuat al prețurilor interne ale materiilor prime agricole (în special cereale); precum și (iv) aprecierea monedei naționale în raport cu principalele valute.

Cea mai importantă temperare de ritm anual a fost consemnată de prețurile de producție ale bunurilor de consum (-2,9 puncte procentuale, până la 1,5 la sută), în asociere cu dinamica negativă a prețurilor din industria alimentară (-3,4 la sută).

O decelerare a ratei anuale de creștere au înregistrat și prețurile de producție ale bunurilor energetice (-1,5 puncte procentuale, până la 4,1 la sută). În acest caz, alături de accentuarea deflației pe segmentul de prelucrare a hidrocarburilor (până la -8,0 la sută), un aport a revenit și ramurii de producție a energiei electrice și termice (variație anuală de 5,2 la sută comparativ cu 7,3 la sută în trimestrul III 2013), odată cu reducerea tarifelor la energie electrică pe piața liberă. Scăderea prețului mediu de tranzacționare pe bursa OPCOM s-a datorat atât majorării ponderii energiei verzi introduse în sistem (mai ieftină, ca urmare a schemei de sprijin oferit de Guvern producătorilor), cât și diminuării cererii, pe fondul reducerii intensității energetice a economiei.

În cazul prețurilor de producție ale bunurilor intermediare, determinante pentru accentuarea dinamicii anuale negative (până la -2,6 la sută) au fost evoluțiile din industria chimică (pe fondul deficitului de cerere internă) și din industria de fabricare a altor produse din materiale nemetalice, în contextul măsurilor de creștere a eficienței energetice luate de unul dintre cei mai importanți operatori din domeniu.

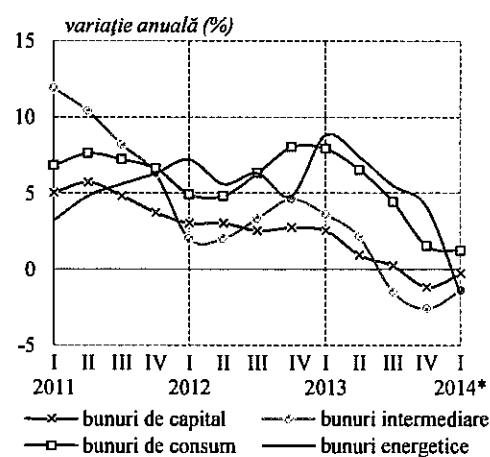
Deflație anuală au înregistrat și prețurile de producție ale bunurilor de capital (-1,2 la sută față de 0,2 la sută în trimestrul III), ca urmare a intensificării efectului inhibitor al cererii interne.

Prețurile producției agricole au consemnat în trimestrul IV 2013 o adâncire a variației anuale negative (de la -1,8 la sută în trimestrul III 2013 la -12,6 la sută), datorată atât manifestării unui efect de bază, cât și evoluțiilor pozitive înregistrate în perioada curentă pe ambele segmente (dominantă rămâne însă influența componentei vegetale, dinamica anuală a acestor prețuri reducându-se cu 13,7 puncte procentuale, până la -16,4 la sută, pe fondul recoltelor de excepție din anul 2013).

În cazul produselor animale, costurile mai mici cu furajele (-22,1 la sută în termeni anuali) au determinat decelerări de ritm la majoritatea sortimentelor de carne, precum și la lapte și ouă.

În trimestrul I 2014, ascensiunea prețurilor pe piața externă a materiilor prime agricole (ca urmare a condițiilor meteo

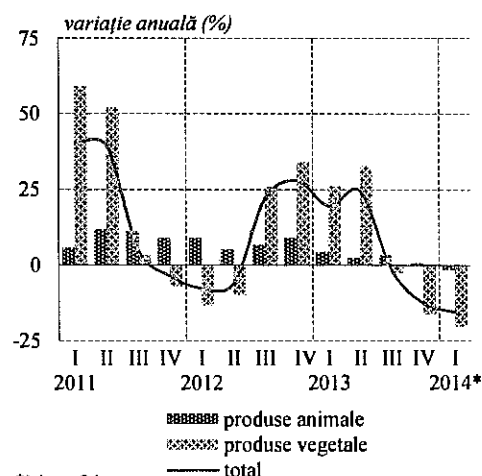
Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



*) ian.-feb.

Sursa: INS

Prețurile producției agricole



*) ian.-feb.

Sursa: INS

nefavorabile din SUA și tensiunilor geopolitice dintre Rusia și Ucraina) este posibil să conducă la o inversare de tendință atât în cazul prețurilor interne ale producției vegetale, cât și al prețurilor de import. În acest din urmă caz, evoluția va fi amplificată de deprecierea monedei naționale în raport cu euro și de atenuarea aprecierii față de dolarul SUA. În ceea ce privește dinamica anuală a prețurilor de producție, intrarea acesteia în teritoriu negativ în perioada ianuarie-februarie 2014 (valorile atinse reprezentând minime pentru ultimii patru ani) este de așteptat să se mențină la nivelul întregului trimestru, mișcarea fiind imprimată de manifestarea unui efect de bază favorabil pe segmentul prețurilor bunurilor energetice.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În luna februarie 2014 BNR a diminuat cu încă 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară (a șasea scădere consecutivă din seria operată pe parcursul ultimelor 8 luni și care a cumulat 1,75 puncte procentuale), pentru ca în martie să mențină nivelul acesteia la 3,50 la sută. Totodată, autoritatea monetară a prezervat nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale băncilor, precum și gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. Măsurile au vizat calibrarea condițiilor monetare reale în sens larg din perspectiva menținerii stabilității prețurilor și a ancorării anticipațiilor inflaționiste în linie cu ținta staționară de inflație, concomitent cu crearea condițiilor pentru revigorarea sustenabilă a activității de creditare.

Ciclul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară a fost prelungit în luna februarie 2014, decizia de reducere a acesteia la 3,50 la sută (de la 3,75 la sută) având ca argumente continuarea decelerării inflației în ultima parte a anului 2013, precum și reconfirmarea, în linii generale, a coordonatelor precedentei prognoze trimestriale a BNR¹. Astfel, rata anuală a inflației a coborât în luna decembrie 2013 în proximitatea limitei inferioare a intervalului de variație al țintei staționare, respectiv la 1,55 la sută, nivel reprezentând minimul ultimilor 24 de ani. Pe acest fond, proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu a reconfirmat perspectiva scăderii ratei anuale a inflației în prima parte a anului 2014 la valori aflate sub limita de jos a intervalului țintei – sub impactul prelungirii efectelor tranzitorii ale șocurilor pozitive de natura ofertei², suprapuse celor exercitate de factorii fundamentali (persistența deficitului de cerere și menținerea anticipațiilor inflaționiste în interiorul intervalului țintei) –, urmată de revenirea și apoi de consolidarea acesteia la niveluri situate în jumătatea superioară a intervalului. Nivelul ratei anuale a inflației prognozat pentru finele anului 2014 era însă ușor mai înalt comparativ cu cel anticipat anterior – el apropiindu-se de limita superioară a intervalului țintei³ –, în principal datorită ajustării ascendente a previziunilor privind dinamica prețurilor produselor din tutun și a băuturilor alcoolice, precum și a prețurilor

¹ Raportul asupra inflației din noiembrie 2013.

² Impactul major exercitat asupra prețurilor alimentelor de producția agricolă foarte bună realizată în anul 2013 și reducerea în luna septembrie 2013 a cotei TVA pentru unele produse de panificație.

³ De la 3,0 la 3,5 la sută.

combustibililor, impuse de modificările aduse regimului de accizare a acestor produse⁴.

În cadrul ședinței din luna martie, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la 3,50 la sută – acest nivel fiind considerat adecvat din perspectiva caracteristicilor evoluției previzionate a inflației, implicit din perspectiva atingerii obiectivului de menținere a stabilității prețurilor pe termen mediu. Astfel, conform așteptărilor băncii centrale, rata anuală a inflației a continuat să scadă în primele două luni ale anului 2014, atingând în februarie un nou minim al perioadei post-1990 (1,05 la sută). Totodată, coordonatele noii proiecții pe termen foarte scurt a inflației erau compatibile cu perspectiva mai îndepărtată a acesteia relevată de cea mai recentă prognoză trimestrială a BNR, potrivit căreia rata anuală a inflației urma să revină în semestrul II și să se mențină ulterior în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare; o asemenea traiectorie avea ca determinanți majori previzibila disipare treptată a efectelor favorabile ale șocurilor anterioare de natura ofertei și anticipata persistență a deficitului de cerere agregată. Dimensiunea actuală, dar și cea așteptată pe termen scurt ale acestui deficit se conturau a fi însă mai scăzute, date fiind accelerarea sensibilă a creșterii PIB în trimestrul IV 2013⁵ și prelungirea, în primele luni ale anului 2014, a dinamicii robuste a unor indicatori economici cu frecvență ridicată relevanți pentru comportamentul cererii de consum și al celei de investiții, implicând revizuirea în sens ascendent a previziunilor privind creșterea economică în primele două trimestre ale anului curent.

Acestor evoluții li s-a asociat continuarea atenuării variației anuale negative a soldului creditului acordat sectorului privat⁶ pe parcursul primelor două luni ale anului 2014 (-3,1 la sută, față de -5,4 la sută în trimestrul IV 2013), reflectând nu doar efectul statistic exercitat de rata anuală a inflației și de cursul de schimb, ci și ameliorarea mai pregnantă a comportamentului componentei în lei, a cărei dinamică a redevenit pozitivă (0,8 la sută, față de -0,4 la sută în trimestrul precedent); un efect contrar, de intensitate mai mică însă, a avut prelungirea tendinței de declin a variației anuale a creditelor în valută (-7,0 la sută, față de -6,0 la sută în precedentele trei luni, pe baza valorilor exprimate în euro). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat doar parțial cu rezultatele celei mai recente ediții⁷ a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și

⁴ Aceste evoluții au fost semnalate anterior de banca centrală ca riscuri nefavorabile la adresa proiecției inflației.

⁵ La 5,2 la sută.

⁶ În absența altor mențiuni, indicatorii menționați sunt calculați ca variații medii anuale exprimate în termeni reali.

⁷ Luna februarie 2014.

a populației, acesta relevând, pe de o parte, perspectiva menținerii în linii mari a *statu-quo*-ului standardelor de creditare aplicate în relația cu clienții nebankari în trimestrul I 2014 – de natură să consolideze ipoteza încheierii ciclului de înăsprire a acestora – și, pe de altă parte, anticiparea de către bănci a unei scăderi în aceeași perioadă a cererii de credite a societăților nefinanciare și a unei stagnări a cererii de credite a populației. Dinamica anuală medie a creditelor acordate societăților nefinanciare a continuat însă să crească (-5,3 la sută, față de -7,0 la sută în trimestrul IV 2013), evoluția reflectând majorarea variației componente în lei (0,2 la sută, față de -0,2 la sută în trimestrul IV 2013) – alimentată cu precădere de componenta pe termen lung (5,7 la sută, față de 2,2 la sută în ultimele trei luni ale anului 2013) –, precum și efectul statistic al deprecierei monedei naționale; în schimb, variația anuală a creditelor în valută acordate respectivului segment și-a continuat declinul. Și creditele acordate populației au consemnat o majorare de dinamică (-1,1 la sută, cu 2,8 puncte procentuale peste valoarea medie din trimestrul IV), pe fondul accelerării sensibile a creșterii împrumuturilor în lei pentru locuințe (104,5 la sută, față de 71,7 la sută în trimestrul IV 2013), coroborată cu încetinirea contracției în termeni anuali a creditelor de consum (mai ales a celor în monedă națională).

Dinamica anuală a masei monetare a continuat să crească în perioada ianuarie-februarie 2014 (9,0 la sută, față de 5,3 la sută în trimestrul IV), cu precădere pe seama sporirii variației componente sale lichide (M1 a crescut în termeni anuali cu 16,4 la sută, față de un ritm mediu de 9,5 la sută în trimestrul IV), care a reflectat atât efecte de bază, cât și relativa amplificare a cererii de bani pentru tranzacții, corelată cu foarte probabila consolidare a creșterii economice; astfel, în cadrul M1, cele mai ample sporuri de ritm au fost consemnate de depozitele ON în lei ale companiilor și respectiv ale populației, acestea fiind urmate de cel al numerarului în circulație. Și rata de creștere a depozitelor la termen sub doi ani s-a majorat (4,3 la sută, față de 2,4 la sută în trimestrul IV), beneficiind de impulsul dat de dinamica plasamentelor la termen în lei ale populației și ale companiilor.

Prelungirea ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, dar mai ales accentuarea influenței expansioniste a factorilor autonomi ai lichidității, cuplată cu așteptările de menținere a valorii ridicate a excedentului de lichiditate – ca efect al deciziei BNR de reducere a ratei RMO aferente pasivelor în lei⁸ –, au continuat să alimenteze în luna ianuarie tendința de declin al ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și ajustarea similară a cotațiilor ROBOR pe termene mai lungi.

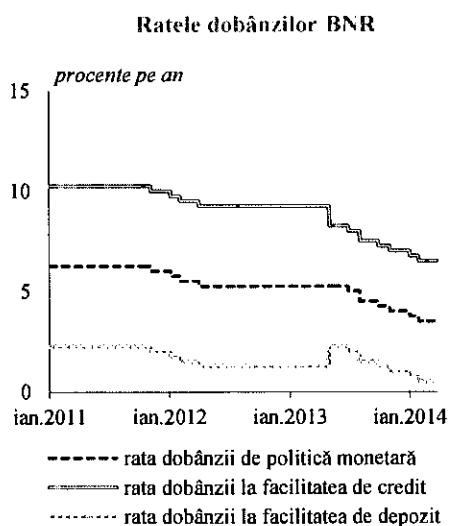
⁸ Reducerea ratei RMO aferente pasivelor în lei a fost decisă de Consiliul de administrație al BNR în cadrul ședinței din luna ianuarie, măsura intrând în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 ianuarie – 23 februarie.

Începând din ultimele zile ale lunii, valorile acestora au consemnat însă o corecție, în condițiile în care inversarea abruptă a sensului acțiunii factorilor autonomi ai lichidității (reflectând, printre altele, amplificarea absorbțiilor de lichiditate ale Trezoreriei) – soldată cu reapariția unor deficite temporare de lichiditate –, precum și majorarea cererii de lei a nerezidenților (într-un context marcat de tensionarea puternică a piețelor financiare ale unor economii emergente și de noi realocări ale portofoliilor de active) au modificat radical condițiile lichidității și așteptările privind caracteristicile acestora în perioada următoare. Pe acest fond, cotațiile ROBOR 3M-12M s-au re poziționat la valori apropiate ratei dobânzii-cheie a băncii centrale (a se vedea secțiunea 2.1. Ratele dobânzilor).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al pieței monetare interbancare a consemnat o creștere în trimestrul I 2014, pe fondul modificării temporare a condițiilor lichidității. Cursul de schimb și-a amplificat volatilitatea, în contextul în care piețele din regiune au receptat efectele noii deteriorări a sentimentului investitorilor față de economiile emergente și ale escaladării tensiunilor geopolitice din Ucraina. Creditul acordat sectorului privat a continuat să-și atenueze contracția în termeni anuali, în timp ce creșterea masei monetare s-a consolidat, preponderent pe seama plăților efectuate din fondurile europene.

2.1. Ratele dobânzilor



Randamentele pieței monetare interbancare și-au continuat trendul descendent la începutul trimestrului I 2014, pentru ca ulterior acestea să consemneze o creștere, re apropiindu-se de rata dobânzii de politică monetară. În ultima parte a perioadei analizate, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au reînceput să scadă, media consemnată pe ansamblul primelor trei luni ale anului curent (2,41 la sută) fiind, totuși, superioară cu 0,58 puncte procentuale celei din trimestrul IV 2013.

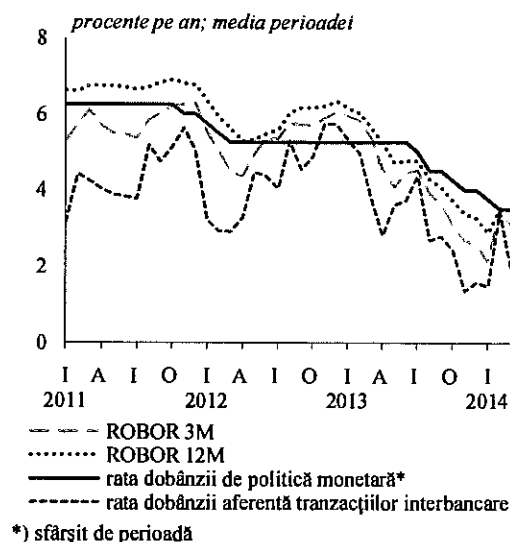
Valoarea pozitivă a poziției nete a lichidității sistemului bancar a avut o evoluție fluctuantă, tendința de amplificare a acesteia – în contextul diminuării nivelului prevăzut al RMO și al injecțiilor Trezoreriei (asociate utilizării unor sume din contul în valută al MFP la BNR) – fiind întreruptă de inversarea sensului acțiunii conjugate a factorilor autonomi ai lichidității, finalizată cu instalarea unor deficite temporare de rezerve. O asemenea evoluție, coroborată cu majorarea sporadică a cererii de lei a nerezidenților, s-a repercutat asupra randamentelor pe termen foarte scurt de pe piața monetară interbancară, care, la finele lunii ianuarie, au urcat rapid dinspre marginea inferioară a coridorului desemnat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente spre partea mediană a

acestui, unde au tins să oscileze pe parcursul următoarei luni; ulterior, randamentele au revenit pe un palier mai coborât, sub influența amplificării injecțiilor de lichiditate ale Trezoreriei.

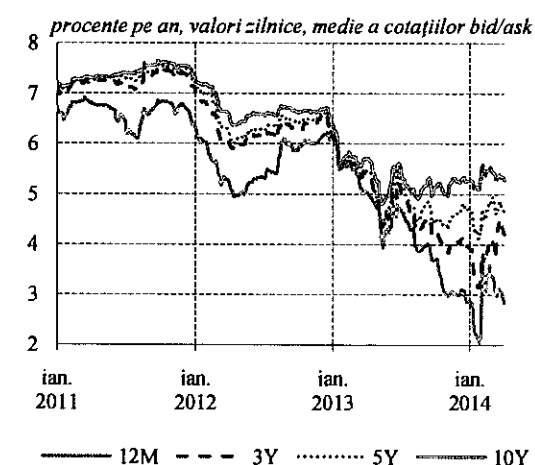
Receptând la rândul lor impactul modificării condițiilor lichidității și a așteptărilor băncilor privind perspectiva imediată a acestora, cotațiile pe termen mai lung ROBOR 3M-12M s-au poziționat la sfârșitul lunii ianuarie în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară, pentru ca în a doua parte a trimestrului acestea să consemneze ușoare ajustări descendente, mai pronunțate în cazul cotațiilor pentru maturitatea de 3 luni. În aceste condiții, media din luna martie a ratelor ROBOR 3M a înregistrat un nivel de 3,08 la sută (superior cu 0,49 puncte procentuale celui din ultima lună a trimestrului anterior), în timp ce cotațiile medii ROBOR 6M și 12M s-au situat la 3,46 și respectiv 3,48 la sută (în creștere cu 0,39 și respectiv 0,22 puncte procentuale comparativ cu valorile din decembrie 2013).

Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat influențele mixte exercitate de modificările caracteristicilor condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară, precum și de tensiunile crescânde care au afectat unele piețe emergente în primele două luni ale anului și care s-au propagat, într-o anumită măsură, pe piețele financiare din regiune, implicit pe cea locală, în contextul ajustărilor de strategie/portofoliu la care au recurs investitorii financiari. Astfel, în ianuarie, randamentele maxime acceptate în cadrul licitațiilor de pe piața primară și-au accentuat declinul, beneficiind de robustețea cererii de titluri. Mișcarea s-a inversat în februarie – creșterea randamentelor solicitate de investitori determinând MFP să respingă integral ofertele de cumpărare prezentate în cadrul a două licitații de titluri –, ea reluându-se, însă, în ultima lună a trimestrului I. Ca urmare, ultima licitație derulată în acest interval pentru certificatele de trezorerie cu maturitate de un an s-a încheiat cu un randament maxim de 2,92 la sută (similar celui din decembrie); în cazul scadențelor reziduale de 2, respectiv de 5 ani, nivelul respectivelor randamente (3,91, respectiv 4,99 la sută) a fost însă ușor superior celui din ultima lună a anului 2013. În aceste condiții, pe parcursul trimestrului, MFP a pus în circulație titluri de stat în valoare de 9,6 miliarde lei⁹ (reprezentând 89 la sută din volumul anunțat), cu o maturitate medie de 3,8 ani (superioară celei de 3,4 ani consemnată în trimestrul IV 2013). Pe piața secundară, cotațiile de referință ale titlurilor de stat¹⁰ au avut o evoluție oarecum similară celor de pe piața primară,

Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat

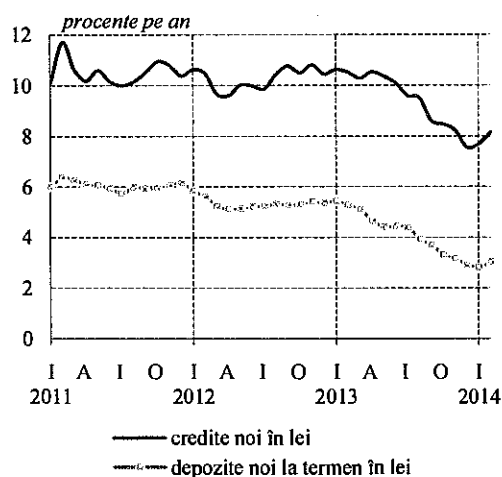


⁹ Totodată, MFP a emis titluri denumite în valută, atât pe piața internă, cât și pe cea externă. Prin intermediul celor trei emisiuni de obligațiuni pe termen de cinci ani desfășurate pe piața internă au fost atrase 678 milioane euro. Pe piața externă s-au emis titluri cu maturitatea de 10 și 30 de ani, valoarea fiecărei emisiuni fiind de 1 miliard dolari SUA; randamentele au fost de 5,02 și respectiv 6,26 la sută.

¹⁰ Exprimat ca medie a cotațiilor bid și ask.

ele re poziționându-se pe un palier superior în ultima parte a lunii ianuarie și în februarie, pentru ca ulterior să revină pe un trend descendent (mai vizibil în cazul termenelor de 6, respectiv 12 luni).

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Tendința de declin al ratelor medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi s-a încetinit pe ansamblul perioadei decembrie 2013 – februarie 2014 (-0,14 puncte procentuale, până la 3,02 la sută, respectiv -0,09 puncte procentuale, până la 8,14 la sută), iar mișcările consemnate lunar la nivelul celor două sectoare de clientelă au fost mai puțin omogene. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației a continuat să scadă însă în fiecare dintre cele trei luni analizate (până la 3,57 la sută în februarie, cu 0,50 puncte procentuale sub nivelul din noiembrie), iar costul mediu cu dobânda aferent creditelor noi ale populației s-a diminuat în decembrie și ianuarie (până la 8,85 la sută), consemnând apoi o ajustare ascendentă marginală (la 8,86 la sută, nivel inferior cu 0,44 puncte procentuale celui din noiembrie 2013). Mai receptivă la evoluția cotațiilor ROBOR, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și creditele noi ale societăților nefinanciare au scăzut în primele două luni ale intervalului analizat (până la 2,15, respectiv 6,79 la sută), dar s-au majorat în februarie (până la 2,66 la sută și, respectiv 7,53 la sută – valori superioare cu 0,28, respectiv 0,02 puncte procentuale celor din noiembrie 2013).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe parcursul trimestrului I, evoluția cursului de schimb leu/euro a receptat – similar ratelor de schimb ale altor monede din regiune – impactul înrăutățirii sentimentului investitorilor financiari față de piețele financiare emergente și, ulterior, influențele exercitate de amplificarea tensiunilor din Turcia și Ucraina. Realocările semnificative de portofolii din această perioadă au afectat însă într-o mai mică măsură piața financiară locală, percepția investitorilor asupra perspectivei economiei românești continuând să fie influențată de evoluția favorabilă a unor fundamente economice interne.

Leul și-a accentuat deprecierea față de euro în luna ianuarie¹¹, în condițiile în care sentimentul investitorilor financiari față de piețele financiare emergente – deja afectat de deciziile Fed privind diminuarea achizițiilor de active financiare – a suferit o deteriorare substanțială în acest interval, sub influența amplificării temerilor privind perspectiva economiei Chinei și a evoluțiilor din Argentina. Pe acest fond, unele economii emergente (precum Turcia, Brazilia, Africa de Sud și Rusia) s-au confruntat cu retrageri semnificative de capital, criteriile realocărilor de

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2013 2 luni	2014 2 luni
Contul financiar	90	-1 494
Investiții directe	175	293
- rezidenți în străinătate	-34	10
- nerezidenți în România	208	282
Investiții de portofoliu și derivate financiare	3 286	783
- rezidenți în străinătate	-147	-50
- nerezidenți în România	3 432	832
Alte investiții de capital	-2 264	-3 450
- credite și împrumuturi de la FMI	-620	-1 033
- investiții pe termen mediu și lung	-475	-408
- investiții pe termen scurt	-551	-398
- numerar și depozite pe termen scurt	-366	-1 510
- altele	-251	-102
Active de rezervă ale BNR (net)	-1 108	883
(„-” creștere, „+” scădere)		

¹¹ Cursul mediu de schimb leu/euro a crescut cu 1,3 la sută, evoluția fiind apropiată de cea a forintului, care s-a depreciat cu 0,8 la sută în raport cu euro, în timp ce zlotul a consemnat în același interval o depreciere de 0,1 la sută.

portofolii ale investitorilor părănd a fi mărimea/dinamica deficitului contului curent și impactul prezumat al ajustării acestuia asupra inflației și creșterii economice, dar și capacitatea/determinarea autorităților respectivelor țări de a soluționa într-o manieră sustenabilă dezechilibrele macroeconomice.

Tensiunile de pe aceste piețe emergente s-au propagat într-o anumită măsură asupra piețelor financiare din regiune, inclusiv pe piața românească, rulajul pieței valutare interbancare și soldul negativ al tranzacțiilor nerezidenților consemnând pe acest fond o creștere semnificativă.

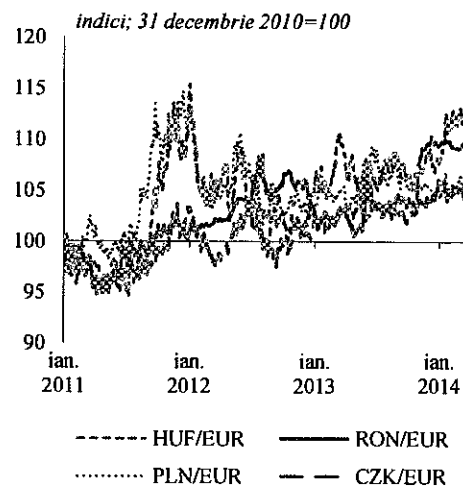
Deciziile/declarațiile la care au recurs în ianuarie unele bănci centrale¹², ca răspuns la presiunile exercitate asupra monedelor lor naționale, au calmat temporar turbulențele de pe propriile piețe, implicit efectele resimțite de cursurile de schimb ale monedelor din regiune. Începând cu a doua săptămână a lunii februarie, cele din urmă au revenit, însă, pe un trend ascendent, în condițiile în care diminuarea perspectivei *rating*-ului suveran al Turciei de către agenția *Standard&Poor's*, precum și escaladarea tensiunilor geopolitice din Ucraina au indus noi tensiuni pe piețele central și est-europene.

Cursul de schimb al leului s-a aliniat trendului regional, fără a atinge însă vârful din ianuarie¹³, în condițiile în care percepția investitorilor asupra pieței financiare și economiei românești a receptat influențele exercitate de evoluția mai favorabilă în raport cu așteptările analiștilor a unor indicatori economici publicați în acest interval¹⁴ și de îmbunătățirea proiecției CE privind creșterea economică a României în perioada 2014-2015.

Presiunile exercitate asupra ratelor de schimb ale monedelor din regiune s-au diminuat ulterior referendumului din Crimeea, cursul de schimb leu/euro manifestând, în a doua parte a lunii martie, o tendință de scădere lentă.

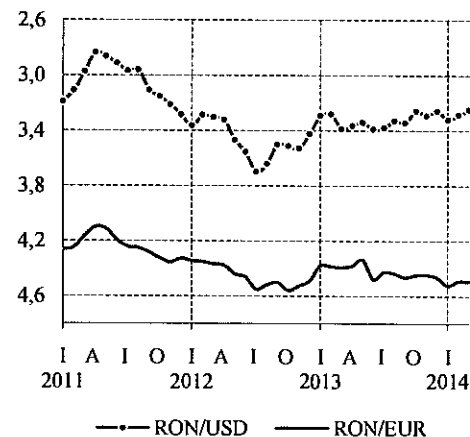
Pe ansamblul perioadei analizate, leul s-a depreciat în raport cu euro în termeni nominali cu 0,7 la sută¹⁵ și s-a apreciat în termeni reali cu 0,5 la sută; față de dolarul SUA, leul s-a apreciat cu 0,2 la sută în termeni nominali și cu 1,4 la sută în termeni reali în condițiile în care acesta și-a diminuat valoarea pe piețele financiare internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BCE, BNR

Cursul de schimb nominal



¹² Băncile centrale din Brazilia, Argentina, Indonezia, Africa de Sud, India și Turcia au operat creșteri ale ratei dobânzii de politică monetară.

¹³ Condiții în care valoarea medie a cursului de schimb s-a diminuat cu 0,7 la sută.

¹⁴ PIB în T4 și 2013 – estimare *semnal* –, deficitul balanței comerciale și al contului curent în 2013 și producția industrială în decembrie 2013.

¹⁵ O evoluție asemănătoare a consemnat în același interval zlotul polonez (depreciere de 0,5 la sută), în timp ce forintul s-a depreciat față de euro cu 3,6 la sută.

schimb înregistrate în trimestrul I, leul a consemnat prima depreciere nominală față de euro și cea mai scăzută apreciere nominală față de dolarul SUA din ultimele patru trimestre.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Ritmurile de creștere anuală a M3
și a componentelor sale

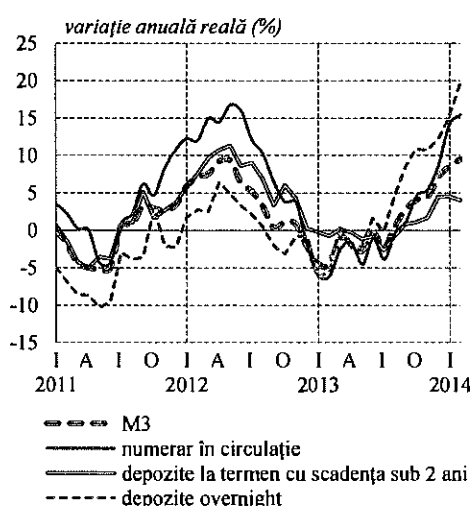
	variație procentuală în termeni reali					
	2013				2014	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	-3,3	-1,6	0,4	5,3	8,5	9,5
M1	-4,2	-1,5	2,3	9,5	14,7	18,1
Numerar în circulație	-4,9	-2,4	-1,0	6,3	14,1	15,4
Depozite overnight	-3,8	-0,9	4,3	11,2	15,1	19,6
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-0,3	-0,7	-0,9	2,4	4,5	4,0

Sursa: INS, BNR

În intervalul decembrie 2013 – februarie 2014, dinamica¹⁶ masei monetare (M3) și-a prelungit creșterea, atingând cea mai mare valoare din ultimul an și jumătate (8,4 la sută, față de 3,8 la sută la sfârșitul perioadei septembrie-noiembrie 2013). Similar perioadei anterioare, principalul factor care a alimentat lichiditatea din economie l-au constituit plățile efectuate din conturile MFP (inclusiv din fonduri europene), a căror influență a surclasat impactul realocărilor de portofolii înspre alte categorii de instrumente financiare și al continuării ajustării bilanțurilor diferitelor categorii de agenți economici.

Componenta destinată tranzacțiilor curente (M1) a continuat să reprezinte principalul determinant al majorării dinamicii M3, viteza de creștere a acesteia urcând la nivelul maxim al ultimilor cinci ani, pe seama evoluției ascendente a ambelor sale componente; la rândul ei, dinamica depozitelor la termen sub doi ani a atins cel mai ridicat nivel al ultimului an. Aceste evoluții au fost acompaniate de continuarea consolidării ponderii deținute în cadrul M3 de depozitele în lei (la un nivel de 70,1 la sută – recordul ultimului an și jumătate), susținută preponderent de segmentul companiilor.

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Analiza structurii pe categorii de deținători ai M3 relevă atât amplificarea dinamicii depozitelor populației – survenită după un an și jumătate de declin –, cât și continuarea majorării variației depozitelor companiilor, îndeosebi pe seama plasamentelor efectuate de societățile nefinanciare, al căror ritm de creștere a constituit vârful ultimilor cinci ani și jumătate. În cazul populației, evoluția a reflectat amplificarea plăților destinate agriculturii – având ca sursă principală fondurile europene¹⁷ –, majorarea veniturilor salariale¹⁸, precum și efectele statistice ale reducerii ratei inflației, respectiv ale modificării cursului de schimb leu/euro; impactul acestor factori l-a devansat pe cel exercitat de realocarea unor categorii de active incluse în M3 înspre depozite la termen de peste doi ani și acțiuni emise de fondurile de investiții. În cazul

¹⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2013 – februarie 2014.

¹⁷ Conform comunicatelor de presă ale MADR și APIA, fermierii au beneficiat de alocări din fonduri europene și de la bugetul de stat, printre acestea numărându-se și plățile pe suprafață.

¹⁸ Ritmul mediu de creștere a câștigului salarial net pe total economie a fost cel mai mare din ultimii doi ani (inclusiv ca efect al majorării salariului minim pe economie).

societăților nefinanciare, dinamica superioară a depozitelor a reflectat, cel mai probabil, creșterea sumelor provenite din surse bugetare¹⁹, precum și sporirea volumului investițiilor străine, coroborată cu reducerea în termeni relativi a sumelor achitate în contul datoriilor externe ale sectorului nebanca²⁰; în sens opus a acționat reorientarea parțială a segmentului înspre alte categorii de instrumente financiare (depozite la termen peste doi ani în lei, titluri de stat).

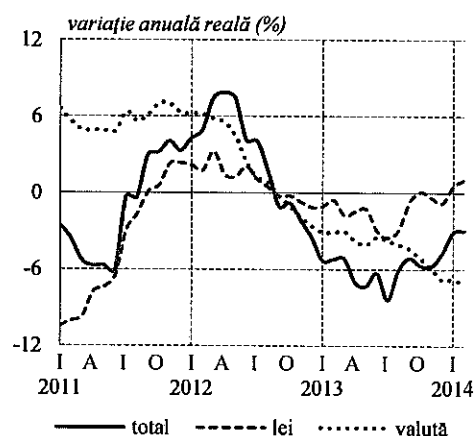
Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, evoluția acestui agregat monetar a reflectat creșterea dinamicii creditului acordat sectorului public, atenuarea variației negative a creditului acordat sectorului privat și scăderea ritmului de creștere a depozitelor administrației publice centrale; în sens contrar au acționat reducerea variației activelor externe nete ale sectorului bancar și accelerarea vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (incluzând poziția conturi de capital).

Creditul

În perioada decembrie 2013 – februarie 2014, creditul acordat sectorului privat a continuat să-și diminueze contracția²¹ (-3,6 la sută, față de -5,5 la sută în perioada septembrie-noiembrie 2013), evoluția datorându-se dinamizării componentei în lei, precum și efectelor statistice ale deprecierii monedei naționale și respectiv ale reducerii ratei anuale a inflației. În aceste condiții, ponderea medie a creditului în devize în totalul creditului acordat sectorului privat și-a prelungit scăderea, ajungând la minimul ultimilor patru ani.

Analiza structurii pe categorii de clienți evidențiază prelungirea tendinței de atenuare a valorilor negative ale dinamicii creditelor acordate populației și respectiv societăților nefinanciare²², în condițiile întreruperii de către bănci a ciclului de înăsprire a

Creditul acordat sectorului privat pe monede



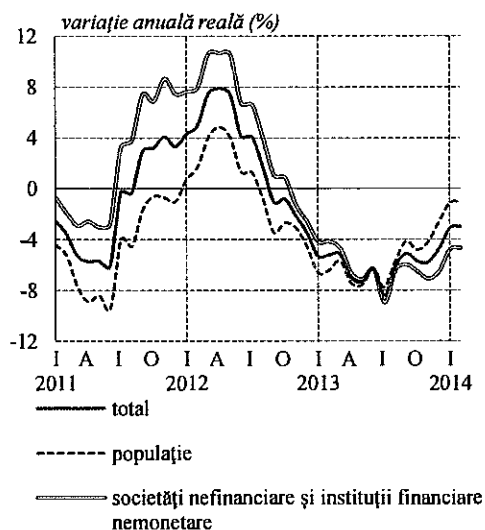
Sursa: INS, BNR

¹⁹ Ritmul de creștere a cheltuielilor bugetare cu bunurile și serviciile a fost cel mai mare din ultimul an, nivelul mediu al rambursărilor de TVA a atins în această perioadă recordul ultimilor doi ani, iar Trezoreria statului a acordat un nou împrumut pentru achitarea cererilor de rambursare ale beneficiarilor fondurilor contractate prin intermediul programelor structurale (conform datelor din execuția bugetară și din comunicatele de presă ale ANAF, respectiv ale MFE).

²⁰ Conform datelor din balanța de plăți, nivelul mediu lunar al investițiilor directe în sectorul nebanca a fost cel mai mare din ultimul an și jumătate; totodată, volumul mediu al rambursărilor nete aferente creditelor financiare externe ale sectorului nebanca a fost cel mai mic din ultimul an și jumătate.

²¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2013 – februarie 2014.

²² Creditele acordate instituțiilor financiare nemonetare au continuat să-și accelereze ritmul de creștere, însă ponderea acestui segment în creditul total acordat sectorului privat s-a menținut modică.

Creditul acordat sectorului privat
pe sectoare instituționale

Sursa: INS, BNR

standardelor de creditare²³, precum și ale tendinței generale de declin al ratelor dobânzilor la creditele noi. Ameliorarea de ritm a continuat să fie mai evidentă la nivelul populației, unde, pe fondul amplificării fluxurilor de credite noi²⁴ în lei, componenta pentru locuințe în moneda națională a devenit, în premieră, principalul contributor la majorarea dinamicii creditelor acordate segmentului; la rândul ei, dinamica împrumuturilor pentru consum în lei a consemnat cea mai mică valoare negativă a ultimilor doi ani. În cazul creditelor societăților nefinanciare, ritmul de scădere a fost cel mai redus din ultimul an, evoluția asociindu-se: (i) efectului statistic al modificării cursului de schimb lei/euro; (ii) accelerării creșterii componentei în lei pe termen lung, și (iii) intensificării apelului firmelor la creditele *overdraft* și reînnoirile automat; un efect opus, dar de mai mică intensitate, a avut majorarea fluxului net de credite scoase din bilanțurile băncilor²⁵.

²³ Conform ediției din februarie 2014 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, în trimestrul IV 2013 băncile au menținut constante standardele de creditare; pentru trimestrul I 2014 băncile anticipau menținerea neschimbată a standardelor de creditare a companiilor și a celor aplicate creditelor pentru locuințe, respectiv relaxarea celor aferente creditelor pentru consum.

²⁴ Pe baza datelor raportate de CRC privind creditele de peste 20 000 lei acordate în luna curentă.

²⁵ Pe baza datelor din statistica monetară privind creditele transferate și anulate, respectiv achiziționate de către bănci.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,3 la sută la finele anilor 2014 și 2015, niveluri situate cu 0,2 puncte procentuale mai jos și, respectiv, cu 0,1 puncte procentuale mai sus decât cele prognozate în Raportul asupra inflației din luna februarie.

Traectoria proiectată în runda curentă a dinamicii anuale a prețurilor de consum este relativ similară celei din runda anterioară atât în cazul inflației IPC, cât și în cel al inflației de bază CORE2 ajustat. Revizuirile proiecțiilor celor doi indici sunt cvasiidentice și ceva mai consistente în prima jumătate a intervalului de prognoză și, cu excepția trimestrului IV 2015, indică valori mai favorabile în runda curentă.

Prognoza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede menținerea acesteia la o valoare ușor negativă la finele trimestrului II 2014, urmată de creșterea la 1,4 la sută în trimestrul III. Aceasta va fi produsă de epuizarea efectelor statistice tranzitorii ale reducerii la 1 septembrie 2013 a cotei TVA aplicate prețurilor unor produse de panificație și ale recoltei abundente din același an, care au influențat favorabil, prin intermediul costurilor cu materiile prime agricole, prețurile produselor alimentare procesate¹. Începând din trimestrul IV 2014, traectoria inflației de bază este determinată cu precădere de influența prognozată a factorilor fundamentali ai acesteia: diminuarea treptată a deficitului de cerere, creșterea în prima parte a intervalului și redresarea ulterioară a anticipațiilor privind inflația, atenuarea graduală a dinamicii prețurilor importurilor. Influența combinată a acestor factori conduce la o creștere în continuare a ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat până în trimestrul II 2015, la nivelul de 2,3 la sută, menținut cvasistabil până la orizontul proiecției. Ușoarele abateri de la proiecția precedentă sunt în principal consecința reevaluării deficitului de cerere și a inflației importate la valori relativ mai scăzute. Efectul net al acestor influențe divergente a condus la revizuirea în jos a proiecției ratei inflației pe cea mai mare parte a perioadei de referință.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare se menține la nivelurile proiectate anterior. În structura acestora, contribuția creșterii prețurilor administrate la inflația IPC a fost revizuită în jos, pe seama actualizării scenariilor privind evoluția prețurilor energiei electrice și gazelor naturale conform celor mai recente

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

evoluții și reglementări ale regimului acestor prețuri. În același sens a fost ajustată, pe baza tendinței favorabile conturate în cursul trimestrului I, proiecția dinamicii prețurilor volatile ale unor alimente (LFO). În termeni anuali, aceasta din urmă este prevăzută a reveni în teritoriu pozitiv odată cu epuizarea în trimestrul III 2014 a efectelor recoltei abundente din 2013 și în condițiile ipotezei standard a unor ani agricoli normali pentru intervalul de proiecție.

Contribuții mai puțin favorabile decât în runda anterioară au fost proiectate pentru dinamica prețurilor combustibililor și cea a prețurilor produselor din tutun. În ambele cazuri, revizuirea a fost impusă în principal de realizarea unor creșteri mai accentuate la începutul anului curent față de cele proiectate anterior. Având în vedere majorarea cu 7 eurocenți pe litru a accizei la carburanți, începând cu 1 aprilie, precum și unele efecte de bază, inflația grupei combustibili este prevăzută în creștere până la finele anului curent, tendință ce urmează a se inversa ulterior. Proiecția evoluției prețurilor produselor din tutun indică rate anuale de creștere semnificativ pozitive în 2014, ușor negative în 2015 și moderat pozitive la începutul anului 2016. Dinamica fluctuantă este în principal consecința transformării în lei, conform metodologiei legale în vigoare, a valorii în euro a accizei incluse în prețurile acestor produse.

Date fiind dinamicile proiectate ale inflației de bază, precum și ale componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, se anticipează că, după valorile reduse dar tranzitorii înregistrate în trimestrul I 2014, conform prognozelor BNR, rata inflației IPC va urma o tendință ascendentă până la sfârșitul acestui an. Revenirea în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale este anticipată a se produce în trimestrul III, pe seama efectelor statistice descrise anterior, asociate inflației de bază și prețurilor alimentare volatile. În restul intervalului rata anuală a inflației se va stabili la valori situate peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului țintei. În același timp, rata medie anuală a inflației va continua să coboare până în trimestrul III 2014 la un nivel minim de 1,6 la sută și se va înscrie ulterior pe o tendință ascendentă, atingând maximul perioadei de referință (3,3 la sută) la finele acesteia.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări calibrarea unui set al condițiilor monetare reale în sens larg care să asigure menținerea pe termen mediu a ratei inflației în intervalul asociat țintei, contribuind astfel la crearea condițiilor favorabile redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, și consolidării durabile a creșterii economice.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică în continuare o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la scenariul de bază, însă în mai mică măsură decât se aprecia în runda precedentă.

Riscurile provenind din mediul extern se configurează într-o balanță aproximativ echilibrată, în contextul unor incertitudini relativ accentuate. Acestea sunt asociate variabilității apetitului pentru risc al investitorilor față de ansamblul economiilor emergente, în condițiile potențialei escaladări a tensiunilor regionale și geopolitice recente, ale continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar și ale posibilelor ajustări ale conduitelor politicii monetare de către principalele bănci centrale. Materializarea unor riscuri generate de aceste surse ar conduce la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, dar și la redistribuiri între acestea. Astfel, unele economii emergente, precum România, ar putea fi confruntate pe termen scurt cu intrări conjuncturale substanțiale de capitaluri, inerent reversibile la orizonturi mai îndepărtate, la care repoziționările expunerilor investitorilor față de Europa Centrală și de Est, în condițiile persistenței tensiunilor regionale, ar putea deveni mai pronunțate în comparație cu alocările de capital acordate altor segmente ale economiilor emergente drept clasă de active, ținând seama de diferențele între fundamentele economice ale respectivelor segmente de piață.

Creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate economiei naționale ar avea drept consecință fluctuații excesive ale cursului de schimb al leului și abateri de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice. Dată fiind preferința relativă pe termen mediu și lung a investitorilor pentru economiile mai reziliente, ameliorarea recentă a fundamentelor economice ale României și expunerile investitorilor încă mai reduse și cu profil diversificat comparativ cu cele față de alte economii emergente au potențial de atenuare parțială a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale. În plus, în lipsa unor agravări semnificative, cu efect de contagiune, evoluțiile geopolitice recente din regiune nu sunt de natură a afecta semnificativ balanța riscurilor prin intermediul canalului exporturilor nete². Alte riscuri sunt asociate canalului „creditorului comun”, având în vedere expunerile în Ucraina și/sau Rusia ale instituțiilor financiare cu activitate transfrontalieră prezente și în România. Vulnerabilitatea la această categorie de riscuri este însă evaluată a fi mai redusă decât pentru alte economii din Europa Centrală și de Est, date fiind performanțele bune ale sistemului bancar românesc din perspectiva indicatorilor de solvabilitate, lichiditate și provizionare.

² Dintre țările din Centrul și Estul Europei, economia României este cel mai puțin expusă din punct de vedere comercial pe relația cu Rusia și Ucraina.

Cu toate acestea, riscurile externe rămân relevante din perspectiva persistenței pe plan intern a rigidităților structurale care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru atenuarea consecințelor șocurilor adverse. Din această perspectivă, rămân în continuare preocupante incertitudinile privind implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale convenit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și BM), în special în contextul acestui an electoral, orice întârziere și/sau neîndeplinire completă a angajamentelor putând conduce la propagarea efectelor șocurilor nefavorabile, interne sau externe, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Alte riscuri relevante pentru perioada de referință sunt generate de incertitudinile specifice acelor componente ale indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate implementării calendarului de liberalizare a pieței gazelor naturale și a energiei electrice și efectelor măsurilor respective. Abateri semnificative de la inflația proiectată în scenariul de bază pot fi determinate de evoluția prețurilor alimentelor, dată fiind ponderea însemnată deținută de aceste produse în coșul de consum, precum și în compoziția indicelui CORE2 ajustat, în ceea ce privește prețurile alimentelor procesate. Dinamica viitoare a acestor prețuri este grevată de incertitudinea inerentă condițiilor meteorologice, care afectează oferta internă și externă de produse și materii prime agroalimentare. Evoluției prețurilor altor materii prime pe piețele internaționale îi sunt asociate riscuri de creștere mai accentuată decât în scenariul de bază pe termen mediu, în eventualitatea amplificării tensiunilor regionale și geopolitice manifestate recent.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză se preconizează o consolidare a evoluției pozitive înregistrate de dinamica PIB UE efectiv³ în ultima parte a anului anterior. Se anticipează că revigorarea treptată a cererii interne a economiilor UE, pe seama orientării acomodative a politicii monetare, a îmbunătățirii treptate a condițiilor de finanțare și a caracterului mai puțin restrictiv al politicilor fiscale, va constitui determinantul principal al evoluției prognozate a activității economice. Cu toate acestea, este de așteptat ca reluarea sustenabilă a creșterii cererii interne să fie una etapizată, în condițiile persistenței fenomenului de fragmentare financiară și ale menținerii la cote încă ridicate a îndatorării corporative. Totodată, perspectivele de creștere vor fi susținute pe intervalul de prognoză și de cererea externă, prevăzută a beneficia

Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2014	2015
Creștere economică în UE efectiv (%)	1,55	1,90
Inflația anuală din zona euro (%)	0,91	1,30
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,31	0,41
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,35	1,31
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	106,4	102,0

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.

de intensificarea graduală a ritmului de redresare economică la nivel mondial, însă cu incertitudini semnificative induse de posibila escaladare a tensiunilor regionale și geopolitice manifestate recent. Față de Raportul asupra inflației din februarie, proiecțiile au fost revizuite în sens ascendent, *gap*-ul negativ al PIB UE efectiv⁴ fiind de așteptat să exercite, în termeni relativi, un impact mai puțin restrictiv, dar în continuare semnificativ, la adresa activității economice interne.

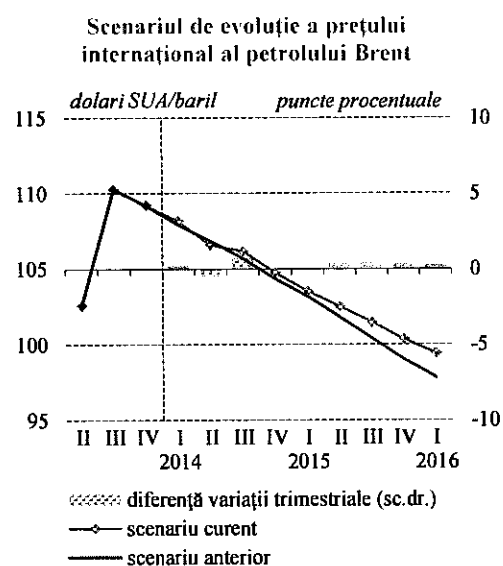
Se previzionează că rata inflației IAPC va continua să înregistreze valori inferioare reperului de 2 la sută aferent definiției stabilității prețurilor, sub impactul conjugat al reducerii prețurilor produselor energetice pe fondul preconizării unei traiectorii descendente a cotației petrolului, precum și al persistenței deficitului de cerere agregată. În acest context, reflectând conduita anticipat acomodativă a politicii monetare din zona euro, se anticipează că rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni se va menține la niveluri scăzute pe întreg intervalul de proiecție.

Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară depreciere a monedei europene în raport cu dolarul SUA până în a doua parte a anului 2015. Față de runda precedentă de proiecție, cursul de schimb a fost revizuit marginal în sens ascendent pe seama tendinței curente de diminuare a expunerilor investitorilor internaționali față de piețele emergente (o parte dintre capitaluri fiind redirecționată către zona euro).

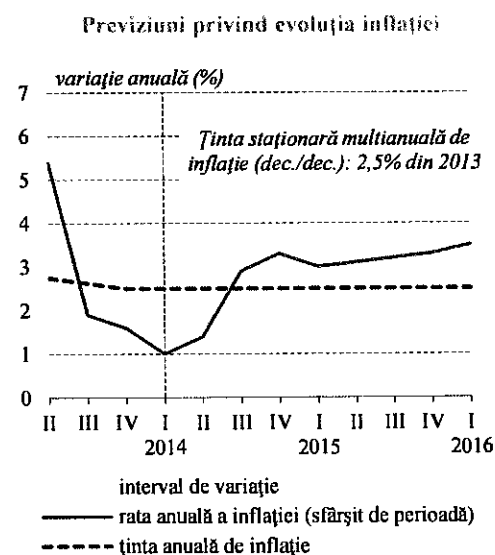
Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o scădere pe parcursul intervalului de prognoză, datorită majorării preconizate a producției mondiale, concomitent cu menținerea cererii globale la niveluri relativ reduse.

1.2. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC la valoarea de 3,3 la sută atât la sfârșitul anului 2014, cât și la finele celui următor, valoare situată în intervalul de variație țintit. În trimestrul II al anului curent, rata inflației este prognozată în creștere față de trimestrul anterior⁵, plasându-se marginal sub limita inferioară a intervalului țintei, în principal ca efect al majorării cu 7 eurocenți a nivelului accizelor pe litru de carburanți, începând cu 1 aprilie 2014. În trimestrul III, traiectoria ratei anuale a inflației IPC este marcată de un salt semnificativ (aproximativ 1,5 puncte procentuale), în principal pe



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



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

Sursa: INS, proiecție BNR

⁴ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

⁵ Rata anuală a inflației IPC a coborât la sfârșitul trimestrului I 2014 la un nivel minim istoric de 1,04 la sută. Pentru mai multe detalii a se vedea Capitolul I. Evoluția inflației.

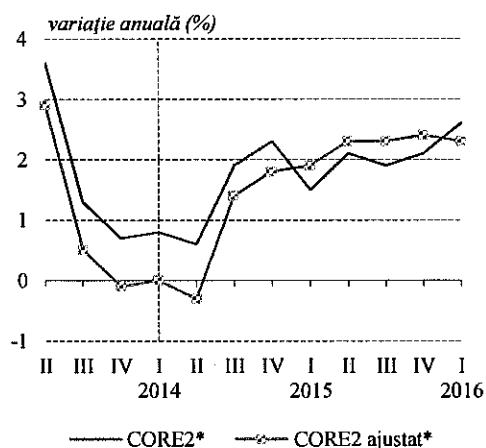
Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (procente, sfârșit de perioadă)							
	2014			2015			2016	
Țintă	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Proiecție	1,4	2,9	3,3	3,0	3,1	3,2	3,3	3,5

fondul epuizării efectelor favorabile ale șocurilor de ofertă⁶ din trimestrul III 2013, în care s-au consemnat deflații ale prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și ale indicelui CORE2 ajustat. În restul intervalului, rata anuală a inflației IPC se va stabili la valori situate peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului țintei. Rata medie anuală a inflației va continua să coboare în cursul următoarelor două trimestre, după care își va inversa tendința, situându-se în jumătatea inferioară a intervalului țintei la sfârșitul anului curent și în cea superioară a acesteia la finele celui viitor.

Comparativ cu Raportul asupra inflației precedent, valoarea anticipată a inflației la finele anului curent este mai redusă cu 0,2 puncte procentuale ca urmare a proiectării unor contribuții mai favorabile din partea inflației prețurilor administrate, a celei a LFO și a celei a CORE2 ajustat, în timp ce inflația combustibililor și cea a produselor din tutun sunt prevăzute a exercita contribuții ușor mai ridicate⁷. Pentru finele anului 2015, pe fondul influențelor mai nefavorabile datorate inflației CORE2 ajustat și dinamicii prețurilor combustibililor, atenuate de ratele de creștere prognozate pentru prețurile LFO și cele ale produselor din tutun, rata anuală a inflației IPC se situează cu 0,1 puncte procentuale peste cea din runda precedentă.

Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Proiecția inflației anuale CORE2 ajustat prevede plasarea acesteia la finele trimestrului II 2014 la o valoare ușor negativă. Începând cu trimestrul III 2014, traiectoria prognozată va fi marcată de efectele de bază asociate epuizării influenței favorabile tranzitorii induse de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație în septembrie 2013 și de recolta abundentă din anul trecut asupra prețurilor alimentelor procesate incluse în acest indice. Sub impactul disipării efectelor menționate, de așteptat a imprima inclusiv așteptărilor privind inflația ale agenților economici o traiectorie crescătoare⁸, precum și pe fondul diminuării deficitului de cerere, ca urmare a consolidării previzionate a cererii interne, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată în creștere până la valoarea de 2,3 la sută la mijlocul anului viitor, urmând a se stabili în jurul

⁶ Reprezentate de nivelul peste așteptări al producției agricole în anul 2013 și de reducerea, începând cu 1 septembrie 2013, a cotei TVA de la 24 la sută la 9 la sută la unele produse de panificație.

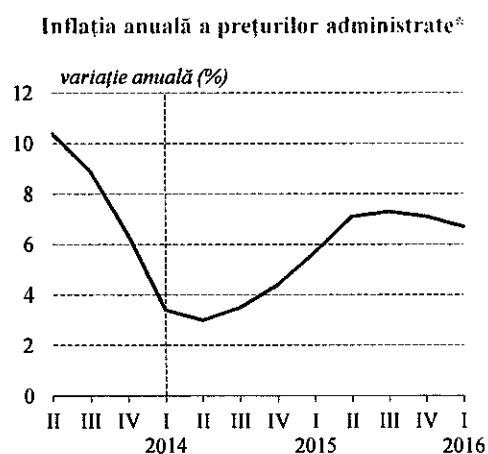
⁷ Ponderile folosite în calculul contribuțiilor componentelor coșului IPC la dinamica anuală a prețurilor de consum corespund valorilor comunicate de Institutul Național de Statistică în luna februarie 2014, ulterior publicării Raportului precedent asupra inflației. Comparativ cu valorile utilizate în runda anterioară, cele curente au fost revizuite doar marginal, relevând o importanță mai ridicată a prețurilor combustibililor și a celor ale produselor din tutun, concomitent cu o ușoară scădere a ponderilor celorlalte componente în totalul coșului IPC. În ansamblu, ponderea componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri administrate, LFO, combustibili și prețuri ale produselor din tutun și băuturi alcoolice – a crescut cu aproximativ 0,17 puncte procentuale, în timp ce ponderea aferentă indicelui CORE2 ajustat s-a redus cu aceeași valoare.

⁸ Creșterea anticipațiilor inflaționiste va fi însă temporară, până la finele anului curent, acestea menținându-se în interiorul intervalului țintei pe tot parcursul perioadei de referință.

acestei valori până la orizontul prognozei. Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna februarie 2014, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost ușor revizuită în sus la finele anului 2015 (+0,1 puncte procentuale) pe fondul impactului relativ mai puțin dezinflaționist al deficitului de cerere, parțial contrabalansat de creșterile mai reduse ale prețurilor de import, în condițiile menținerii evaluărilor cu privire la impactul celorlalți factori.

Dinamica prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza calendarului de modificare a nivelului exprimat în euro al accizelor aplicabile acestor produse prevăzut în Codul fiscal în vigoare, fiind semnificativ influențată de modificările metodologice cu privire la transformarea în lei a valorii în euro a acestora⁹. Contribuția anticipată a componentei la inflația anuală IPC este de 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, marginal revizuită în sus față de runda anterioară și aproximativ nulă la finele anului viitor, valoare nemodificată față de raportul precedent.

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, ultimele evoluții cu privire la creșterea ponderii deținute de energia electrică obținută din surse regenerabile în coșul de energie livrat consumatorului, precum și cele mai recente modificări legislative cu privire la modul de facturare a energiei electrice¹⁰. Dinamica anuală a grupei este prognozată la valoarea de 4,4 la sută la finele anului curent și la 7,1 la sută în decembrie 2015. Prognoza a fost revizuită în jos cu 1,2 puncte procentuale pentru anul în curs, în principal pe fondul reevaluării ipotezelor privind evoluția



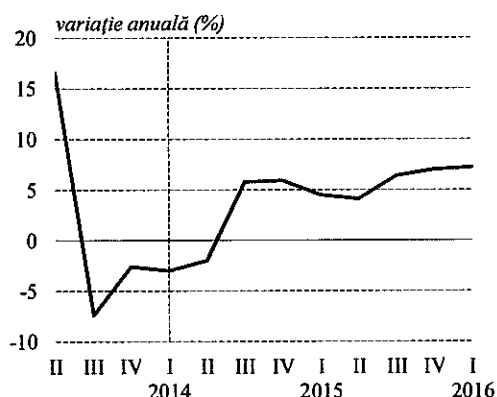
*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

⁹ Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 102/2013 și Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 111/2013. Pentru detalii a se vedea Capitolul I. Evoluția inflației.

¹⁰ În luna martie a anului curent a fost adoptată Legea nr. 23/2014 care amendează Legea nr. 134/2012 pentru stabilirea sistemului de promovare a producerii energiei din surse regenerabile de energie. Noua lege prevede utilizarea în facturarea energiei electrice a prețului curent al certificatelor verzi și nu a celui mediu ponderat din ultimele trei luni de tranzacționare ale acestora, metodologie utilizată anterior adoptării noii legi. Având în vedere faptul că prețurile de tranzacționare ale certificatelor verzi sunt în prezent la limita inferioară a intervalului de variație prevăzut de lege (conform Legii nr. 220/2008, valoarea de tranzacționare a certificatelor verzi în perioada 2008-2014 se încadrează între un prag minim de tranzacționare de 27 euro/certificat și unul maxim de 55 euro/certificat), impactul asupra tarifelor la energia electrică este anticipat a fi semnificativ mai redus comparativ cu cel prevăzut în scenariul anterior. Tranzacționarea certificatelor verzi la valori reduse se datorează, în principal, atingerii nivelului anual al cotei obligatorii de producere a energiei electrice din surse regenerabile, stabilit de ANRE, pe fondul ponderii tot mai mari care revine acestor surse de producere a energiei în total surse disponibile.

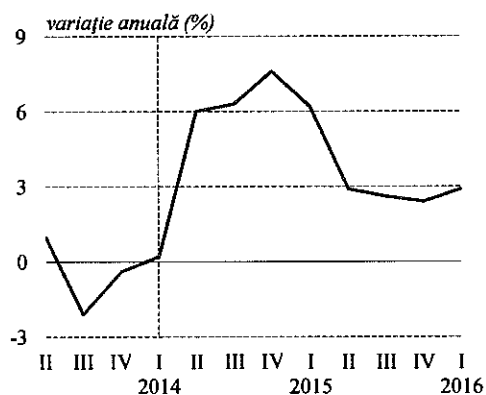
Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2014	2015
Prețuri administrate	0,8	1,3
Combustibili	0,6	0,2
Prețuri LFO	0,4	0,5
CORE2 ajustat	1,1	1,4
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,4	-0,1

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

prețurilor la gaze naturale¹¹ în trimestrul II și a celor la energia electrică¹² pe parcursul trimestrelor II și III, și doar marginal în sus cu 0,1 puncte procentuale, pentru anul viitor.

Datorită recoltei agricole abundente din 2013, inflația anuală a grupei alimentelor cu prețuri volatile este anticipată a-și continua, pe fondul efectelor de bază favorabile, dinamica deflaționistă până la jumătatea anului curent, inversată ulterior în contextul ipotezei obținerii unor recolte agricole normale în 2014 și 2015. Astfel, contribuția grupei LFO la rata anuală a inflației IPC este de 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și de 0,5 puncte procentuale la finele celui viitor, revizuită în jos doar pentru anul curent (cu 0,1 puncte procentuale), în condițiile anticipării unei persistențe în perioadele viitoare a tendințelor favorabile conturate pe parcursul trimestrului I 2014.

Rata anuală a inflației combustibililor se va înscrie pe un trend ascendent din trimestrul II 2014, atingând nivelul de 7,6 la sută la sfârșitul anului curent¹³, pe fondul majorării nivelului accizelor cu 7 eurocenți pe litrul de carburanți începând cu 1 aprilie 2014, al proiectării unui curs de schimb EUR/USD cu impact nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA¹⁴, precum și al plasării anticipațiilor inflaționiste pe o traiectorie ascendentă până la finele anului curent. În a doua parte a intervalului de referință, în condițiile disipării acestor influențe nefavorabile și ale preconizării continuării reducerii prețului internațional al petrolului, dinamica anuală a grupei se va atenua, pentru decembrie 2015 fiind anticipată o valoare de 2,4 la sută.

Contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri administrate, cele volatile ale unor alimente (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 2,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2014 și de 1,9 puncte procentuale la finele celui viitor.

¹¹ Conform calendarului privind eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale publicat de către ANRE, în luna aprilie a anului curent impactul asupra prețului la consumatori este de 2 la sută. Ținând cont de ultimele informații devenite disponibile se estimează că această creștere va fi anulată de reducerea tarifelor de distribuție ale operatorilor de profil, reglementată de către ANRE.

¹² În condițiile anticipării unei reduceri semnificative a impactului provenind din partea cotațiilor certificatelor verzi.

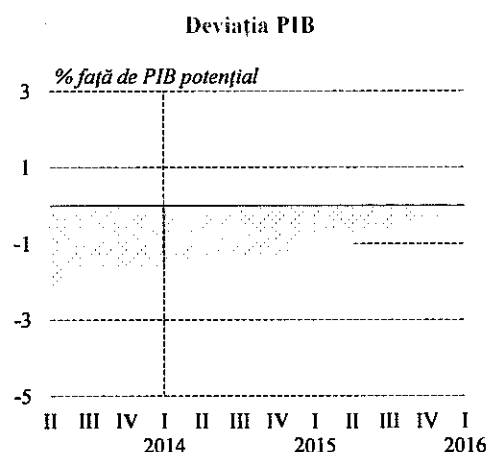
¹³ Valoare revizuită în sus cu 2,2 puncte procentuale față de raportul precedent atât pe fondul evoluțiilor mai nefavorabile din primul trimestru al anului curent, cât și ca urmare a anticipării unui impact mai semnificativ în trimestrul II 2014 provenind din partea majorării nivelului accizei la carburanți.

¹⁴ 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 SUA.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție¹⁵

Deviația PIB

Conform celui mai recent comunicat al INS¹⁶, PIB real ajustat sezonier a înregistrat o creștere trimestrială de 1,6 la sută în trimestrul IV 2013, dinamica corespunzătoare în termeni anuali fiind de 5,4 la sută¹⁷. Comparativ cu valorile utilizate în Raportul asupra inflației precedent, dinamica trimestrială a seriei PIB real ajustat sezonier a suferit revizuirii semnificative pe toată perioada istorică, direcția acestora fiind în general pozitivă în perioadele recente. Pentru trimestrul I al anului curent, evoluția unor indicatori macroeconomici cu frecvență lunară reprezentativi¹⁸ sugerează continuarea dinamicii trimestriale pozitive a PIB, în atenuare însă față de cea înregistrată în trimestrul anterior, când a fost impulsionată inclusiv de oferta agricolă abundentă.



Sursa: INS, proiecție BNR

Performanțele remarcabile ale sectorului agricol din anul 2013 au efecte considerabile asupra evaluării dinamicii PIB potențial atât pentru perioadele recente, cât și pentru intervalul de proiecție. Conform evaluărilor, pentru anul 2014 contribuția forței de muncă se menține la un nivel similar celui din anul precedent¹⁹, în timp ce reducerea contribuției pozitive a stocului de capital, în urma recentelor evoluții trimestriale negative ale formării brute de capital fix, este devansată de creșterea contribuției productivității totale a factorilor de producție, impulsionată de influența condițiilor meteorologice favorabile producției agricole din anul 2013. Pentru anul 2015, scenariul de bază presupune, de asemenea, o contribuție pozitivă a factorilor de producție, în condițiile anticipării unor evoluții favorabile ale pieței muncii și a unei dinamici pozitive a formării brute de capital fix cu impact asupra stocului de capital. În paralel, se anticipează continuarea creșterii productivității totale a factorilor pe fondul eforturilor de creștere a

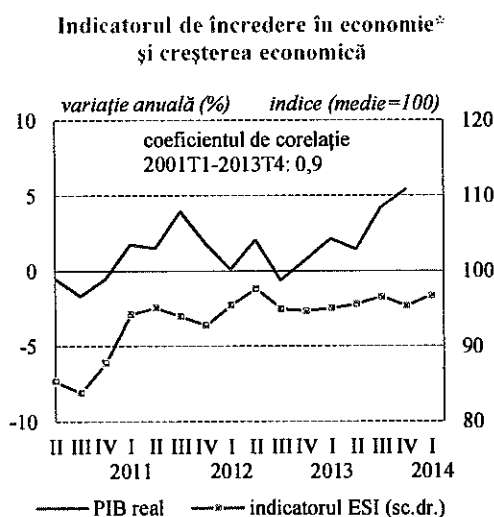
¹⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.

¹⁶ Comunicatul INS nr. 80 din 2 aprilie 2014.

¹⁷ Creșterile anuale ale PIB real în trimestrele III și IV ale anului 2013 (4,2 la sută, respectiv 5,4 la sută, calculate pe baza datelor neajustate sezonier) reprezintă cele mai ridicate valori după declanșarea crizei financiare internaționale.

¹⁸ Indicele producției industriale și cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul, cu excepția autovehiculelor și motocicletelor, au crescut cu 1,8 la sută și, respectiv, 3,9 la sută în perioada ianuarie-februarie față de mediile trimestrului IV al anului precedent, iar indicatorul încrederii în economie (sondaj CE-DG ECFIN) crește cu 1,4 puncte în trimestrul I 2014 față de trimestrul IV 2013. Pe de altă parte, variația stocului de credite acordate sectorului privat, total lei și valută, rămâne în teritoriu negativ (-2,0 la sută în termeni reali în trimestrul I 2014 comparativ cu media trimestrului IV 2013).

¹⁹ În ipoteza menținerii constante a orelor lucrate pe intervalul de proiecție, efectul favorabil cumulat al reducerii modeste a ratei șomajului și al creșterii ușoare a ratei de activitate este parțial contrabalansat de scăderea populației în vârstă de muncă (prognoza CE).



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

ratei de absorbție a fondurilor europene structurale și de coeziune și a celor de consolidare a bilanțurilor companiilor și gospodăriilor populației. Acest scenariu este însă marcat de incertitudinile asociate evoluției mediului extern și dinamicii fluxurilor de capital către economiile din regiune, cu efect potențial de sens invers asupra productivității factorilor.

Deficitul de cerere din trimestrul I 2014 este evaluat la un nivel similar celui din trimestrul anterior, indicând, *ceteris paribus*, menținerea intensității presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate. Comparativ însă cu runda precedentă de proiecție, deviația PIB din trimestrul IV 2013 este evaluată a fi fost relativ mai puțin negativă, modificarea încorporând efectul cumulat al revizuirilor operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real ajustate sezonier, al erorii de prognoză pe termen scurt aferente creșterii trimestriale a PIB real din trimestrul IV 2013, precum și pe cel al reevaluării impactului determinanților acesteia²⁰. Deficitul de cerere agregată din trimestrul I 2014 își menține persistența, la care se adaugă contribuția nefavorabilă a deficitului de cerere externă, în restrângere relativă comparativ cu cea evaluată pentru trimestrul anterior. Influențele restrictive ale acestor factori sunt atenuate de influențele stimulative ale efectului de avuție și bilanț și, într-o mai mică măsură, de cele ale cursului de schimb real efectiv (prin intermediul canalului exporturilor nete) și ale impactului cumulat al ratelor reale ale dobânzilor bancare. Componenta discreționară a politicii fiscale este evaluată a exercita un efect ușor restrictiv în trimestrul I 2014.

Menținerea deficitului de cerere în trimestrul I 2014 la un nivel similar celui din trimestrul anterior este susținută de o serie de semnale mixte ale unor indicatori lunari corelați cu poziția ciclică a economiei. Astfel, în timp ce rata șomajului BIM se situează la un nivel apropiat de tendința de evoluție pe termen mediu, semnale favorabile sunt oferite de evoluția producției industriale și a gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie²¹ (creștere de 1,8 puncte procentuale în perioada ianuarie-februarie a anului curent comparativ cu media trimestrului IV 2013 și, respectiv, creștere de 1,1 puncte procentuale în trimestrul I 2014 față de trimestrul IV 2013). Pe de altă parte, variația trimestrială a stocului de credite acordate sectorului privat, total lei și valută, rămâne ușor negativă (-2,0 la sută în termeni reali în trimestrul I 2014 comparativ cu media trimestrului IV 2013)²².

²⁰ 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.

²¹ Sondaj CE-DG ECFIN.

²² În termeni anuali stocul de credite în lei acordate sectorului privat a crescut în termeni reali în luna martie 2014 cu 3,3 la sută, în timp ce creditul în valută s-a redus cu 8,3 la sută.

Deviația negativă a PIB de la nivelul potențial este prevăzută a fi în curs de diminuare treptată pe tot parcursul intervalului de proiecție, exercitând presiuni dezinflaționiste (asupra inflației de bază CORE2 ajustat) în atenuare. Se preconizează că restrângerea deficitului de cerere agregată va fi determinată de caracterul stimulat al setului condițiilor monetare reale în sens larg, precum și de impactul anticipat al eforturilor de creștere a ratei de absorbție a fondurilor europene²³. În același timp, impulsul fiscal²⁴ este anticipat a avea un efect marginal restrictiv asupra deficitului de cerere pe parcursul anului curent, acesta devenind ușor stimulat la începutul anului 2015, semnalând o conduită anticiclică a politicii fiscale la acest orizont. În plus, redresarea preconizată a activității economice în UE determină un impact restrictiv în diminuare din partea cererii externe asupra deviației interne a PIB. Comparativ cu Raportul asupra inflației anterior, deficitul de cerere internă este proiectat la valori care implică presiuni dezinflaționiste relativ mai reduse. Acesta este rezultatul cumulat al revizuirilor semnificative efectuate de către INS ale seriei istorice a PIB real și al erorii de prognoză pe termen scurt, ambele cu implicații asupra evaluării deviației PIB din trimestrele I și II 2014, al reevaluării condițiilor monetare reale (mai stimulativ pe tot intervalul de proiecție) și al impactului mai puțin restrictiv, dar în continuare semnificativ, al cererii externe.

În cadrul scenariului de bază al proiecției, ritmul anual de creștere a activității economice în 2014 este prognozat a se menține la o valoare apropiată celei înregistrate în anul precedent, sub influențele pozitive ale revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii cererii interne și, respectiv, ale continuării evoluției favorabile a exporturilor nete. Aceste evaluări sunt susținute de anticiparea unei dinamizări a venitului real disponibil al gospodăriilor populației²⁵, a continuării reducerii costurilor de creditare în lei (inclusiv pe fondul scăderii ratei dobânzii de politică monetară operate anterior), precum și a îmbunătățirii absorbției fondurilor europene. Pentru anul 2015, pe fondul menținerii caracterului propice al condițiilor descrise mai sus, cererea internă (în structura căreia componenta de investiții este anticipată a manifesta o redresare graduală) este preconizată să-și consolideze contribuția favorabilă la creșterea economică.

²³ În intervalul 2014-2015, va avea loc o suprapunere a atragerilor de fonduri europene din exercițiile financiare 2007-2013 și, respectiv, 2014-2020, în contextul activării regulii de dezangajare (T+2) aplicabile fondurilor alocate în cadrul exercițiului financiar încheiat la finele anului 2013.

²⁴ Cuantifică în modelul BNR impactul componentei discreționare a politicii fiscale.

²⁵ Datorită îmbunătățirii principalilor indicatori ai pieței muncii, creșterilor salariului minim (în conformitate cu Strategia Fiscal Bugetară pentru 2014-2016 actualizată) și anticipării menținerii ratei inflației anuale IPC la valori situate sub limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei până la orizontul proiecției.

Componentele cererii agregate

Pentru trimestrul I 2014 se anticipează atenuarea ușoară²⁶ a ritmului trimestrial de creștere a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației. Menținerea în teritoriu pozitiv a dinamicii trimestriale a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este susținută de creșterea volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motociclete), care a avansat cu 3,9 la sută în perioada ianuarie-februarie față de media trimestrului anterior. De asemenea, indicatorul de încredere a consumatorilor a crescut cu 0,9 puncte în trimestrul I 2014 comparativ cu cel precedent. Semnale de sens contrar vin însă din partea stocului de credite de consum, care a scăzut cu 2,6 la sută în termeni reali în trimestrul I 2014 față de media trimestrului IV 2013. Pe fondul evoluțiilor menționate anterior, în trimestrul I 2014 deviația negativă a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației de la tendința pe termen mediu este evaluată în reducere față de trimestrul anterior. În ceea ce privește consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice, acesta este așteptat să înregistreze o creștere moderată în trimestrul I 2014, în linie cu procesul de consolidare fiscală²⁷, deviația de la tendința de evoluție pe termen mediu menținându-se în teritoriu negativ, dar fiind în reducere.

Pe parcursul intervalului de prognoză se anticipează o revigorare a dinamicii consumului individual efectiv al gospodăriilor populației susținută de continuarea relaxării condițiilor de creditare și de îmbunătățirea preconizată, chiar dacă într-o manieră relativ graduală, a nivelului de ocupare a forței de muncă în sectorul privat. Aceste evoluții sunt coroborate anticipării unor progrese în materie de absorbție a fondurilor europene structurale și de coeziune, mai ales a celor aferente programelor operaționale care ar urma să stimuleze îmbunătățirea productivității muncii și, implicit, cu un anumit decalaj, și pe cea a dinamicii salariale din sectorul privat, cu efecte preconizat favorabile asupra dinamicii venitului disponibil al gospodăriilor populației. În pofida persistenței șocurilor postcriză care au afectat oferta de credite a instituțiilor financiare, o relaxare a condițiilor de creditare este anticipată a se produce gradual, inclusiv ca rezultat al transmisiei, cu decalajul de timp specific, a deciziilor de reducere a ratei dobânzii de politică monetară asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari²⁸. Pe de altă

²⁶ În trimestrul IV 2013 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a crescut cu 1,5 la sută în termeni trimestriali.

²⁷ Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a deficitului bugetului general consolidat a fost de 0,14 la sută în martie 2014 (metodologie *cash*).

²⁸ Viteza și gradul în care se realizează efectiv transmisia deciziilor de politică monetară asupra ratelor dobânzilor 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, ca magnitudine, de impulsurile transmise prin modificarea ratei semnal a dobânzii BNR.

parte, este de așteptat și o continuare a consolidării bilanțurilor financiare ale gospodăriilor populației, în linie cu tendințele similare manifestate la nivelul UE și global, care va constrânge volumul total al cererii de credite noi din partea acestui segment de clienți bancari. Un impact favorabil suplimentar asupra consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este exercitat de creșterea prognozată a venitului disponibil real, potențată, cu precădere în prima parte a anului curent, de valorile proiectate relativ reduse ale ratei inflației IPC. Consumul colectiv efectiv al administrației publice este anticipat a înregistra o creștere moderată pe întregul interval de proiecție.

În trimestrul I 2014 se anticipează o evoluție mai favorabilă decât în trimestrul precedent a formării brute de capital fix, deși variația trimestrială a acesteia rămâne încă negativă. Dinamica acestei componente este susținută de unii indicatori de tip coincident. Astfel, față de mediile trimestrului IV 2013, în perioada ianuarie-februarie 2014 cifra de afaceri în industria bunurilor de capital a crescut cu 9,6 la sută, iar producția industrială de bunuri de capital cu 5,9 la sută. Pe de altă parte, volumul construcțiilor noi și cel al reparațiilor capitale au scăzut în perioada ianuarie-februarie cu 13,6 la sută și, respectiv, 28,4 la sută comparativ cu media trimestrului precedent. Pe fondul evoluției anticipate a formării brute de capital fix, deviația acesteia de la tendința pe termen mediu este evaluată a rămâne în teritoriu negativ, în ușoară adâncire față de trimestrul anterior.

Este de așteptat ca dinamica trimestrială a formării brute de capital fix să cunoască o redresare graduală, revenind la valori pozitive din trimestrul II 2014. Cu toate acestea, ritmul de creștere medie anuală în 2014 este anticipat a fi negativ, fiind statistic grevat (efect de tip *carry-over*²⁹) de scăderile înregistrate pe parcursul anului 2013. Pentru anul 2015 este de așteptat ca dinamica anuală a componentei să revină în teritoriu pozitiv. Această dinamizare este susținută de tendințele de îmbunătățire a eficienței energetice, de automatizare și optimizare a unităților de producție industriale ca urmare a re tehnologizării și modernizării echipamentelor. Acești factori vor exercita un impact pozitiv asupra înzestrării cu capital la nivelul economiei, cu efecte favorabile asupra creșterii productivității muncii, mai ales în sectorul industrial. La evoluțiile menționate se adaugă îmbunătățirea preconizată a atragerilor de fonduri europene structurale și de coeziune³⁰, cu efect de antrenare inclusiv la nivelul sectorului investițional, precum și previzionarea unei relaxări graduale a constrângerilor de finanțare, reflectate în

²⁹ Pentru detalii, a se consulta Raportul asupra inflației din august 2013 (pag. 43).

³⁰ În propunerea oficială de Acord de Parteneriat 2014-2020 trimisă de Ministerul Fondurilor Europene către Comisia Europeană în data de 31 martie 2014 se remarcă alocarea financiară indicativă pentru Programul Operațional Infrastructură Mare care este de așteptat să impulsioneze proiectele investiționale.

costul creditării, cu efecte favorabile asupra consolidării activității din sectorul privat.

Pentru trimestrul I 2014 se anticipează o nouă creștere trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii, într-un ritm însă ușor atenuat comparativ cu cele înregistrate în cea de-a doua jumătate a anului anterior³¹, corelat cu incertitudinile ridicate legate de tensiunile în plan regional și geopolitic manifestate recent. Evoluția prognozată a exporturilor de bunuri și servicii este susținută de creșterea anticipată a producției industriale din zona euro (0,4 la sută în perioada ianuarie-februarie față de media trimestrului anterior) și de continuarea dinamicii favorabile a indicatorului de încredere în economie la nivelul UE (creștere cu 2,3 puncte în trimestrul I 2014). În cazul importurilor de bunuri și servicii, pe fondul redresării preconizate a cererii interne, dar și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției anticipate favorabile a exporturilor, în trimestrul I 2014 este așteptată revenirea în teritoriu pozitiv a ritmului trimestrial de creștere. Având în vedere evoluțiile menționate anterior, deviațiile de la tendințele pe termen mediu sunt evaluate a rămâne pozitive și în creștere în cazul exporturilor și, respectiv, negative, dar în diminuare comparativ cu perioada anterioară, în cazul importurilor.

Pe parcursul intervalului de prognoză se anticipează continuarea dinamicii pozitive a exporturilor, îndeosebi pe fondul redresării graduale a cererii externe efective și al efectelor persistente ale evoluțiilor favorabile observate recent atât în cazul exporturilor de „mașini și echipamente de transport”, cât și în cel al „produselor agroalimentare”. Cu toate acestea, pe lângă incertitudinile menționate anterior, sub constrângerile atingerii, în unele cazuri, a unor limite superioare ale capacităților productive interne și în ipoteza unor ani agricoli normali în 2014 și 2015, se anticipează o atenuare în perioadele viitoare a dinamicii exporturilor.

Creșterea importurilor de bunuri și servicii este anticipată a se accelera moderat pe parcursul intervalului de referință³², pe fondul refacerii treptate a cererii interne, susținută de dinamizarea consumului final și de revenirea graduală a formării brute de capital fix.

În contextul evoluțiilor favorabile proiectate ale exporturilor nete de bunuri și servicii, atenuate de dinamica ușor nefavorabilă a

³¹ În trimestrele III și IV 2013 exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 7,4 la sută și, respectiv, 2,5 la sută în termeni trimestriali.

³² Semnele acestei dinamizări au fost observate în evoluțiile înregistrate în primele două luni ale anului curent, perioadă în care importurile de bunuri au crescut față de aceeași perioadă a anului precedent cu 9,4 la sută (valori exprimate în euro).

soldului veniturilor și transferurilor curente nete³³, nu este de așteptat o modificare semnificativă în acest an a deficitului contului curent comparativ cu valoarea înregistrată în 2013 (1,1 la sută). Pe termen mediu, în condițiile atenuării preconizate a dinamicii pozitive a exporturilor și ale anticipării unei accelerări de ritm al importurilor, este de așteptat ca deficitul proiectat al contului curent să înregistreze o majorare moderată, el fiind anticipat să rămână însă sub nivelul de 2 la sută din PIB. Cu toate acestea, pe fondul menținerii nivelului rezervelor internaționale în condițiile achitării celei mai mari părți a împrumutului contractat în anul 2009 cu FMI, proiectarea unei relative stabilități a poziției externe este de natură să diminueze vulnerabilitățile României în contextul volatilității capitalurilor care afectează economiile emergente și, astfel, nu este de așteptat să inducă presiuni inflaționiste corective din partea cursului de schimb al monedei naționale pe parcursul intervalului de referință.

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 de bilanț³⁴.

În trimestrul I 2014, ratele nominale ale dobânzilor³⁵ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari și-au continuat traiectoria descendentă, inclusiv ca urmare a impulsului transmis de scăderile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară operate de BNR. Reducerea ratelor nominale ale dobânzilor concomitent cu creșterea ușoară a așteptărilor privind inflația³⁶ au determinat o scădere a ratelor reale ale dobânzilor atât la credite, cât și la depozite. Cumulat, impactul asupra activității economice din trimestrul următor al deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu este stimulat, efectul favorabil transmis de rata reală a dobânzii la depozite fiind ușor atenuat de cel marginal restrictiv aferent ratei reale a dobânzii la credite.

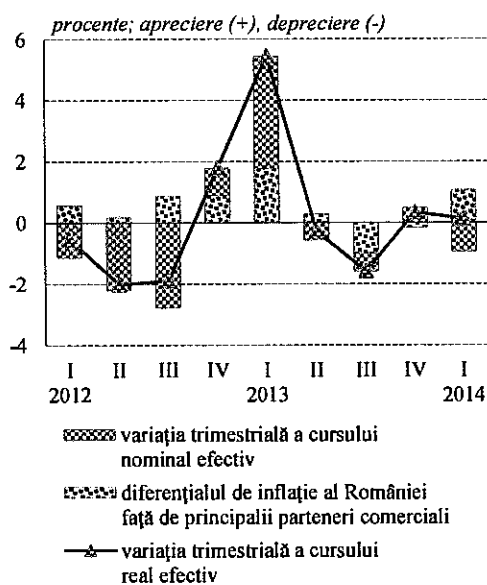
³³ În principal, pe fondul aportului negativ în adâncire al balanței veniturilor, în timp ce soldul transferurilor curente se menține la o valoare similară celei înregistrate în anul anterior.

³⁴ 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.

³⁵ Ratele nominale ale dobânzilor la credite și depozitele denumite în lei sunt calculate ca medii ponderate în funcție de volumul creditelor și, respectiv, al depozitelor noi.

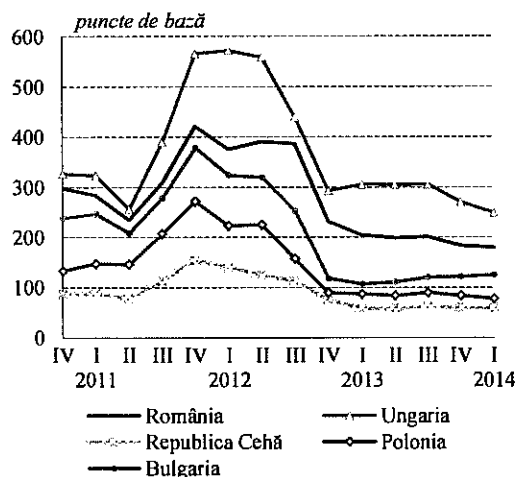
³⁶ Informațiile referitoare la acest indicator sunt preluate din Sondajul lunar al BNR derulat în rândul analiștilor bancari.

Variația trimestrială
a cursului de schimb efectiv



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

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



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

Pe parcursul trimestrului I 2014, față de trimestrul anterior, moneda națională s-a depreciat marginal în termeni nominali atât față de euro, cât și față de dolarul SUA. Pe fondul dinamicii diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali, moneda națională a înregistrat însă o apreciere trimestrială marginală în termeni reali³⁷. În contextul dinamicii menționate anterior a cursului de schimb real efectiv, deviația acestuia de la tendința estimată pe termen mediu exercită, *ceteris paribus*, un impact ușor stimulat (prin intermediul canalului exporturilor nete) asupra cererii agregate din trimestrul II 2014.

În trimestrul I 2014, în contextul unor evoluții similare pe plan regional, gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională, corelat cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS), s-a redus ușor, tendința fiind susținută de factori fundamentali. În condițiile unei variații reduse a anticipațiilor privind evoluția cursului de schimb³⁸, efectul favorabil exercitat de menținerea ratei reale a dobânzii străine sub tendința pe termen mediu, coroborat cu efectul marginal stimulat al poziționării primei de risc sub tendința de evoluție pe termen mediu, determină o influență stimulat în creștere a efectului de avuție și bilanț din trimestrul I 2014 asupra activității economice din trimestrul următor.

Condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul I 2014, cu efect asupra activității economice din trimestrul următor, sunt evaluate ca fiind stimulative, având ca efect, *ceteris paribus*, atenuarea presiunilor dezinflaționiste induse de deficitul de cerere agregată. În structura ansamblului condițiilor monetare reale, impactul stimulat exercitat de deviația ratei reale a dobânzii la depozite și de efectul de avuție și bilanț, susținut de efectul ușor stimulat (prin intermediul canalului exporturilor nete) al deviației cursului de schimb real efectiv, este ușor atenuat de efectul marginal restrictiv al deviației ratei reale a dobânzii la credite.

Condițiile monetare în sens larg sunt proiectate a exercita o influență stimulat la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de proiecție³⁹, sub impactul diferențiat al acțiunii factorilor determinanți. Caracterul stimulat al ratelor reale ale dobânzilor la credite și depozitele denominate în lei practicate de instituțiile financiare, cumulat cu cel al efectului de avuție și de bilanț sunt potențate în prima parte a intervalului de proiecție și de cel al cursului real prin canalul exportului net. Acesta din urmă urmează să își inverseze sensul influenței pe restul intervalului, dar este de așteptat să exercite, la acest orizont, un

³⁷ 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.

³⁸ Aproximate prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

³⁹ Cu o intensitate mai accentuată comparativ cu Raportul asupra inflației din luna februarie, în special în a doua parte a intervalului de proiecție.

efect mai puțin restrictiv comparativ cu cel preconizat în runda anterioară. Influența persistent stimulatorie a efectului de avuție și bilanț la adresa activității economice este rezultatul proiectării unor contribuții favorabile din partea ratei dobânzii externe, dar și a cursului de schimb și a primei de risc în condițiile anticipării unor niveluri sustenabile ale deficitului bugetar și ale celui de cont curent, de natură a nu induce presiuni de depreciere a monedei naționale.

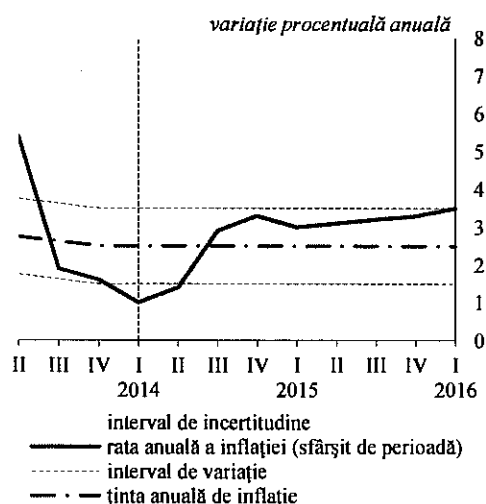
Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată în linie cu menținerea pe termen mediu a stabilității prețurilor, prin ancorarea eficace a așteptărilor inflaționiste, concomitent creării condițiilor pentru revigorarea sustenabilă a activității de creditare, de natură să contribuie la realizarea unei creșteri economice echilibrate și de durată. Impactul cumulat al deviațiilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei, consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, este preconizat a fi unul simulativ la adresa cererii agregate, marginal mai accentuat față de runda anterioară.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază, gradul de asimetrie fiind însă mai redus în runda curentă de prognoză comparativ cu cea precedentă. Riscurile identificate sunt asociate atât evoluțiilor mediului extern, cât și unor factori interni.

Pentru intervalul de referință, din partea mediului extern se configurează o balanță relativ echilibrată a riscurilor relevante. Acestea sunt preponderent asociate unei posibile creșteri a variabilității apetitului pentru risc al investitorilor față de economiile emergente, cu unele probabile diferențieri în rândul acestora, în funcție de balanța acumulată a dezechilibrelor macroeconomice interne și/sau externe. Evoluții cu potențial de reconfigurare a coordonatelor scenariului de bază sunt date și de escaladarea tensiunilor regionale și geopolitice recente, de persistența și accelerarea procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar, pe seama nevoilor mai substanțiale de capital și lichiditate suplimentare ale băncilor-mamă din zona euro în scopul respectării cerințelor aferente aplicării reglementărilor Basel III și a celor ce derivă din procesul de evaluare comprehensivă⁴⁰ a activelor bancare, precum și de posibilele ajustări ale conduitelor politicii monetare de către principalele bănci centrale. Materializarea riscurilor generate de

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 2005-2013. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

⁴⁰ Acesta include și testele de rezistență la stres desfășurate de BCE în colaborare cu Autoritatea Bancară Europeană.

oricare dintre aceste surse ar conduce la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, cu efecte nete ce ar putea implica, pe termen scurt, intrări conjuncturale substanțiale de capitaluri adresate economiei naționale, inerent reversibile la orizonturi mai îndepărtate. Pe termen mediu și lung, repoziționările expunerilor investitorilor față de Europa Centrală și de Est, în condițiile persistenței tensiunilor regionale, ar putea deveni mai pronunțate comparativ cu alocările de capital acordate altor segmente ale economiilor emergente drept clasă de active, ținând seama de diferențele între fundamentele economice ale respectivelor segmente de piață. În acest context, fluctuații neprevăzute ale cursului de schimb al leului ar avea drept consecință abateri de la coordonatele scenariului de bază al proiecției macroeconomice, atât în cazul ratei inflației, cât și al creșterii economice. Pe termen mediu și lung, în contextul ameliorării recente a condițiilor economice fundamentale ale României și al expunerilor investitorilor mai reduse și cu profil diversificat comparativ cu cele față de alte economii emergente, eventuale realocări de expunere globală sau regională ale acestora în favoarea economiilor mai reziliente nu ar fi de natură a produce efecte adverse notabile asupra economiei românești. În plus, în lipsa unor agravări semnificative, cu efect de contagiune, evoluțiile geopolitice recente din regiune nu sunt de natură a afecta semnificativ balanța riscurilor prin intermediul canalului exporturilor nete⁴¹, putând avea însă unele efecte mai notabile în cazul manifestării canalului „creditorului comun”, în situația unei afectări a expunerilor din Ucraina și/sau Rusia ale instituțiilor financiare cu activitate transfrontalieră prezente și în România. Ținând însă cont de performanțele bune ale sistemului bancar românesc din perspectiva indicatorilor de lichiditate, solvabilitate și provizionare, vulnerabilitatea în raport cu această categorie de riscuri financiare este evaluată ca fiind mai redusă comparativ cu alte economii din Europa Centrală și de Est.

Pe plan intern rămân în continuare preocupante incertitudinile privind implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale convenit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și BM), în special în contextul acestui an electoral, orice întârziere și/sau neîndeplinire completă a angajamentelor putând conduce la propagarea efectelor șocurilor nefavorabile, interne sau externe, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Riscuri relativ echilibrate pe termen scurt la adresa inflației, condiționate de informațiile disponibile până în prezent, provin din

⁴¹ Economia României este cel mai puțin expusă din punct de vedere comercial dintre țările din Centrul și Estul Europei, exporturile anuale ale României către Rusia și Ucraina reprezentând la nivelul anului 2013 doar 1,6 la sută din PIB nominal exprimat în euro (ponderea acestora în totalul exporturilor românești fiind de 4,7 la sută la nivelul aceluiași an), iar importurile 2 la sută (cu o pondere în totalul importurilor României de 5 la sută în 2013).

partea prețurilor administrate. Pe termen mediu se mențin însă incertitudinile cu privire la cuantificarea impactului pe care etapele liberalizării pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori, precum și în ceea ce privește respectarea calendarelor acestor etape.

În ceea ce privește evoluția internă a prețurilor alimentelor, se manifestă incertitudini inerente asociate condițiilor meteorologice, acestea având potențialul de a influența oferta de produse agricole și de a se concretiza, având în vedere ponderea însemnată deținută de aceste produse în coșul de consum, precum și cea a alimentelor procesate în compoziția indicelui CORE2 ajustat, în abateri ale ratei inflației IPC de la traiectoria proiectată în scenariul de bază.

Balanța riscurilor provenind din partea materiilor prime pe piețele internaționale este apreciată ca fiind echilibrată pe termen scurt. Pe termen mediu, însă, nu pot fi excluse riscurile unei accelerări a dinamicii acestei categorii de prețuri (de exemplu noi scumpiri ale energiei) pe fondul unor posibile amplificări ale tensiunilor regionale și geopolitice manifestate recent sau al unor evoluții ale prețurilor produselor agricole dependente de condițiile meteorologice.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform așteptărilor, rata anuală a inflației a coborât în ianuarie 2014 sub limita inferioară a intervalului de variație al țintei staționare și s-a menținut ulterior pe un trend ușor descrescător, atingând astfel în ultima lună a trimestrului I nivelul de 1,04 la sută – un nou minim istoric al ultimilor 24 de ani. Continuarea decelerării inflației a fost în principal rezultanta prelungirii efectelor de bază favorabile asociate evoluției prețurilor administrate și dinamicii prețurilor produselor alimentare. Acestea din urmă, alături de persistența influenței tranzitorii a reducerii cotei TVA la unele produse de panificație, au fost determinante și pentru menținerea la o valoare marginal negativă a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, în condițiile în care anticipațiile inflaționiste pe termen scurt au fost relativ stabile, moneda națională a consemnat o depreciere marginală în termeni anuali, iar presiunile dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată au tins să-și reducă în termeni relativi intensitatea.

Actualizarea, pe acest fond, a prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu reconfirmă coordonatele majore ale precedentei proiecții trimestriale a inflației⁴². Astfel, și în contextul noii proiecții, rata anuală prognozată a inflației se menține până la mijlocul anului 2014 sub limita de jos a intervalului țintei staționare, pentru ca la finalul trimestrului III ea să se re poziționeze

⁴² Raportul asupra inflației, februarie 2014.

și să se consolideze ulterior deasupra punctului central al țintei, rămânând însă în interiorul intervalului de variație asociat țintei. Corecția ascendentă anticipată a fi consemnată de rata anuală a inflației în ultimele luni ale anului curent – odată cu disiparea efectelor tranzitorii ale șocurilor pozitive de natura ofertei produse în anul 2013⁴³ – este însă mai puțin amplă, nivelul prognozat al acesteia pentru luna decembrie fiind de 3,3 la sută, față de valoarea de 3,5 la sută proiectată anterior. Implicit, de-a lungul celei mai mari părți a celui de-al doilea segment al orizontului proiecției, traiectoria anticipată a dinamicii anuale a inflației se menține pe un palier ușor inferior celui prefigurat de precedentă proiecție – aflat însă tot în jumătatea superioară a intervalului de variație al țintei staționare – o inversare de poziție producându-se doar la finalul anului 2015, când aceasta urcă din nou la nivelul de 3,3 la sută, marginal peste cel prognozat anterior (3,2 la sută)⁴⁴.

În condițiile în care contribuția la perspectiva inflației a principalelor componente exogene ale acesteia a rămas cvasi-constantă – datorită revizuirilor modeste și în ambele sensuri suferite de proiecțiile lor – ușoara modificare a coordonatelor traiectoriei anticipate a ratei anuale a inflației IPC, în raport cu exercițiul anterior de prognoză, decurge aproape în exclusivitate din schimbările produse la nivelul evoluției previzionate a inflației CORE2 ajustat. Astfel, comparativ cu prognoza precedentă, inflexiunea ascendentă consemnată spre finalul anului curent de traiectoria previzionată a ratei anuale a inflației de bază⁴⁵ este mai puțin pronunțată, iar palierul pe care aceasta se menține ulterior este ușor inferior sau identic celui evidențiat anterior, cu excepția finalului anului 2015, când ea se poziționează la un nivel marginal mai înalt, situat însă sub punctul central al țintei staționare de inflație. Resortul major al modificării *pattern*-ului previzionat al inflației CORE2 ajustat îl constituie prezumata acțiune dezinflaționistă a factorilor persistenți ai acesteia, care, în prima parte a orizontului proiecției, cunosc o relativă intensificare, în principal pe seama aportului mai consistent al anticipațiilor inflaționiste, iar spre finalul anului 2015 suferă o ușoară atenuare, în condițiile unei accentuări a tendinței de restrângere treptată a deficitului de cerere agregată, perspectivă având printre premise menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, cu impact asupra dinamicii cererii interne, precum și relativa accelerare a creșterii economice în zona euro/UE.

Adecvarea conduitei politicii monetare la caracteristicile proiecției actualizate a inflației, în condițiile menținerii consecvenței în timp

⁴³ Creșterea substanțială a producției agricole și reducerea cotei TVA pentru unele produse de panificație.

⁴⁴ Corespunzător actualei traiectorii a ratei anuale prognozate a inflației, rata medie anuală a inflației urmează să se situeze la 2 la sută la finalul anului 2014 și la 3,1 la sută la sfârșitul anului 2015.

⁴⁵ Pe fondul epuizării efectelor șocurilor de natura ofertei produse în anul 2013.

a acestei politici – care vizează consolidarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu în linie cu ținta staționară, concomitent cu crearea premiselor revigorării procesului de creditare, de natură să contribuie la redresarea sustenabilă a economiei – continuă să fie condiționată de urmărirea consecvență și de îndeplinirea obiectivelor convenite cu UE, FMI și BM în sfera consolidării fiscale, reformelor structurale și a atragerii fondurilor europene, acestea fiind esențiale pentru asigurarea coerenței mixului de politici macroeconomice. Alte repere majore ale fundamentării deciziilor de politică monetară în actualul context continuă să le reprezinte potențialele incertitudini asociate perspectivei inflației, precum și natura și probabilitatea de materializare ale eventualelor riscuri la adresa ei, dar mai ales măsura în care acestea ar putea provoca o dezancorare a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu de natură să afecteze negativ evoluția pe orizonturi mai îndepărtate a inflației.

Din această perspectivă, în conjunctura dată, incertitudinile și riscurile asociate prognozei pe termen mediu a inflației rămân relevante, însă potențialul lor de a provoca devieri de durată ale inflației de la traiectoria proiectată, implicit de la ținta staționară, pare a fi mai redus comparativ cu runda anterioară de prognoză, deși incertitudinile legate de escaladarea tensiunilor regionale și geopolitice recent apărute sunt mai substanțiale.

În condițiile creșterii recente a numărului de surse care ar putea s-o genereze, potențiala amplificare a fluctuațiilor ascendente/descendente ale cursului de schimb al leului, implicând posibila abatere – în dublu sens – a acestuia de la coordonatele anticipate, se relevă a rămâne cel mai semnificativ risc la adresa perspectivei inflației, inclusiv datorită sensibilității relativ ridicate manifestate de inflație și de așteptările inflaționiste față de mișcările raportului leu/euro. Un asemenea risc continuă să decurgă în prezent din persistența incertitudinilor legate de ritmul redresării economiei globale, dar mai ales a zonei euro, precum și a celor privind derularea proceselor de dezintermediere și de restructurare a unor sisteme bancare din zona euro/UE, evoluții ce pot influența direct sau prin intermediul oscilațiilor apetitului global pentru risc fluxurile de capital orientate spre piața și economia românească. În actualul context, o probabilitate mai mare de materializare pare a fi totuși atribuibilă scenariului având drept ipoteză o relativă întârziere a redresării economice în zona euro – posibil și ca urmare a eventualei agravări a implicațiilor conflictului din Ucraina – coroborată și cu o prelungire a duratei proceselor de dezintermediere și de restructurare a sistemelor bancare europene, respectiv scenariului advers care ar antrena, prioritar, presiuni în sensul deprecierei monedei naționale. Este însă de așteptat ca într-o astfel de situație, efecte opuse celor inflaționiste exercitate de cursul de schimb să fie generate, cu precădere pe termen mediu, de relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere

agregată, dată fiind probabilitatea ridicată a încetirii, pe acest fond, a redresării economiei românești, sub impactul negativ al evoluțiilor din mediul extern⁴⁶.

O altă sursă de riscuri în ambele sensuri la adresa evoluției cursului de schimb al leului o constituie potențialul impact divergent exercitat asupra reacției investitorilor financiari/sentimentului pieței financiare internaționale de deciziile de politică monetară anticipate a fi adoptate de principale bănci centrale⁴⁷, care ar putea afecta, alături de expunerile față de alte economii emergente, și piața financiară regională, implicit piața locală, prin intermediul continuării realocărilor de portofolii – în funcție de calitatea factorilor fundamentali, corelată și cu atractivitatea relativă a plasamentelor în monedă națională. Influențe similare ar putea decurge și din eventuala escaladare a recentelor tensiuni regionale și geopolitice. Astfel, unele economii, precum cea a României, ar putea fi confruntate pe termen scurt cu intrări conjuncturale substanțiale de capitaluri, inerent reversibile la orizonturi mai îndelungate, orizonturi la care re poziționările expunerilor investitorilor față de Europa Centrală și de Est, în condițiile persistenței tensiunilor regionale, ar putea deveni mai pronunțate comparativ cu alocările de capital acordate altor segmente ale economiilor emergente drept clasă de active, ținând seama de diferențele între fundamentele economice ale respectivelor segmente de piață.

Mediul intern generează și el astfel de riscuri la adresa ratei de schimb, în condițiile persistenței incertitudinilor privind ritmul implementării măsurilor de reformă structurală convenite cu UE, FMI și BM, precum și potențialele evoluții de pe scena politică în contextul calendarului electoral al acestui an, capabile să influențeze favorabil sau advers percepția investitorilor străini asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale.

În ceea ce privește riscurile la adresa perspectivei inflației induse de evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, balanța acestora rămâne relativ echilibrată, cel puțin pe termen scurt, în condițiile în care aceste prețuri ar putea consemna, deopotrivă, abateri ascendente și descendente de la traiectoria anticipată, sub impactul potențialelor modificări survenite fie la nivelul cererii globale, fie la nivelul producției și stocurilor mondiale de asemenea bunuri, mai cu seamă în sectorul petrolier și în cel agricol. Într-un relativ echilibru se mențin, deocamdată, și riscurile asociate perspectivei prețurilor interne ale produselor alimentare, în principal a celor volatile, precum și viitoarelor ajustări de prețuri administrate, în condițiile în care

⁴⁶ Prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii, precum și al efectului de avuție și de bilanț al ratei de schimb.

⁴⁷ În conjuncție/condiționate de alte evoluții consemnate pe plan global/regional.

previziunile privind prima categorie de prețuri au ca fundament ipoteza unor ani agricoli normali pe orizontul de proiecție, iar prognoza celei de-a doua componente utilizează drept repere majore calendarele⁴⁸/măsurile specifice convenite în cadrul acordului încheiat cu UE, FMI și BM. În plus, este de așteptat ca persistența pe orizontul mediu de timp a deficitului de cerere agregată, deși de dimensiuni aflate în descreștere, să contribuie la ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu față de potențialele efecte adverse ale unei eventuale devieri în sens ascendent a evoluției acestor categorii de prețuri de la coordonatele proiectate.

În condițiile reconfirmării perspectivei revenirii în trimestrul III 2014 și a menținerii ulterioare a ratei anuale a inflației în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare de inflație, după plasarea ei sub limita de jos a intervalului în prima parte a anului, pe fondul manifestării efectelor tranzitorii ale șocurilor pozitive de natura ofertei produse în 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 6 mai 2014, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

⁴⁸ Calendarele de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale.