

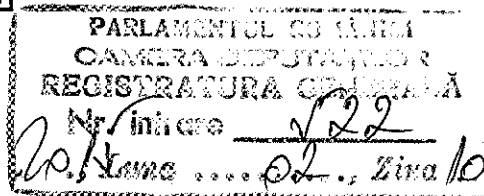
BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU
Guvernator

Secretar General - Contineu Pentru

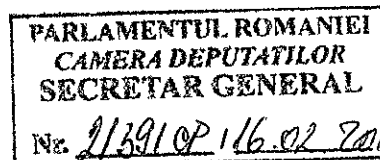


Stefan Zgonea
Nr. XVI/G/14 /9 februarie 2015



[Signature]
Domnului VALERIU ȘTEFAN ZGONEA
Președintele Camerei Deputaților

Domnule Președinte,

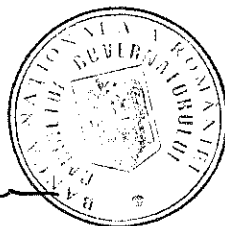


Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul asupra inflației - februarie 2015*, cu mențiunea că prezentarea publică a acestuia s-a realizat în cadrul unei conferințe de presă.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din data de 4 februarie 2015.

Cu deosebită considerație,

Mugur Isărescu





Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Februarie 2015

Anul XI, nr. 39

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)

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 4 februarie 2015, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 30 ianuarie 2015.

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

Lista abrevierilor

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
CRC	Centrala Riscului de Credit
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
EIA	Departamentul pentru energie al SUA
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
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFE	Ministerul Fondurilor Europene
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
OPCOM	Operatorul pieței de energie electrică și de gaze naturale din România
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Cuprins

SINTEZĂ	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	13
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	16
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	19
2. Piața muncii.....	20
3. Prețurile de import și prețurile de producție	21
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	27
1. Politica monetară	27
2. Piețe financiare și evoluții monetare	30
2.1. Ratele dobânzilor	30
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	33
2.3. Moneda și creditul	34
IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	38
1. Scenariul de bază	41
1.1. Ipoteze externe.....	41
1.2. Perspectivele inflației.....	42
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.....	46
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	54
2. Evaluarea de politică monetară.....	56

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Pe parcursul trimestrului IV 2014, rata anuală a inflației IPC a coborât din nou sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Valoarea înregistrată în decembrie (0,83 la sută) este cu 0,7 puncte procentuale mai scăzută atât față de cea consemnată la sfârșitul trimestrului III, cât și față de cea prognozată pentru finele anului în Raportul asupra inflației din luna noiembrie, însă s-a plasat peste minimul istoric al indicatorului înregistrat în luna iunie 2014 (0,66 la sută). Rata medie anuală a IAPC¹ s-a situat în decembrie 2014 la valoarea de 1,4 la sută, menținându-se, de la mijlocul anului precedent, pe o traiectorie cvasistabilă.

Rata inflației CORE2 ajustat² a rămas cvasiconstantă pe parcursul trimestrului IV și a atins la finele acestuia nivelul prognozat anterior. Menținerea ratei inflației de bază la un nivel scăzut, de 1 la sută cu începere din luna septembrie, a continuat să fie susținută de factorii fundamentali, cu precădere de influența combinată a deficitului de cerere agregată, persistent, dar în ușoară atenuare, și de ameliorarea semnificativă a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici.

Dată fiind evoluția inflației de bază, încetinirea față de trimestrul III a ratei de creștere a ansamblului prețurilor de consum și, respectiv, situarea acesteia la sfârșitul anului sub prognoza din luna noiembrie, au fost determinate exclusiv de evoluțiile componentelor IPC afectate cu precădere de factori de natura ofertei. În rândul acestora, impactul dominant a provenit din partea șocurilor neanticipate produse asupra prețurilor volatile: cele ale combustibililor, pe seama declinului substanțial al cotațiilor internaționale ale petrolului – atenuat de deprecierea monedei naționale față de dolarul SUA – și cele ale LFO, pe fondul unei noi producții agricole abundente la nivel regional și al suplimentării ofertei interne cu importuri din statele europene afectate de restricțiile impuse de Rusia începând cu luna august 2014. O influență de mai mică amploare asupra ratei anuale a inflației IPC a fost generată de decelerarea în continuare a creșterii prețurilor administrate.

Costurile unitare cu forța de muncă în industrie s-au înscris pe o traiectorie ascendentă în perioada iulie-noiembrie, pe seama continuării încetinirii dinamicii productivității muncii la nivelul agregat al acestui sector. Pe ansamblul economiei, după majorarea salariului minim brut din iulie, creșterea câștigurilor salariale nominale brute s-a menținut pe o tendință de ușoară accelerare până în luna noiembrie. Se anticipează continuarea acestei tendințe la începutul anului curent, pe seama noii creșteri în ianuarie a salariului minim și a altor majorări anunțate atât în sectorul public, cât și în cel privat. Pe termen scurt, persistența deficitului de cerere atenuază riscul unor presiuni inflaționiste semnificative din partea costurilor cu salariile. Pe termen mediu însă, pe măsura apropierei PIB de nivelul potențial și în condițiile unor creșteri suplimentare ale salariului minim pe economie, menținerea unei corelații adecvate între creșterea salariilor și cea a productivității muncii este esențială pentru consolidarea stabilității prețurilor.

¹ Calculată ca variație medie a prețurilor din ultimele douăsprezece luni față de cea din precedentele douăsprezece luni.

² Măsură a inflației de bază, care elimină din calculul IPC total o serie de prețuri asupra cărora influența politicii monetare (prin gestionarea cererii agregate) este puțin semnificativă sau nulă: cele administrate, volatile (legume, fructe, ouă, combustibili), ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 4 noiembrie 2014, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,75 la sută pe an, de la 3,00 la sută. Decizia a fost motivată de perspectivele macroeconomice relevate de prognoza BNR actualizată, precum și de riscurile asociate acesteia. Prognoza plasa rata anuală a inflației la valori sensibil inferioare celor proiectate anterior, ca urmare a reevaluării la niveluri mai puternic dezinflaționiste a impactului unora dintre factorii fundamentali (deficitul de cerere agregată, anticipațiile privind inflația și inflația principalilor parteneri comerciali), precum și a unei influențe favorabile a prețurilor produselor agroalimentare. Riscurile asociate prognozei erau generate cu preponderență de mediul extern, ca potențială sursă de volatilitate excesivă a fluxurilor de capital, pe fondul ajustării conduitei politicii monetare a principalelor bănci centrale din lume, al continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar și al tensiunilor geopolitice. De asemenea, având în vedere obiectivul continuării procesului de armonizare a mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale ale statelor membre ale UE, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit la 14 la sută, de la 16 la sută. În același timp, în scopul diminuării volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 2,50$ puncte procentuale, de la $\pm 2,75$ puncte procentuale.

Ulterior deciziei din luna noiembrie, rata anuală a inflației s-a înscris pe o traiectorie situată sub cea prognozată anterior, relevând perspectiva menținerii pe termen scurt sub limita inferioară a intervalului asociat țintei staționare. Abaterile de la prognoza din noiembrie erau în principal consecința accentuării neanticipate a reducerii prețurilor volatile, cu precădere pe seama declinului prețului petrolului pe plan mondial. În același timp, se releva o creștere a incertitudinilor privind evoluțiile din mediul extern, în condițiile reamplificării tensiunilor geopolitice regionale și ale continuării ajustării conduitei politicii monetare a principalelor bănci centrale din lume.

În acest context, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 7 ianuarie 2015 reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, de la 2,75 la sută. De asemenea, urmărind consolidarea în continuare a transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 2,25$ puncte procentuale, de la $\pm 2,5$ puncte procentuale.

Perspectivile inflației

Proiecția curentă prevede plasarea ratei anuale a inflației IPC sub limita inferioară a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei de 2,5 la sută până la finele trimestrului III 2015, urmată de revenirea în interval în trimestrul IV și menținerea în interiorul acestuia până la orizontul prognozei.

Conform scenariului de bază al proiecției, se estimează o ușoară încetinire a creșterii PIB în anul 2014 comparativ cu anul anterior, în principal pe seama evoluției nefavorabile din trimestrul II.

Redresarea din a doua jumătate a anului 2014 este atribuită în special ameliorării dinamicii consumului și inversării tendinței de scădere a formării brute de capital fix, în timp ce exporturile au continuat să înregistreze, conform evaluărilor, o dinamică pozitivă, inclusiv pe seama producției agricole abundente. Pentru intervalul de prognoză se prevede consolidarea cererii interne, care urmează să redevină factorul dominant al creșterii economice. Se anticipează o creștere ceva mai rapidă a consumului comparativ cu cea a investițiilor, acestea fiind însă prevăzute a sprijini avansul PIB începând din 2015, după doi ani de contribuții negative la creșterea economică. Este de așteptat ca redresarea cererii interne să fie susținută de: creșterea venitului disponibil real al gospodăriilor populației, ca urmare a majorărilor nominale și a menținerii ratei proiectate a inflației la valori relativ scăzute, consolidarea intrărilor de capitaluri străine cu destinație productivă (fonduri europene structurale și de coeziune și fluxuri de investiții străine directe), precum și de relaxarea în continuare a condițiilor creditării, pe seama propagării reducerilor anterioare ale ratei dobânzii de politică monetară și a dinamizării treptate a activității economice în perioadele viitoare.

Expansiunea cererii interne va induce un avans relativ mai rapid al importurilor față de cel al exporturilor în prima parte a intervalului de referință, fiind însă de așteptat ca redresarea treptată a economiei europene să impulsioneze exporturile românești către orizontul prognozei. Ca urmare, se prevede o contribuție ușor negativă a exporturilor nete la creșterea economică în anul 2015 și relativ neutră ulterior. Aceste premise ale scenariului de bază implică absența, până la orizontul prognozei, a unor presiuni corective semnificative generate de poziția externă asupra cursului de schimb al monedei naționale.

Proiecția deficitului de cerere a fost revizuită pe întregul interval la valori semnificativ mai reduse comparativ cu runda din noiembrie 2014, implicând presiuni dezinflaționiste atenuate. Reevaluarea a avut în vedere: evoluția peste așteptări a PIB real în trimestrul III 2014, revizuirile operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real ajustate sezonier în contextul adoptării metodologiei Sistemului European de Conturi (SEC) 2010, precum și proiectarea unui set al condițiilor monetare reale în sens larg ușor mai stimulativ pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză. Deviația PIB de la nivelul său potențial va rămâne la valori negative pe parcursul perioadei de referință, prevăzute însă a se diminua treptat.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 2,1 la sută la sfârșitul anului 2015, nivel situat cu 0,1 puncte procentuale sub cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie, și la 2,4 la sută la finele anului 2016.

Rata inflației IPC se plasează pe cvasitotalitatea intervalului de referință (excepție făcând trimestrul I 2016) sub valorile din prognoza precedentă. În același timp, proiecția ratei inflației de bază CORE2 ajustat este revizuită în sus pentru prima jumătate a intervalului și în sens opus pentru cea de-a doua. Divergența revizuirilor provine, pe de o parte, din acțiunea favorabilă anticipată pentru anul 2015 a unor șocuri de ofertă, ale căror efecte se disipează ulterior, iar pe de altă parte, din cea a evoluției diferite în cei doi ani ai intervalului de prognoză a unor factori fundamentali pentru inflația de bază, cu precădere a prețurilor importurilor. O influență semnificativă asupra revizuirii proiecțiilor au avut-o evoluțiile neanticipate manifestate ulterior publicării proiecției din luna noiembrie.

Proгноza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede menținerea acesteia pe întreaga perioadă de referință în intervalul 1,1-1,5 la sută, nivelul maxim fiind atins în trimestrul II 2015. Valorile prognozate pentru finele anilor 2015 și 2016 sunt 1,3 și, respectiv, 1,4 la sută. Comparativ cu proiecția anterioară, reevaluarea la valori semnificativ mai reduse a deficitului de cerere implică presiuni atenuate de reducere a inflației de bază pe întregul interval al prognozei. În sens opus acționează revizuirea în jos, de asemenea pe întregul interval, a anticipațiilor privind inflația, în urma încorporării evoluțiilor dezinflaționiste recente în setul informațional care le configurează. La revizuirea în sus pentru 2015 și în sens opus pentru 2016 a prognozei ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a contribuit reproiectarea dinamicii prețurilor produselor importate. Față de prognoza anterioară, această influență este nefavorabilă în anul curent, pe seama deprecierei recente a leului față de dolarul SUA și euro. Pentru anul următor însă, aceste efecte sunt anticipate a se disipa, în timp ce dinamica prețurilor externe relevante pentru importurile românești este proiectată la valori mai scăzute față de cele din noiembrie.

Proiecțiile componentelor IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare prevăd contribuții cumulate ale acestora la indicele agregat de magnitudini sensibil mai reduse decât în prognoza anterioară pentru anul curent și marginal mai ridicate pentru 2016. Cea mai amplă revizuire a fost cea în sens descendent a contribuției prețurilor combustibililor pentru anul 2015, reflectând efectul de bază al scăderii abrupte a cotațiilor internaționale ale petrolului. Alt efect de bază, datorat producției agricole abundente și suplimentării ofertei interne cu importurile de legume și fructe din statele europene afectate de restricțiile impuse de Rusia în 2014, explică revizuirea semnificativă în jos pentru primele trei trimestre ale anului curent a contribuției prețurilor LFO la dinamica indicelui agregat. În ceea ce privește evoluția prețurilor produselor din tutun și a celor administrate, revizuirile față de raportul precedent se datorează unor modificări ale actelor legislative în vigoare, referitoare la modalitatea de stabilire a nivelului în monedă națională al accizelor, în cazul primei categorii de produse, respectiv la calendarul și magnitudinea ajustărilor viitoare ale prețurilor gazelor naturale, în cazul celei de-a doua categorii.

Dată fiind dinamica proiectată a componentelor sale, rata anuală a inflației IPC se va menține sub limita inferioară (1,5 la sută) a intervalului de variație asociat țintei până în trimestrul III 2015, va reveni în interval în trimestrul următor, stabilizându-se la valori situate ușor sub cea de 2,5 la sută aferentă țintei centrale până la orizontul proiecției. Nivelul minim al ratei anuale (0,1 la sută) este proiectat a fi atins în trimestrul I 2015, în principal pe seama efectelor de bază asociate evoluției prețurilor volatile. Rata medie anuală a inflației va înregistra valori inferioare intervalului țintei până la finele anului 2015, după care va reintra în interiorul acestuia și se va menține sub valoarea țintei centrale de inflație până la sfârșitul anului 2016.

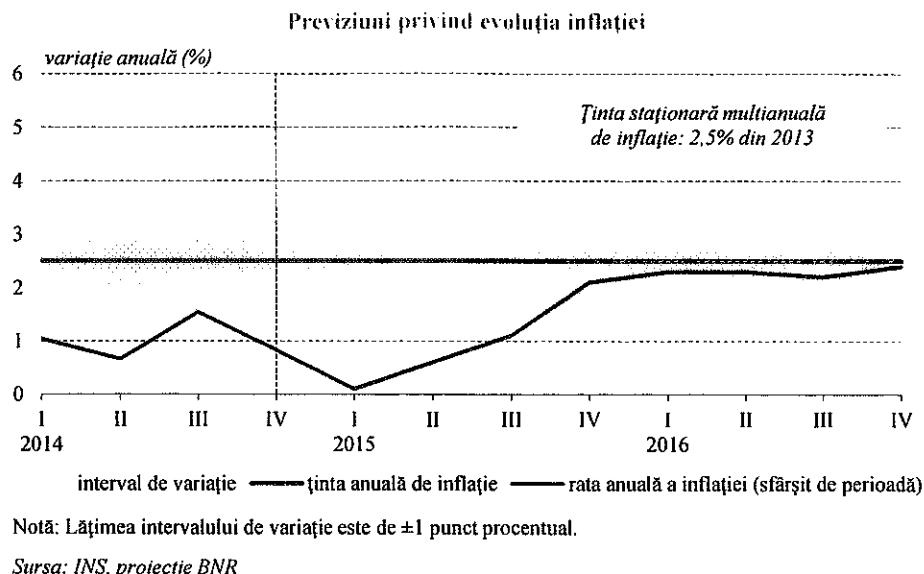
Conduita proiectată a politicii monetare este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, în condițiile ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația, într-o manieră care să sprijine creșterea economică, inclusiv prin refacerea încrederii și revigorarea sustenabilă a activității de creditare.

Balanța riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației apare a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la scenariul de bază, cu precădere pe seama incertitudinilor legate de mediul extern. Acestea s-au accentuat ulterior publicării Raportului asupra inflației din noiembrie 2014, ca urmare a unor evenimente recente cu potențial de a declanșa, în special pe plan european și regional, evoluții nefavorabile economiei naționale.

Creșterea incertitudinilor este generată de tendința recentă de escaladare a conflictului Rusia-Ucraina și de situația din Grecia. Relevante în continuare sunt riscurile unei potențiale accentuări a divergenței dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii (în special Fed și BCE), precum și ale continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar, ce pot avea drept consecință posibile retrageri ale capitalurilor din regiune. Riscurile asociate celor din urmă par însă a fi în atenuare, având în vedere atât rezultatele relativ favorabile ale evaluării cuprinzătoare a băncilor comerciale încheiate la finele anului trecut de BCE, cât și relaxarea constrângerilor de lichiditate cu care se confruntă acestea, pe fondul implementării programului extins de achiziționare de active adoptat recent de aceeași instituție. În acest context, riscurile majore la adresa proiecției ratei inflației sunt legate de posibile variații ample ale aversiunii față de risc a investitorilor internaționali, având drept rezultat realocări succesive de expuneri față de economiile emergente și, ca atare, creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate acestora, implicit și economiei românești. Aceasta ar induce o instabilitate a surselor de finanțare externă a dezvoltării economiei naționale și a cursului de schimb al leului, cu consecințe negative asupra stabilității prețurilor și consolidării creșterii economice implicate de scenariul de bază al proiecției.

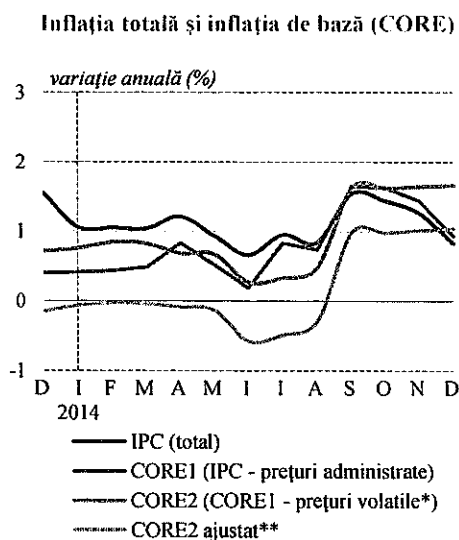
Data fiind orientarea pe termen mediu și lung a investitorilor prioritar către economiile caracterizate prin dezechilibre macroeconomice externe și interne relativ reduse, progresele făcute în ultimii ani de România în această direcție au potențial de atenuare într-o anumită măsură a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale. În același timp însă, persistența pe plan intern a unor rigidități structurale limitează capacitatea economiei naționale de a reacționa în vederea atenuării consecințelor șocurilor externe adverse și este percepută ca factor de risc de către investitorii internaționali. Din acest motiv, implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale convenit cu UE, FMI și Banca Mondială reprezintă o condiție necesară pentru atragerea către economia națională a fluxurilor sustenabile de capitaluri.

Riscurile asociate abaterilor de la traiectoriile prevăzute în scenariul de bază ale componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei apar a fi relativ echilibrate pentru perioada de referință, în condițiile menținerii incertitudinilor specifice fiecărei componente. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate, pe termen mediu, magnitudinii impactului pe care stadiile liberalizării pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori ale acestora. În cazul prețurilor internaționale ale materiilor prime, riscuri sporite sunt asociate traiectoriei viitoare a cursului de schimb EUR/USD, dependentă de un cumul de factori ce se referă atât la contextul economic mondial, cât și la posibile escaladări ale tensiunilor geopolitice. Dinamica prețurilor interne ale alimentelor continuă să fie strict dependentă de condițiile meteorologice, implicit de abundența producției agricole, iar ca specific al actualei perioade de referință, de posibila persistență a suplimentării ofertei interne cu importuri din țări afectate de restricțiile impuse accesului la piața Rusiei.



Decizia de politică monetară

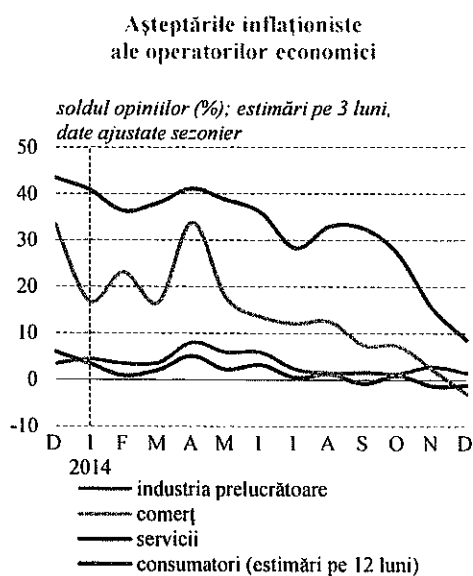
În condițiile poziționării la niveluri mai scăzute a traiectoriei prognozate a ratei anuale a inflației și ale menținerii ei sub punctul central al țintei până la finalul orizontului proiecției, având ca determinanți temperarea evoluției anticipate a prețurilor volatile, persistența deficitului de cerere agregată, coborârea pe un palier mai jos a anticipațiilor privind inflația, precum și prelungirea inflației reduse în zona euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 februarie 2015, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 2,25 la sută pe an. În același timp, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 2,00$ puncte procentuale de la $\pm 2,25$ puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 4,75 la sută la 4,25 la sută pe an, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost menținută la 0,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.



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

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: CE-DG ECFIN

factor explicativ al traiectoriei descendente pe care s-a plasat ritmul anual de creștere a prețurilor administrate. Aceștia i s-au adăugat efectele de bază similare care au marcat evoluția altor categorii de tarife administrate (servicii comunale, energie termică), care au stagnat sau chiar au scăzut în perioada analizată.

Variațiile lunare ale prețurilor produselor din tutun și băuturi alcoolice au fost marginale în ultimele trei luni ale anului 2014, astfel că dinamica anuală a acestora s-a menținut la 6,4 la sută. Creșterea cumulată pe parcursul anului este explicată în esență de majorarea accizelor, aceasta reprezentând aproximativ 80 la sută din creșterea totală a prețului în cazul tutunului și jumătate în cazul băuturilor alcoolice.

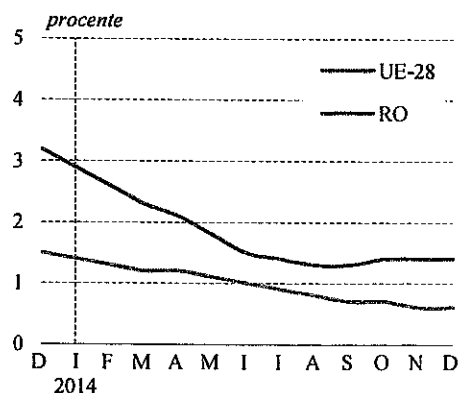
Ritmul anual de creștere a indicelui CORE2 ajustat s-a menținut la nivelul redus de 1,0 la sută începând cu luna septembrie 2014, pe fondul persistenței deficitului de cerere agregată și al îmbunătățirii continue a așteptărilor inflaționiste. În structură, evoluția a fost ușor eterogenă la nivelul diferitelor categorii de bunuri și servicii. Astfel, grupa bunurilor nealimentare a înregistrat o ușoară majorare a dinamicii anuale (+0,2 puncte procentuale, până la 1,8 la sută), posibil pe seama unei dinamizări a comerțului cu astfel de bunuri (în special pe platforma *on-line*). Prețurile alimentelor procesate au rămas aproximativ la nivelul anului anterior (0,2 la sută în termeni anuali la finele trimestrelor III și IV), în contextul costurilor scăzute cu materiile prime agricole și cu transportul. În ceea ce privește serviciile de piață, ritmul anual de creștere a prețurilor acestora s-a diminuat ușor (cu 0,1 puncte procentuale, până la 2 la sută), în principal pe seama aprecierii în termeni anuali a monedei naționale față de euro.

Așteptările consumatorilor și ale companiilor din comerț și servicii au continuat să se amelioreze în intervalul septembrie-decembrie 2014, în timp ce firmele care activează în industrie și construcții și-au menținut perspectiva stabilă privind evoluția prețurilor. În același timp, analiștii bancari anticipează o rată anuală a inflației mai scăzută pentru finele anului 2015 comparativ cu rezultatele sondajelor anterioare, poziționată în continuare în apropierea țintei anuale a băncii centrale. Având în vedere componenta puternic adaptivă a mecanismului de formare a anticipațiilor în România, cel mai probabil scăderea abruptă a cotației țiteiului în perioada recentă a influențat traiectoria descendentă a acestora.

Rata medie anuală a inflației determinate pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum – indicator relevant pentru evaluarea procesului de convergență – s-a situat la finele trimestrului IV la 1,4 la sută, nivel comparabil cu cel consemnat în intervalul de analiză precedent. În pofida evoluției relativ stabile, ecartul față de nivelul mediu al inflației în Uniunea Europeană s-a majorat la 0,8 puncte procentuale (față de 0,6 puncte procentuale la finele trimestrului III), scăderea severă a prețurilor la energie în ultima parte a anului 2014 conducând la înregistrarea unor rate negative ale inflației IAPC într-un număr tot mai mare de state europene.

Rata anuală efectivă a inflației înregistrate la sfârșitul anului 2014 s-a situat cu 0,7 puncte procentuale sub cea prognozată în ediția din luna noiembrie a Raportului asupra inflației. Diferența s-a datorat în principal declinului prețului internațional al țițeiului (-0,4 puncte procentuale), cotațiile coborând semnificativ sub ipoteza luată în calcul la realizarea proiecției anterioare, bazată pe cotațiile *futures*. O contribuție semnificativă la eroarea de prognoză a revenit, de asemenea, scăderii mai accentuate a prețurilor pentru legume și fructe (-0,3 puncte procentuale) comparativ cu cea anticipată, probabil ca efect al majorării ofertei interne cu importuri din statele europene afectate de pierderea accesului la piața rusească.

Rata medie anuală a IAPC*

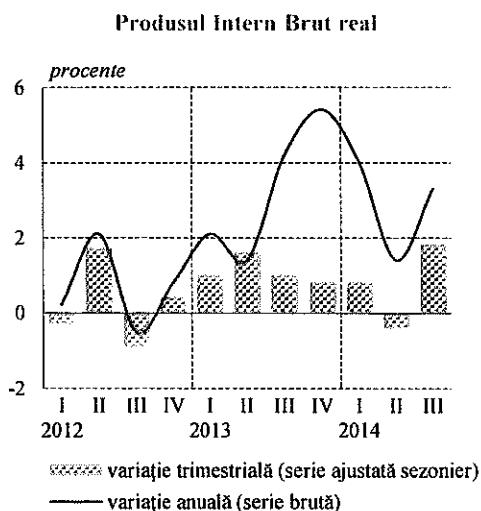


*) variație medie a ultimelor 12 luni față de cele 12 luni anterioare

Sursa: Eurostat

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

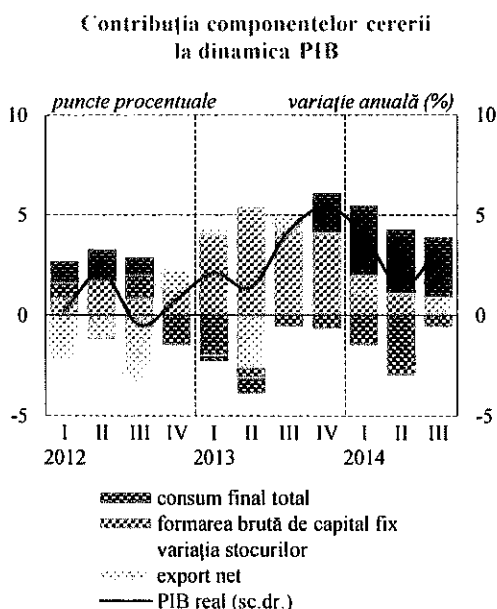


Sursa: INS

În trimestrul III 2014, PIB real a consemnat o intensificare semnificativă a ritmului anual de creștere (de la 1,4 la 3,3 la sută), datele de conturi naționale indicând revigorarea industriei, a serviciilor și a agriculturii (dinamici trimestriale ale valorii adăugate brute cuprinse între 1,5 și 2 la sută), precum și frânarea puternică a declinului activității din construcții (până la -0,5 la sută)¹.

Din perspectiva cererii, ritmul consistent de creștere a PIB real în termeni anuali s-a datorat absorbției interne care, după rezultatul relativ modest din perioada anterioară (creștere de numai 0,4 la sută), a avansat cu 3,3 la sută. În structură, motorul creșterii acestui segment a fost, pentru al patrulea trimestru consecutiv, cererea de consum; elementul de noutate identificat în perioada analizată îl constituie însă încetarea efectului de erodare indus de acumularea de capital, o contribuție revenind declinului vizibil mai lent al formării brute de capital fix. Dinamica PIB real nu a beneficiat în acest trimestru de suportul cererii externe nete, exporturile și importurile de bunuri și servicii înregistrând viteze apropiate de creștere.

1.1. Cererea



Sursa: INS, calcule BNR

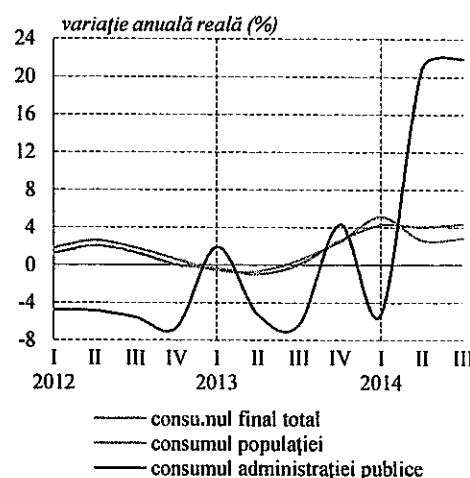
Dinamica reală a consumului final s-a accelerat ușor față de perioada precedentă (până la 4,3 la sută), contribuții revenind deopotrivă segmentului privat (+2,8 la sută) și celui guvernamental (circa 22 la sută). În primul caz, evoluția s-a datorat redresării componentelor corelate cu evoluția sectorului agricol (autoconsumul, achizițiile de pe piața țărănească, industria casnică), îmbunătățirea condițiilor climatice permițând recuperarea întârzierilor în recoltarea grâului, dar și obținerea unor producții de floarea-soarelui și cartofi superioare perioadei similare din anul 2013. În ceea ce privește cumpărările de mărfuri și servicii, dinamica reală a rămas pozitivă (circa 5 la sută), dar s-a atenuat față de perioada precedentă, atât în cazul bunurilor de folosință

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.

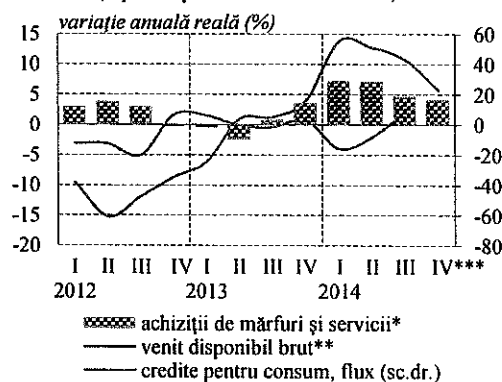
îndelungată (în special autoturisme²), cât și în cel al bunurilor de uz curent, mai ales carburanți (în corelație cu evoluția pieței auto) și produse farmaceutice și cosmetice. În plus, volumul cifrei de afaceri aferente prestărilor de servicii de piață către populație și-a inversat traiectoria comparativ cu trimestrul II (-2,2 la sută), sezonul estival relativ ploios afectând încasările pe segmentele turism, hoteluri și restaurante. Din perspectiva surselor de finanțare, decelerarea de ritm a achizițiilor de bunuri durabile a fost asociată unui avans mai lent al volumului creditelor de consum nou acordate (diminuare cu 8 puncte procentuale a ratei anuale de creștere, dinamica rămânând însă deosebit de alertă – peste 40 la sută).

Bugetul general consolidat a încheiat trimestrul III 2014 cu un sold pozitiv de 3,9 miliarde lei (echivalent cu 0,6 la sută din PIB³), față de un deficit de 1,5 miliarde lei înregistrat în trimestrul III 2013, execuția bugetară abătându-se, astfel, sensibil de la tiparul tradițional (în trimestrul II 2014, execuția s-a finalizat cu un deficit apropiat de cel din perioada similară a anului precedent). Evoluția a fost în principal rezultanta amplificării ritmului de creștere a veniturilor bugetare totale (9,5 la sută⁴, față de 1,2 la sută în trimestrul anterior), pe fondul epuizării unui efect de bază nefavorabil⁵, dar și al revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii veniturilor nefiscale (20,3 la sută, de la -11,4 la sută) și a celei aferente sumelor primite de la UE, respectiv al accelerării creșterii încasărilor din contribuții de asigurări (7,6 la sută, față de 5,7 la sută). În același sens a acționat comprimarea în termeni anuali a cheltuielilor bugetare totale (-1,3 la sută, față de 1,3 la sută în trimestrul anterior), având ca principal determinant scăderea în termeni anuali a cheltuielilor cu bunurile și serviciile (-14,3 la sută, față de 6,1 la sută), inclusiv datorită manifestării unui efect de bază⁶; contribuții similare, dar de amplitudine mai mică, au fost aduse de accentuarea contracției sumelor destinate altor transferuri,

Consumul final efectiv



Sursa: INS

Consumul populației
și principalele surse de finanțare

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

**) pe baza datelor de conturi naționale (conform metodologiei SEC 2010 începând din trim. I 2013)

***) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

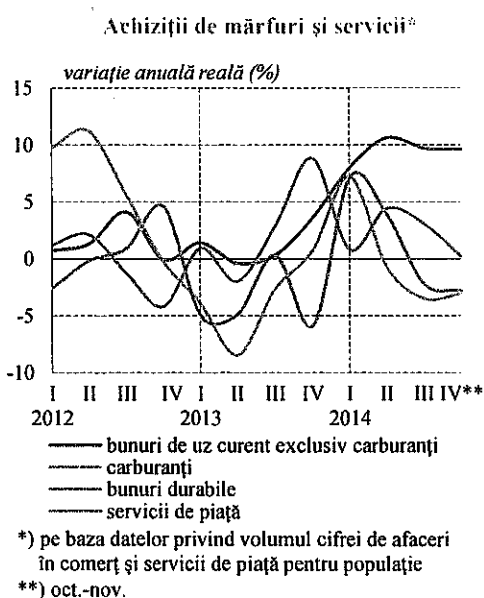
² Afirmatia este sugerată, pe de o parte, de scăderea ponderii achizițiilor efectuate de persoanele fizice în valoarea totală a încasărilor din vânzarea de autovehicule noi, de la un vârf de 41 la sută în luna mai (ca urmare a demarării programului de reînnoire a parcului auto) la 30-31 la sută în august-septembrie (potrivit Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile). Pe de altă parte, nu putem ignora manifestarea unui efect de bază – în anul 2013, impactul indus de lansarea (în luna iunie) a programului de reînnoire a parcului auto s-a resimțit cu intensitate maximă în trimestrul III.

³ Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna septembrie 2014; pentru anul 2014 s-a utilizat nivelul PIB publicat de MFP odată cu execuția bugetară aferentă lunii noiembrie 2014.

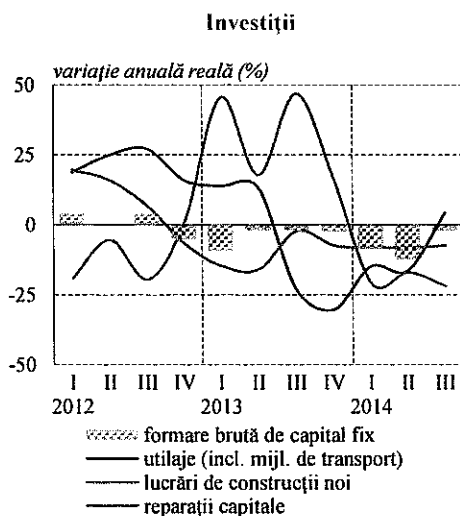
⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

⁵ Asociat încasărilor semnificative din taxele de licență pentru acordarea drepturilor de utilizare a frecvențelor radio consemnate în luna iunie 2013.

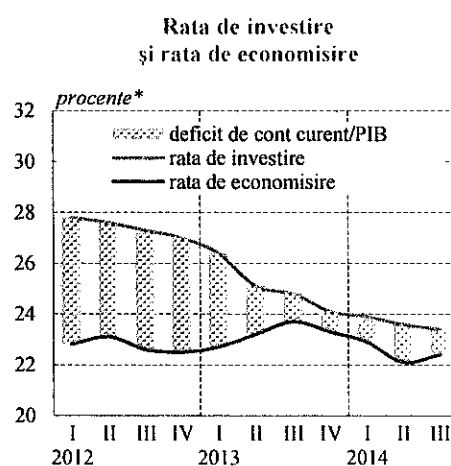
⁶ Evoluția cheltuielilor cu bunuri și servicii din trimestrul III 2013 a încorporat impactul stingerii unor arierate ale administrațiilor locale și sistemului public de sănătate.



Sursa: INS, calcule BNR



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

precum și de persistența declinului (relativ atenuat însă) cheltuielilor aferente proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile (-8,4 la sută, față de -12,8 la sută) și al celor de capital (-5,9 la sută, față de -17,7 la sută).

Traectoria descrescătoare pe care s-a plasat formarea brută de capital fix începând din ultimul trimestru al anului 2012 s-a atenuat vizibil în perioada analizată (până la -2,1 la sută, față de -12,3 la sută în intervalul precedent), pe fondul accentuării tendinței descendente a costurilor de finanțare (în special în cazul creditelor în monedă națională acordate atât companiilor, cât și populației), precum și al intrării în vigoare (la 1 iulie 2014) a legislației referitoare la scutirea de impozit pe profitul reinvestit. În structură, influența decisivă a fost exercitată de întreruperea declinului investițiilor în utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții publice), volumul acestora consemnând chiar o ușoară majorare (cu 4,3 la sută). Influențe favorabile au exercitat și componentele cu pondere relativ scăzută în valoarea totală a acumulărilor de capital – achizițiile în sistem leasing și „alte investiții”⁷ (în primul caz, valoarea în euro a contractelor încheiate a crescut cu aproape 9 la sută, iar în cel de-al doilea, creșterea reală a fost de circa 25 la sută). În ceea ce privește investițiile în construcții, trimestrul III nu a adus nicio modificare de trend, volumul cumulat al lucrărilor executate pe segmentul obiectivelor noi și al reparațiilor capitale marcând din nou o contracție de circa 9 la sută, în condițiile în care declinul investițiilor publice a fost doar în mică parte contrabalansat de intensificarea activității de execuție a proiectelor imobiliare rezidențiale și nerezidențiale.

După 11 trimestre în care cererea externă netă a susținut creșterea PIB real, în intervalul iulie-septembrie 2014 contribuția acestui segment a devenit nulă, pe fondul îngustării la doar 0,1 puncte procentuale a ecarterului pozitiv de ritm dintre volumul exporturilor și cel al importurilor de bunuri și servicii. În structură, trimestrul III a marcat ample inversări în traiectoriile tranzacțiilor cu bunuri, ambele componente înregistrând contracții de volum (cu 5,2 la sută în cazul exporturilor și cu 0,9 la sută în cel al importurilor)⁸. Înăutărirea evoluției în termeni reali a schimburilor externe de bunuri s-a reflectat și în contracții valorice, rezultat care contrastează însă cu cel relevat de datele privind balanța comercială (creștere a importurilor, dar mai ales a exporturilor, cu o accelerare de ritm în cel de-al doilea caz). Divergența tendințelor evidențiate de seriile de conturi naționale și de cele privind balanța

⁷ Cheltuieli destinate, în principal, lucrărilor geologice, investițiilor în agricultură, studiilor de cercetare și proiectare legate de obiectivele de investiții, precum și onorării serviciilor aferente transferului de proprietate.

⁸ Practic, creșterile reale (modeste, sub 2 la sută) la nivelul poziției „bunuri și servicii” s-au datorat redresării încasărilor din servicii, atât pe partea exporturilor, cât și pe cea a importurilor.

comercială ar putea fi explicată prin faptul că nu a fost încă finalizat procesul de revizuire a datelor de conturi naționale nefinanciare, pentru încorporarea modificărilor determinate de implementarea ediției a VI-a a Manualului FMI Balanța de plăți și poziția investițională internațională.

1.2. Oferta

Accelerarea ritmului anual de creștere a PIB real din trimestrul III a fost susținută de toate sectoarele economice – în principal de industrie și servicii, în timp ce redresarea agriculturii și atenuarea declinului VAB din construcții au exercitat influențe relativ scăzute.

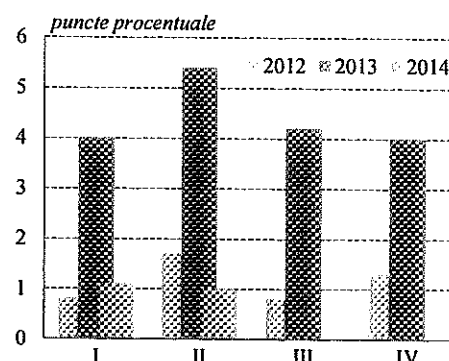
Industria a consemnat cea mai alertă dinamică a VAB, avansul de 4,7 la sută din trimestrul III fiind de aproape trei ori mai puternic decât cel din perioada anterioară.

Aportul cel mai consistent la creșterea economică din trimestrul III a fost consemnat însă de sectorul serviciilor (1,7 puncte procentuale). Jumătate din această contribuție a revenit segmentului IT&C, a cărui nouă accelerare de ritm (pentru al cincilea trimestru consecutiv, până la 20,8 la sută) reflectă consolidarea preferinței consumatorilor pentru pachete extinse, care includ pe lângă voce, sms-uri și date, servicii de retransmisie programe TV sau alte servicii din acest domeniu. O evoluție favorabilă a consemnat și componenta care reunește activitățile de comerț cu amănuntul și cu ridicata, hoteluri și restaurante, servicii de transport, a cărei VAB și-a inversat traiectoria (+4 la sută în intervalul analizat), influența redresării în termeni reali a operațiunilor comerciale cu ridicata exclusiv auto și a activității de transport (în corelație cu rezultatele favorabile din industrie și agricultură) fiind doar parțial erodată de încetinirea ritmului de creștere a volumului cifrei de afaceri aferente achizițiilor cu amănuntul de bunuri și servicii, cumulate cu vânzările angro de autovehicule.

O contribuție pozitivă la creșterea PIB real, însă net inferioară celei aferente industriei și serviciilor, a revenit agriculturii (0,2 puncte procentuale), în condițiile în care ameliorarea regimului de precipitații comparativ cu intervalul mai-iunie a favorizat producția vegetală. În consecință, VAB din agricultură s-a majorat cu 1,9 la sută (față de -8,4 la sută în trimestrul II).

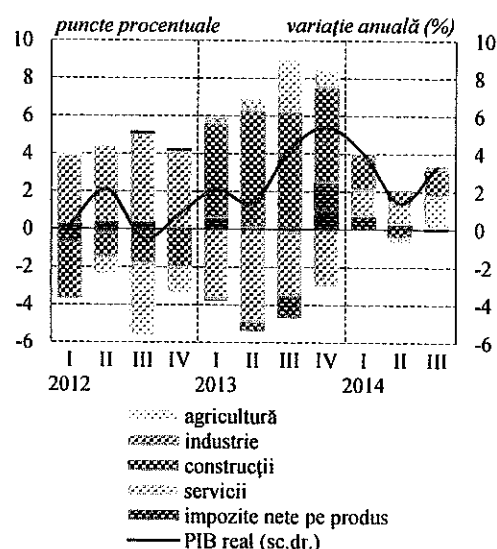
În construcții, VAB și-a încetinit vizibil ritmul anual de scădere (de la -6,7 la -1,6 la sută), evoluție care a condus la atenuarea până la -0,1 puncte procentuale a contribuției sale negative la dinamica PIB real.

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



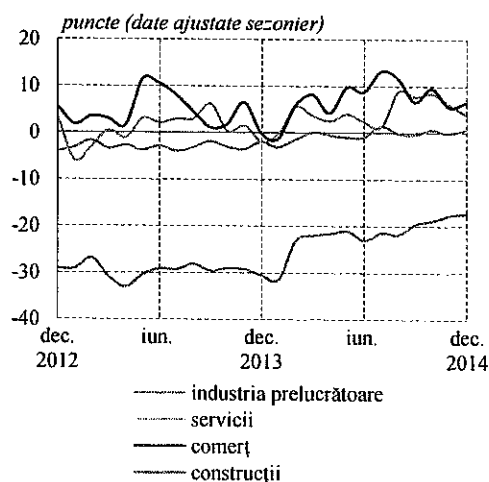
Sursa: INS, calcule BNR

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



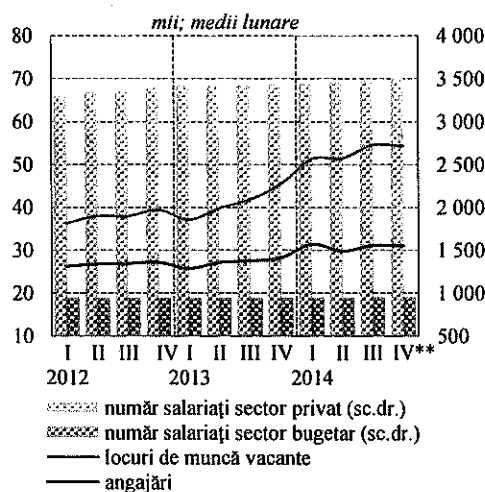
Sursa: INS, calcule BNR

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



Sursa: CE-DG ECFIN

Măsurile cererii de forță de muncă*

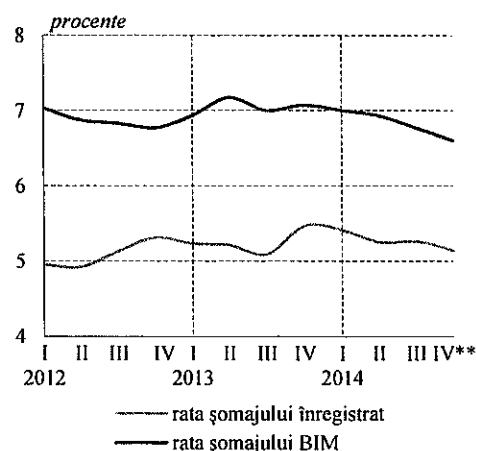


*) date ajustate sezonier

**) oct.-nov.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Rata șomajului*

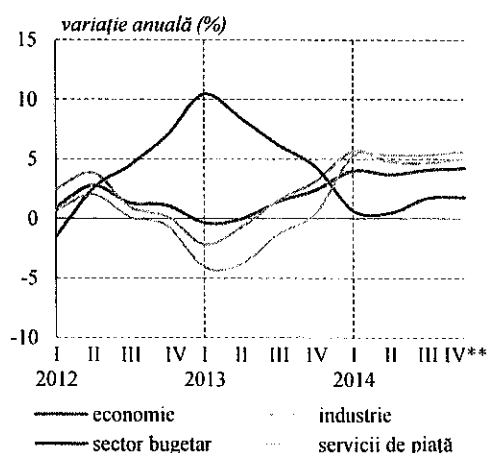


*) date ajustate sezonier

**) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

**) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

2. Piața muncii

În perioada septembrie-noiembrie 2014 a continuat ameliorarea condițiilor pe piața muncii⁹, ritmul pozitiv de absorbție a forței de muncă datorându-se și de această dată sectorului privat. Pentru debutul anului 2015, perspectivele privind ocuparea rămân eterogene. Conform estimărilor BNR, tendința ascendentă a dinamicii anuale a câștigului salarial mediu net va continua și la începutul anului 2015, în principal ca urmare a unei noi etape de majorare a salariului minim brut pe economie. În industrie, frânarea substanțială a productivității muncii a reprezentat factorul determinant pentru menținerea în teritoriu pozitiv a dinamicii anuale a costurilor unitare cu forța de muncă.

Similar intervalului iunie-august 2014, numărul locurilor de muncă vacante s-a plasat în lunile septembrie-noiembrie 2014 pe un trend crescător, fără să antreneze însă o dinamizare substanțială a angajărilor (raportul dintre cei doi indicatori a rămas la circa 1,8:1, comparativ cu 1,4:1 cu doi ani în urmă). Astfel, numărul salariaților raportat de angajatori a continuat să avanseze într-un ritm lent (1,7 la sută în termeni anuali pe ansamblul economiei, în condițiile unor variații minore în sectorul bugetar). Posibile explicații rezidă în orientarea companiilor către forme de colaborare mai flexibile, pe fondul persistenței incertitudinilor privind redresarea sustenabilă a cererii interne și a activității principalilor parteneri comerciali, precum și în conturarea unui deficit de personal calificat în domenii în dezvoltare. Tendința ascendentă a efectivului salariaților a fost și în acest interval rezultatul angajărilor realizate în servicii și industrie, cu precădere în sectorul IT&C¹⁰, activitățile științifice și tehnice, precum și în industria auto, o ușoară creștere fiind observată și în cazul construcțiilor. Perspectivele privind piața muncii¹¹ pentru debutul anului 2015 sunt relativ eterogene: se anticipează în continuare crearea unor locuri de muncă în industrie și comerț, în timp ce companiile din servicii și construcții își mențin atitudinea prudentă, remarcându-se totuși o ușoară îmbunătățire. Pe ansamblu, procesul gradual de revigorare economică este reflectat și de restrângerea ofertei excedentare de forță de muncă, pusă în evidență îndeosebi de rata BIM, care a coborât la 6,5 la sută în luna noiembrie – nivel minim înregistrat în ultimii cinci ani.

Ulterior etapei de majorare a salariului minim brut pe economie din luna iulie 2014, ritmul anual de creștere a câștigului salarial mediu brut a continuat să se plaseze peste pragul de 5 la sută în intervalul septembrie-noiembrie 2014 (5,7 la sută), intensificarea acestuia cu 0,5 puncte procentuale față de lunile iunie-august 2014 fiind probabil determinată și de factori conjuncturali (calendar de

⁹ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

¹⁰ În acest sector noi angajări sunt așteptate în anul 2015, parțial în contextul finanțării unor companii din surse guvernamentale.

¹¹ Conform sondajelor realizate de DG-ECFIN/INS și Manpower.

acordare a primelor diferit față de anul precedent). La această evoluție au contribuit în egală măsură atât sectorul bugetar, cât și principalele activități din sectorul privat. Pentru începutul anului 2015 este așteptată continuarea tendinței ascendente a dinamicii anuale a salariului mediu brut, având în vedere: (i) creșterea cu 75 lei a salariului minim brut (până la 975 lei) începând cu luna ianuarie 2015¹², superioară celei implementate în anul anterior; (ii) majorările anunțate pentru unele categorii din sectorul bugetar și (iii) intențiile majorității companiilor private de a acorda creșteri salariale, în principal ca urmare a câștigurilor de productivitate a muncii și a îmbunătățirii performanțelor financiare ale respectivelor firme¹³.

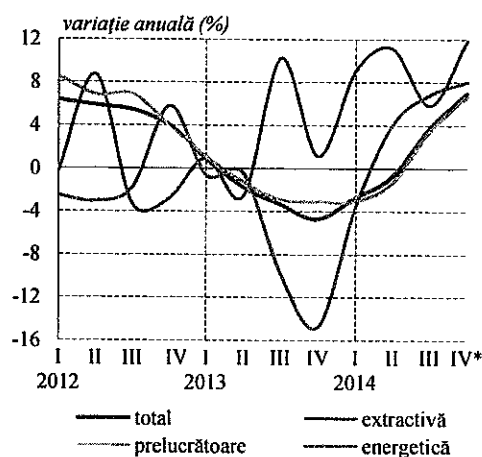
Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie a evoluat în teritoriu pozitiv începând cu luna iulie 2014 (6,9 la sută în octombrie-noiembrie), după cinci trimestre de valori negative. Această deteriorare a fost determinată în principal de încetinirea substanțială a ritmului productivității muncii în industria prelucrătoare și în cea energetică. Din perspectiva ramurilor prelucrătoare, majorări de amploare ale ratelor anuale de creștere a costurilor unitare au fost consemnate în fabricarea de mașini și utilaje, industria auto, precum și în industria alimentară, textile și mobilă. În schimb, dinamici anuale negative au continuat să fie înregistrate în industria de prelucrare a țiteiului, metalurgie și fabricarea de produse electronice.

Din perspectiva cererii de consum, în primele două luni ale trimestrului IV, veniturile populației¹⁴ au continuat să se majoreze în termeni reali într-un ritm anual moderat, fiind susținute în esență de creșterea câștigurilor salariale – variația transferurilor sociale a fost minoră, iar remiterile din străinătate s-au redus comparativ cu perioada corespunzătoare din anul anterior.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

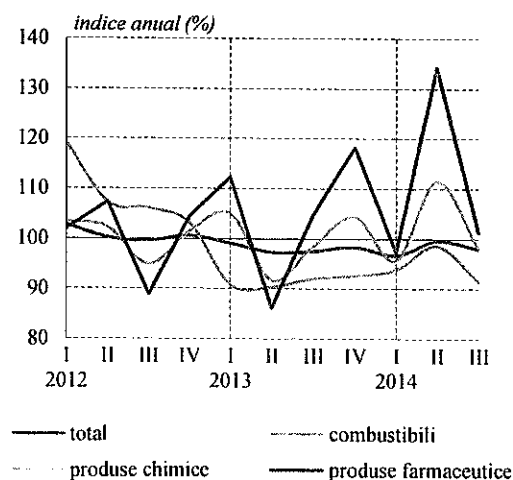
În trimestrul III 2014 atât prețurile bunurilor importate, cât și cele agricole au continuat să scadă în termeni anuali, iar creșterea prețurilor producției industriale pentru piața internă a devenit aproape nulă, în contextul reducerii cotațiilor celor mai multe materii prime, al scăderii costurilor cu energia electrică, dar și al unei evoluții favorabile a monedei naționale în raport cu euro. Pentru perioada următoare, declinul substanțial al cotațiilor petrolului pe piețele internaționale va reprezenta principalul factor de influență, cu transmitere rapidă în prețurile de import și de

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

Surse ale evoluției descendente a valorii unitare a importurilor în T3 2014



Sursa: INS, calcule BNR

¹² În estimările BNR se consideră că de această nouă etapă de majorare a salariului minim brut pe economie vor beneficia circa 20 la sută din numărul total al salariaților.

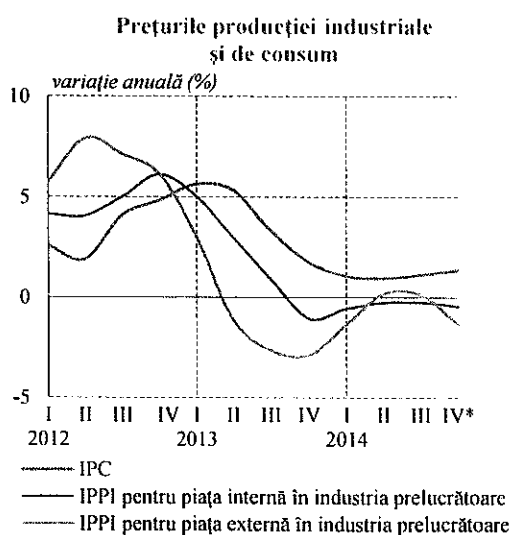
¹³ Conform studiului KPMG „Pulsul economiei 2014”, a se vedea kpmgpulsesurvey.com.

¹⁴ Aproximate prin suma dintre veniturile din salarii nete, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și remiterile lucrătorilor din străinătate.

producție din industria energetică și cu un decalaj de aproximativ un trimestru la nivelul celorlalte categorii de prețuri de producție interne.

Impactul dezinflaționist exercitat de prețurile externe s-a accentuat în trimestrul III 2014, indicele valorii unitare a importurilor coborând cu 1,6 puncte procentuale, până la 98 la sută. Această influență favorabilă asupra inflației importate a fost potențată de ușoara apreciere a leului în raport cu euro, dar contracarată de tendința de depreciere față de dolarul SUA.

În cadrul bunurilor relevante pentru coșul de consum, influențe în sensul scăderii inflației importate au avut cu precădere bunurile nealimentare, și anume: (i) IVU asociat combustibililor s-a redus cu 7,2 puncte procentuale, ca urmare a declinului abrupt al cotațiilor petrolului; (ii) indicele anual al prețurilor grupeii produselor farmaceutice s-a restrâns semnificativ (-32,9 puncte procentuale, până la 101,2 la sută), volatilitatea ridicată a acestei grupe fiind explicată de diferențele semnificative de preț între categoriile principale de produse (generice versus medicamente inovative); (iii) grupa produselor textile a înregistrat o accentuare a valorii subunitare, posibil pe fondul scăderii prețului bumbacului pe piețele internaționale. În ceea ce privește segmentul alimentar, indicii anuali au continuat să înregistreze în general valori subunitare, în directă asociere cu anul agricol peste medie în majoritatea zonelor Europei și în SUA și cu oferta suplimentară generată de restricțiile de import impuse de către Rusia țărilor UE. Excepție face grupa produselor vegetale, creșterea indicelui valorii unitare de import pe acest segment fiind o consecință a condițiilor meteo nefavorabile înregistrate în țările din America Centrală și de Sud, care au determinat prețuri în urcare pentru citrice și cafea.



*) oct.-nov.

Sursa: INS

Bunurile intermediare au contribuit la scăderea inflației importate în trimestrul III, în condițiile în care reducerea semnificativă a prețului țițeiului a favorizat scăderea indicelui valorii unitare de import a produselor chimice (-13,3 puncte procentuale, până la 98,1 la sută), iar prețurile metalelor comune au continuat să se înscrie pe o traiectorie descendentă, date fiind perspectivele negative de creștere economică la nivel global. În ceea ce privește bunurile de capital, indicii valorii unitare a importurilor s-au menținut în teritoriu pozitiv și chiar în ușoară creștere. În cazul mijloacelor de transport, o posibilă explicație rezidă în creșterea preferinței pentru mașini noi în detrimentul celor *second-hand*.

Scăderea cotațiilor celor mai multe materii prime și în mod special a țițeiului, dar și reducerea costurilor cu energia electrică au determinat încetinirea dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă, până la un nivel de 0,5 la sută. În structură, decelerări semnificative au intervenit în industria energetică (-1,9 puncte procentuale, până la 1 la sută) și în ramurile producătoare de bunuri de consum (în medie -0,7 puncte procentuale, până la 0,9 la sută).

Diminuarea ratei anuale a inflației aferente grupei bunurilor energetice a fost antrenată de segmentul prelucrării hidrocarburilor, unde prețurile de producție au scăzut cu 5,1 la sută în termeni anuali, consecință directă a evoluției prețului țițeiului. În același sens au evoluat și prețurile de producție și furnizare a energiei electrice și termice, ca urmare a reducerii în luna iulie cu circa 4 la sută a tarifelor la energia electrică pentru consumatorii noncasnici care nu au uzat de dreptul de eligibilitate.

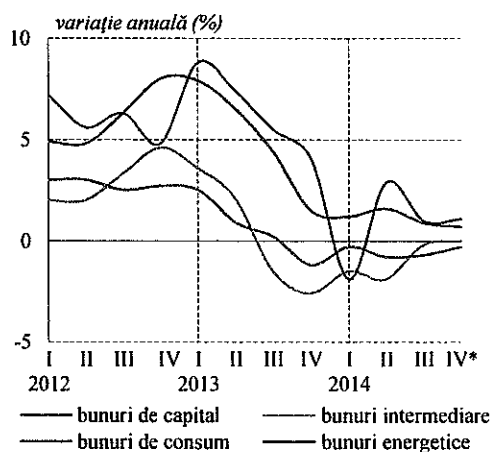
În cazul prețurilor de producție ale bunurilor de consum, traiectoria descendentă a fost imprimată de segmentul de uz curent, în particular confecții, produse farmaceutice și băuturi. În același timp, prețurile de producție din industria alimentară au continuat să scadă, însă dinamica anuală s-a temperat ușor, pe seama disipării efectului de bază asociat recoltei deficitare din anul 2012, care a determinat o traiectorie ascendentă a prețurilor materiilor prime agricole în perioada S2 2012 – S1 2013.

Prețurile de producție ale bunurilor intermediare și-au redus sensibil ritmul de scădere în termeni anuali – de la -1,9 la sută în trimestrul II 2014 la -0,2 la sută în perioada analizată; aportul dominant a revenit industriei metalurgice (+4,2 puncte procentuale), închiderea unor capacități importante de producție la nivel global în prima jumătate a anului 2014 conducând la creșterea cotației aluminiului pe piața externă. Tendințe similare, dar mai puțin pronunțate, s-au remarcat la nivelul industriei chimice și a materialelor de construcții, pe fondul menținerii traiectoriei ascendente a cererii interne, conturate de la începutul anului 2014. În ceea ce privește dinamica anuală a prețurilor bunurilor de capital, aceasta a rămas relativ neschimbată (circa 1,1 la sută în trimestrele II și III), în contextul unor influențe mixte: ușoara apreciere a monedei naționale și, respectiv, ascensiunea prețurilor de producție în industria metalurgică.

În condițiile concretizării unei noi recolte abundente, sectorul vegetal a continuat să susțină și în trimestrul III reducerea prețurilor agricole (-9,1 la sută). În corelație cu evoluția favorabilă a prețului produselor furajare, prețurile produselor de origine animală și-au încetinit ritmul anual de creștere până la 1,7 la sută.

Pentru perioada următoare, scăderea considerabilă a cotațiilor țițeiului reprezintă cel mai important factor de influență în evoluția prețurilor de producție interne și a prețurilor de import. De asemenea, pentru majoritatea materiilor prime (cereale, bumbac, metale) prețurile au continuat să urmeze traiectorii descendente, pe fondul persistenței perspectivelor negative de creștere economică la nivel global. Aceste influențe vor fi, probabil, parțial contracarate de slăbirea monedei naționale, mai ales față de dolarul SUA, precum și de creșterea costurilor cu utilitățile¹⁵.

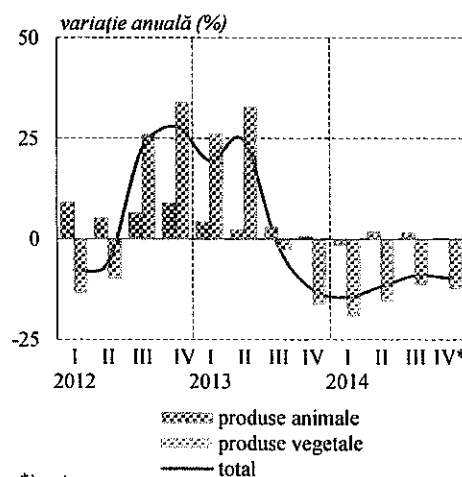
Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



*) oct.-nov.

Sursa: INS

Prețurile producției agricole



*) oct.-nov.

Sursa: INS

¹⁵ Prețul mediu de tranzacționare al energiei electrice pe piața OPCOM a fost în trimestrul IV 2014 cu 35,4 la sută mai ridicat față de media trimestrului anterior.

Prețul petrolului: impact asupra inflației și activității economice

1. Prețul petrolului și determinanții săi

După ce a fluctuat în ultimii patru ani în jurul unei valori medii de 110 dolari SUA/baril, prețul petrolului Brent a scăzut semnificativ începând cu a doua jumătate a anului 2014, iar la finele lunii ianuarie 2015 un baril de petrol era cotelat pe piața internațională ușor sub 50 dolari SUA.

Ce a determinat scăderea prețului în 2014?

Episodul recent de ajustare a prețului petrolului se datorează, în principal, unui șoc de ofertă. În anul 2014, producția de petrol cumulată a statelor OPEC și a SUA a crescut în medie cu 1,2 milioane barili/zi, exclusiv datorită majorării peste așteptări a producției SUA (+16,4 la sută față de 2013), ca urmare a operațiunilor cu fracturare hidraulică. Creșterea ofertei de țiței a survenit în contextul unei dinamici modeste a consumului global de combustibili lichizi, determinată de performanța sub așteptări a activității economice la nivel global – pe fondul intensificării tensiunilor geopolitice și al încetării avansului economiei europene, estimarea FMI privind creșterea economiei mondiale pentru anul 2014 a fost revizuită descendent cu 0,4 puncte procentuale, până la 3,3 la sută.

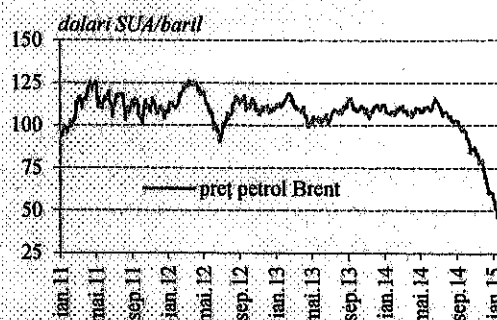
În ultimii 45 de ani au existat numai cinci astfel de episoade de scădere amplă a cotațiilor țițeiului, generate de tensiuni geopolitice, crize economice și financiare sau de decizia OPEC de a majora cotele de producție. Un episod similar cu ajustarea recentă este cel din 1986 când prețul petrolului a scăzut cu peste 60 la sută într-un semestru ca urmare a deciziei OPEC de a-și majora cota de piață în detrimentul statelor din afara organizației.

Gradul sporit de incertitudine privind atât evoluția cererii, cât mai ales a ofertei de petrol la nivel internațional a accentuat volatilitatea prețului petrolului, valorile acestea înregistrate pe parcursul lunii ianuarie 2015 fiind cele mai ridicate de la declanșarea crizei financiare. Într-un asemenea context, predictibilitatea evoluției viitoare a cotațiilor este foarte scăzută.

2. Impactul asupra ratei inflației

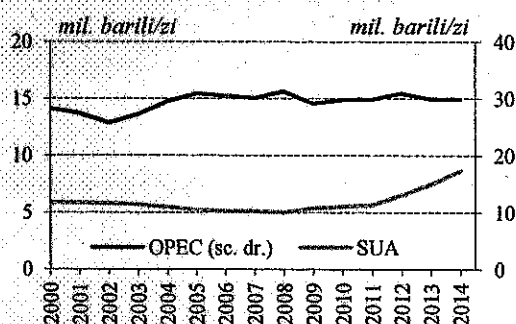
Fluctuațiile prețului internațional al petrolului se transmit în rata inflației din România prin multiple canale, impactul final putând fi separat în efecte directe și indirecte de runda I și efecte de runda a II-a.

Evoluția prețului petrolului Brent



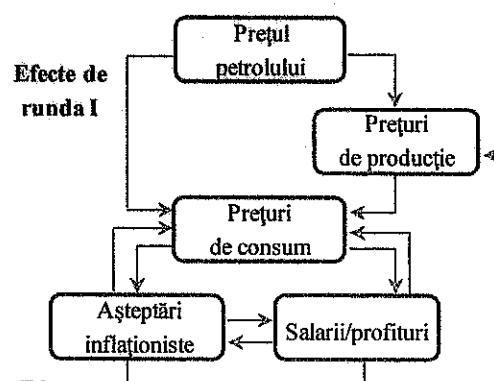
Sursa: Bloomberg

Producția de petrol brut



Sursa: EIA

Canale de transmisie a prețului petrolului în prețurile de consum



Sursa: BCE

Efectele de runda I se caracterizează printr-o creștere sau o scădere temporară a nivelului general al prețurilor, prin urmare nu exercită o acțiune inflaționistă sau deflaționistă persistentă. Trebuie totuși menționat că aceste efecte, chiar dacă temporare, se reflectă timp de patru trimestre în rata anuală a inflației. Pot fi identificate două tipuri de astfel de efecte de runda I: *directe*, cu impact asupra prețului combustibililor, componentă a IPC, și *indirecte*, care se propagă în prețurile de consum prin intermediul costurilor de producție, inclusiv al celor de transport ale agenților economici.

Spre deosebire de efectele de runda I, cele de runda a II-a pot exercita o influență persistentă asupra ratei inflației. Modificarea temporară a prețurilor de consum ca urmare a efectelor de runda I poate fi încorporată în așteptările inflaționiste, influențând astfel decizia agenților economici de a stabili și modifica prețurile și salariile în viitor. În acest caz, șocul inițial tranzitoriu poate avea efecte pe termen lung.

În ceea ce privește efectele indirecte și cele de runda a II-a, acestea pot fi doar estimate. O cuantificare exactă este aproape imposibil de realizat, având în vedere faptul că modelele econometrice utilizează o reprezentare simplificată a economiei, iar intensitatea propagării unor șocuri se poate modifica în timp. În cazul unui scenariu de modificare a prețului petrolului cu 10 la sută, BCE¹ a estimat pentru zona euro un impact de aproximativ 0,6 puncte procentuale la rata anuală a inflației IAPC (exclusiv bunuri alimentare și energetice) pe o perioadă de 3 ani. Dybczak, Vonka și van der Windt (2008)² au arătat că, în cazul Republicii Cehe, o majorare anuală a prețului petrolului cu 5 la sută pe parcursul a patru ani ar determina o creștere a ratei anuale a inflației cu câte 0,4 puncte procentuale anual.

Cum se transmite o scădere a prețului petrolului în rata inflației din România?

Efecte directe

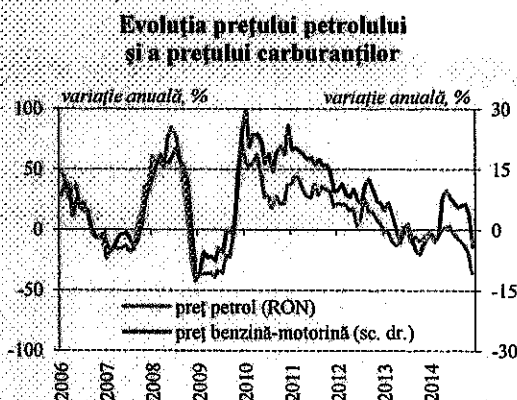
În România, combustibilii aveau în 2014 o pondere de 8,3 la sută în coșul de consum al populației, benzina și motorina deținând împreună aproximativ jumătate din această pondere.

Estimările BNR indică faptul că transmisia unei scăderi a prețului petrolului în prețurile carburanților este relativ rapidă – un șoc negativ de 10 la sută al prețului petrolului Brent determină o contracție cu aproximativ 3,3 la sută a prețului benzinei și al motorinei pe o perioadă de un trimestru de la manifestarea șocului. Transmisia este marginal asimetrică, ceea ce implică faptul că răspunsul prețului carburanților este ușor mai pronunțat la o majorare a prețului țițeiului comparativ cu o scădere a acestuia.

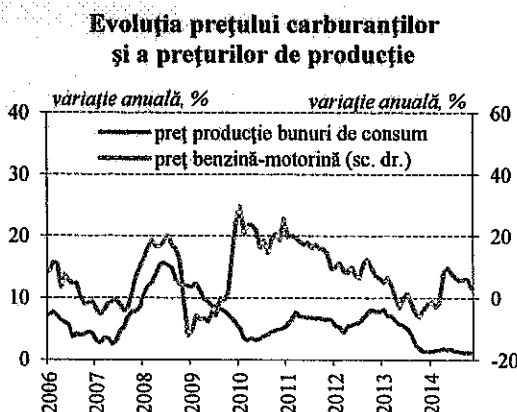
Efecte indirecte

Aproximativ 17 la sută din modificarea prețului carburanților se transmite în prețurile de producție ale industriei bunurilor de consum pe un orizont de un an. Mai departe, modificarea acestor prețuri de producție este transferată în proporție de 70 la sută în inflația de bază pe același orizont de timp.

Evaluarea unui scenariu de scădere a prețului petrolului cu 10 la sută indică un impact de aproximativ -0,2 puncte procentuale (efect direct și indirect) la rata anuală a inflației IPC pe un orizont de un an³.



Sursa: Bloomberg, INS, calcule BNR



Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

¹ "Oil prices-their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy", Buletinul lunar al BCE nr. 8/2010.

² "The effect of oil price shock on the Czech economy", Working Paper Series No. 5/2008, Banca Națională a Cehiei.

³ În evaluarea acestui scenariu au fost utilizate mai multe modele multivariate și univariate care au indicat rezultate similare.

Efecte de runda a II-a

În condițiile în care efectele de runda I dispar din calculul inflației anuale după patru trimestre de la producerea lor, pe termen mediu, evoluția ratei anuale a inflației în urma producerii șocului inițial va fi influențată de magnitudinea și persistența efectelor de runda a II-a. Astfel, o revizuire în sens descendent a așteptărilor inflaționiste ca rezultat al manifestării unui șoc de scădere a prețului petrolului cu 10 la sută este de așteptat a avea un impact relativ redus asupra inflației IPC, potențând efectul de runda I cu aproximativ -0,05 puncte procentuale pe un orizont de un an. Această evaluare este strict dependentă de contextul specific, la momentul producerii șocului, al economiei analizate, în particular de conduita politicii monetare, ce vizează ancorarea continuă, pe termen mediu, a așteptărilor inflaționiste la țintele de inflație stabilite. De exemplu, dacă reducerea prețului petrolului are ca efect diminuarea așteptărilor privind inflația și, implicit, a ratei inflației de bază (CORE), o posibilă relaxare a conduitei politicii monetare ar putea încuraja activitatea economică și, astfel, atenua parțial scăderea inițială a ratei inflației prin efectele de runda I și de runda a II-a descrise anterior.

3. Impactul asupra activității economice

Având în vedere gradul redus de dependență a economiei românești de importul de țiței, impactul unei scăderi a prețului petrolului cu 10 la sută asupra creșterii economice interne pe un orizont de un an este estimat a fi doar marginal pozitiv, eventuale influențe benefice fiind asociate scăderii costurilor de producție ale firmelor (de exemplu, cele la energie), dar și unor perspective mai favorabile în ceea ce privește cererea externă. În cazul unui scenariu de modificare a prețului petrolului cu 10 la sută, BCE¹ a estimat pentru zona euro un impact total asupra PIB de aproximativ 0,24 puncte procentuale după trei ani de la producerea șocului.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În perioada octombrie 2014 – ianuarie 2015, banca centrală a prelungit trendul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară – nivelul acesteia fiind coborât în doi pași succesivi de câte 0,25 puncte procentuale, până la 2,5 la sută – și a continuat să îngusteze coridorul simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară (de la $\pm 2,75$ la $\pm 2,25$ puncte procentuale). În contextul reamplificării excedentului structural de lichiditate, BNR a menținut nivelul în vigoare al ratei RMO aplicate pasivelor în lei ale instituțiilor de credit și a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, reducând, totodată, rata RMO aferentă pasivelor în valută (cu două puncte procentuale, până la 14 la sută¹). Măsurile au vizat continuarea ajustării conduitei politicii monetare din perspectiva asigurării ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu în linie cu ținta staționară, concomitent cu revigorarea sustenabilă a procesului de creditare, precum și îmbunătățirea funcționării transmisiei monetare.

Decizia de operare a unei noi scăderi asupra ratei dobânzii de politică monetară (de la 3,0 la 2,75 la sută), adoptată de Consiliul de administrație al BNR în cadrul ședinței din 4 noiembrie 2014, a fost motivată de cvasicantonarea ratei anuale a inflației sub limita de jos a intervalului țintei staționare în perioada recentă, dar mai ales de menținerea traiectoriei anticipate a acesteia la valori inferioare punctului central al țintei staționare de inflație, implicit semnificativ sub nivelurile proiectate anterior², pe întregul orizont relevant pentru politica monetară. Astfel, pe parcursul primelor două luni ale trimestrului III, rata anuală a inflației s-a situat la 0,95, respectiv 0,84 la sută, un nivel relativ mai înalt (1,54 la sută) fiind atins de aceasta doar în septembrie, pe fondul disipării efectului statistic al reducerii cotei TVA pentru unele produse de panificație³. Totodată, potrivit noii prognoze, rata anuală previzionată a inflației rămânea sub limita inferioară a intervalului țintei sau în imediata ei proximitate până la jumătatea anului 2015 (reintrarea durabilă a acesteia în interval fiind amânată, prin urmare, cu patru trimestre) și sub punctul central al țintei⁴ până

¹ Măsura a intrat în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2014.

² Proiecția pe termen mediu inclusă în Raportul asupra inflației din luna august 2014.

³ Măsura a fost implementată în urmă cu un an.

⁴ Noile valori prognozate ale ratei anuale a inflației se situau la 1,5 la sută în decembrie 2014 și la 2,2 la sută la finele anului 2015, ele fiind cu 0,7, respectiv 0,8 puncte procentuale inferioare celor previzionate anterior.

spre finele orizontului proiecției. Semnificativa modificare a perspectivei inflației în raport cu proiecția anterioară se datora tuturor componentelor indicelui prețurilor de consum, cea mai importantă contribuție continuând însă să fie adusă de prețurile administrate, dar mai ales de inflația CORE2 ajustat. Coborârea pe un palier mai scăzut a traiectoriei ratei anuale prognozate a inflației de bază reflecta efectele directe/indirecte ale diminuării valorilor previzionate ale ratei inflației în zona euro și în alte țări din UE, dar, mai cu seamă, prezumata intensificare a acțiunii dezinflaționiste a factorilor fundamentali ai inflației CORE2 ajustat, în condițiile accentuării corecției descendente a așteptărilor inflaționiste și ale majorării valorilor prognozate ale deficitului de cerere agregată, anticipate a reveni, însă, pe un trend descendent la începutul anului 2015; premisele și ipotezele majore ale acestui tipar al *gap*-ului negativ al PIB le constituiau, pe de o parte, evoluția sub așteptări a creșterii economice din prima parte a anului 2014, și, pe de altă parte, revenirea treptată la o atitudine ușor contraciclică a politicii fiscale și menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, asociată cu o relativă ameliorare a mecanismului transmisiei monetare.

Rata dobânzii de politică monetară a fost redusă cu încă 0,25 puncte procentuale în ședința Consiliului de administrație al BNR din luna ianuarie 2015, până la nivelul de 2,5 la sută. Prelungirea ciclului de scădere a ratei dobânzii-cheie a avut ca argument major re poziționarea în luna octombrie 2014 a ratei anuale a inflației pe o traiectorie descendentă și perspectiva accentuării acesteia pe termen scurt⁵ – implicând coborârea ei semnificativă sub nivelul prognozat –, ca efect al declinului neașteptat de abrupt al prețului petrolului pe piața internațională, suprapus influenței exercitate de inflația scăzută din zona euro, de continuarea ajustării descendente a așteptărilor inflaționiste și de persistența deficitului de cerere agregată. Dimensiunea din a doua jumătate a anului 2014 a *gap*-ului negativ al PIB se prefigura a fi fost însă inferioară celei prognozate, date fiind semnificativa accelerare a creșterii economice în trimestrul III (de la 1,4 la 3,2 la sută, în termeni anuali), precum și relativa consolidare în primele luni ale trimestrului IV a ritmurilor de creștere a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și ai celei de investiții. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a menținut, totuși, în teritoriul negativ în acest interval⁶, iar masa monetară în sens restrâns a consemnat o diminuare a ratei anuale de creștere.

Contrația creditului acordat sectorului privat a tins să se atenueze însă pe parcursul lunilor octombrie și noiembrie 2014 (-4,3 la sută,

⁵ Rata anuală a inflației a coborât în lunile octombrie și noiembrie la 1,44, respectiv 1,26 la sută.

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

față de -5,0 la sută în trimestrul III 2014), în principal pe seama reintensificării creșterii anuale a creditului în lei (ritmul acesteia urcând în octombrie și noiembrie la 6,6, respectiv 7,7 la sută, față de 5,9 la sută în septembrie), dar și datorită reducerii ritmului de scădere a creditului în valută (calculat pe baza valorilor exprimate în euro)⁷. Perioada a fost caracterizată de o relativă ameliorare – modestă și inegală însă – a cererii de împrumuturi, precum și de o foarte probabilă relaxare a standardelor de creditare⁸, condiții în care atât creditul acordat populației, cât și cel destinat societăților nefinanciare și-au temperat declinul în termeni anuali. Determinanții acestor evoluții i-au constituit, în cazul populației, majorarea ratei de creștere a creditelor în monedă națională (13,2 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2014, față de 11,0 la sută în trimestrul III), pe fondul dinamizării componentei destinate consumului⁹ și al prelungirii ritmurilor ridicate de creștere a împrumuturilor pentru locuințe; la nivelul societăților nefinanciare, aportul principal a revenit componentei în valută, dinamica împrumuturilor în lei acordate acestor entități reducându-se (2,8 la sută, față de 4,5 la sută în trimestrul III).

Dinamica anuală a masei monetare în sens larg (M3) a consemnat însă o scădere în primele două luni ale trimestrului IV (la 4,0 la sută, față de 4,6 la sută în trimestrul III); evoluția ei lunară nu a fost uniformă, mișcările de sens opus ale acesteia – declin în octombrie, succedat de o majorare în noiembrie – reflectând cu precădere caracteristicile *pattern*-ului execuției bugetului consolidat (alternanța excedent/deficit bugetar), precum și efectele diminuării, respectiv ale reamplificării plăților efectuate în contul fondurilor europene. Sub influența acestora, masa monetară în sens restrâns a consemnat la rândul ei o scădere a ratei de creștere (9,4 la sută, față de 10,0 la sută în trimestrul III), localizată exclusiv la nivelul depozitelor ON ale populației și companiilor. Și dinamica depozitelor la termen de până la doi ani s-a redus (0,3 la sută, cu 0,5 puncte procentuale sub valoarea aferentă trimestrului III), pe seama prelungirii declinului variației anuale a plasamentelor în lei și în valută ale companiilor, dar și al celei aferente depozitelor în lei ale populației (-2,9 la sută în octombrie-noiembrie, față de -2,1 la sută în precedentele trei luni), în condițiile continuării reorientării acestui segment către alte active financiare (titluri de stat și depozite pe termen de peste doi ani).

Complementar scăderii ratei dobânzii de politică monetară, BNR a continuat să îngusteze coridorul simetric format de ratele

⁷ Ambele evoluții au reflectat inclusiv relativa diminuare în acest interval a volumului operațiunilor de eliminare a creditelor neperformante din bilanțurile băncilor.

⁸ Potrivit rezultatelor ediției din luna noiembrie 2014 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației.

⁹ Dinamica anuală a acesteia redevenind, astfel, pozitivă, pentru prima oară în ultimii șase ani.

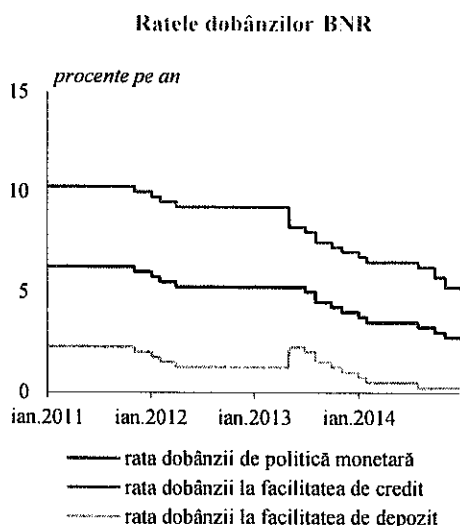
dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară (de la $\pm 2,75$ la $\pm 2,25$ puncte procentuale), măsura vizând reducerea volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și consolidarea transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară; astfel, rata dobânzii la facilitatea de creditare a fost redusă succesiv de la 5,75 la 5,25, respectiv 4,75 la sută, iar rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost menținută la nivelul de 0,25 la sută. Totodată, pe parcursul trimestrului IV BNR a prezervat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, acțiunile băncii centrale continuând să fie adaptate particularităților condițiilor lichidității; ca urmare, în prima lună a trimestrului, în contextul reamplificării valorii negative a poziției nete a lichidității (asociată majorării soldului contului în lei al Trezoreriei) autoritatea monetară a continuat să deruleze operațiuni *repo* 1W, organizate prin licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală¹⁰, pentru ca în lunile următoare BNR să dreneze prin intermediul facilității de depozit lichiditatea excedentară generată și majorată de operațiunile Trezoreriei, precum și de reducerea cererii de rezerve a băncilor ca efect al diminuării ratei RMO aferente pasivelor în lei ale acestora¹¹. Pe parcursul perioadei analizate, Consiliul de administrație al BNR a menținut nivelul în vigoare al ratei RMO aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit, dar a redus, în ședința din noiembrie 2014, rata RMO aplicată pasivelor în valută (de la 16 la 14 la sută); măsura – vizând continuarea armonizării mecanismului RMO cu standardele în materie ale BCE – a intrat în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2014.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Ratele medii ale dobânzilor de pe principalele segmente ale pieței financiare au coborât la minime istorice în trimestrul IV, iar cursul de schimb leu/euro a manifestat o tendință de creștere spre finalul intervalului, în condițiile amplificării aversiunii globale față de risc. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a menținut în teritoriul negativ în intervalul septembrie-noiembrie 2014, în timp ce variația anuală a masei monetare a înregistrat o nouă scădere.

2.1. Ratele dobânzilor

Rata medie a dobânzii pieței monetare interbancare și-a reluat scăderea în cursul trimestrului IV – sub impactul modificării sensibile a condițiilor lichidității – și a atins, în ultimele două luni



¹⁰ În octombrie au fost efectuate două astfel de operațiuni, prin care au fost injectate 4,5 miliarde lei, respectiv un miliard lei.

¹¹ Măsura de reducere de la 12 la 10 la sută a ratei RMO aferente pasivelor în lei a fost adoptată în ședința Consiliului de administrație al BNR din luna septembrie 2014 și a intrat în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 octombrie – 23 noiembrie 2014.

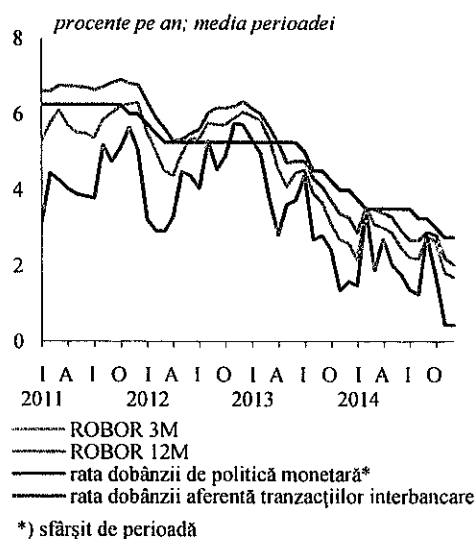
ale perioadei analizate, valori apropiate de limita inferioară a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente ale BNR (0,44, respectiv 0,43 la sută), implicit noi minime istorice¹²; media trimestrială a randamentelor depozitelor de pe piața monetară interbancară s-a redus cu 0,79 puncte procentuale față de cea consemnată în precedentele trei luni, până la 1,07 la sută. Pe acest fond, dar și ca urmare a îngustării coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară, volatilitatea ratelor dobânzilor ON a consemnat o relativă atenuare.

Randamentele pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare s-au menținut în proximitatea ratei dobânzii-cheie a BNR în debutul trimestrului, în condițiile unei ușoare amplificări a valorii negative a poziției nete a lichidității sistemului bancar, context în care banca centrală a continuat să furnizeze lichiditate instituțiilor de credit prin intermediul operațiunilor *repo* 1W; odată cu reluarea injectiilor Trezoreriei, ele s-au înscris însă pe un trend descendent, apropiindu-se, spre finele lunii octombrie, de rata dobânzii la facilitatea de depozit. Randamentele ON s-au consolidat apoi pe acest palier, în condițiile în care majorarea injectiilor de lichiditate asociate operațiunilor în contul în valută al MFP și, ulterior, reducerea cererii de rezerve a băncilor¹³ au avut ca efect reinstalarea unui amplu excedent de lichiditate în sistemul bancar.

Modificarea condițiilor lichidității, precum și reconfigurarea așteptărilor instituțiilor de credit privind perspectiva acestora au influențat și cotațiile pe termen mai lung ROBOR 3M-12M, care au reînceput să scadă în doua jumătate a lunii octombrie, tendința fiind mai pronunțată în cazul ratelor 3M; declinul a continuat și în lunile următoare, într-un ritm mai lent însă, sub influența deciziei BNR de reducere a ratei dobânzii de politică monetară și a revizuirii anticipațiilor instituțiilor de credit privind traiectoria viitoare a acesteia. Valorile medii ale cotațiilor pe scadențe mai lungi au atins minime istorice în decembrie, nivelul acestora coborând, în cazul cotațiilor ROBOR 3M, cu 1,07 puncte procentuale față de septembrie (la 1,69 la sută); în cazul termenelor de 6 și respectiv 12 luni, ajustarea a fost de circa 0,9 puncte procentuale, ele scăzând la 2,00 la sută, respectiv la 2,02 la sută.

Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat în principal influențele exercitate de: (i) relaxarea condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară; (ii) ajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste; (iii) volumul ridicat al titlurilor de stat

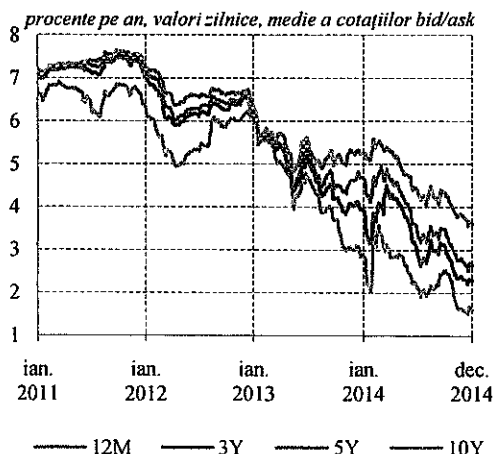
Rata dobânzii de politică monetară
și ratele ROBOR



¹² Seria de date începe din 1993.

¹³ Ca efect al intrării în vigoare în data de 24 octombrie a reducerii ratei RMO aferente pasivelor în lei ale băncilor (de la 12 la 10 la sută).

Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat

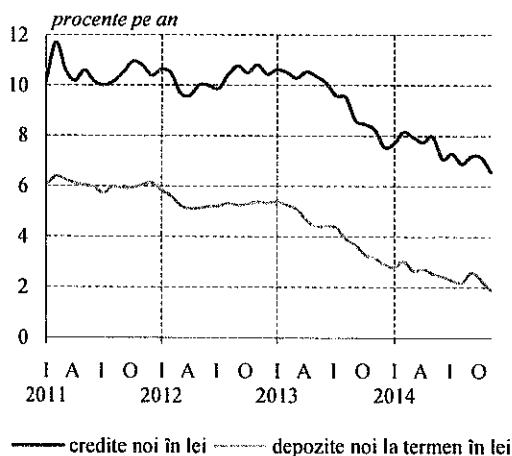


scadente (în luna octombrie¹⁴), dar și de (iv) reamplificarea temporară a volatilității pe piețele financiare externe în luna decembrie, implicând repoziționarea unor investitori financiari internaționali în raport cu economiile emergente.

Pe acest fond, interesul pentru titlurile de stat a fost relativ ridicat pe parcursul trimestrului, dar în special în luna octombrie, când raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor de titluri a înregistrat cel mai mare nivel din 2014; în aceste condiții, volumul trimestrial al emisiunilor a fost marginal superior celui indicativ¹⁵, iar scadența medie a titlurilor emise a depășit-o ușor pe cea din trimestrul III. Randamentele maxime acceptate în cadrul licitațiilor de titluri de stat și-au reluat coborârea, atingând, spre finele lunii decembrie, valori minime istorice: 1,48 la sută în cazul titlurilor pe 6 luni (-1,12 puncte procentuale față de septembrie), 1,65 la sută în cazul celor pe un an (-0,64 puncte procentuale față de septembrie) și respectiv 2,83 și 3,72 la sută pentru obligațiunile cu maturitate reziduală de aproximativ 5 și 10 ani (-0,73 și -0,67 puncte procentuale față de septembrie).

Pe piața secundară a titlurilor de stat, cotațiile de referință¹⁶ au avut, la rândul lor, o evoluție preponderent descendentă, întreruptă de un scurt episod de creștere ușoară la mijlocul lunii decembrie, atribuit reamplificării temporare a aversiunii globale față de risc. Scăderea a fost mai amplă în cazul titlurilor pe termen scurt (-1 punct procentual la titlurile pe 6 luni, față de -0,7 puncte procentuale la cele pe 10 ani), astfel încât înclinația pantei curbei randamentelor s-a accentuat în raport cu finele trimestrului precedent.

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi ale clienților nebancari au continuat să scadă, la rândul lor, pe ansamblul perioadei septembrie-noiembrie 2014 (-0,32 puncte procentuale, până la 1,88 la sută, respectiv -0,33 puncte procentuale, până la 6,55 la sută), valorile aferente principalelor categorii de clienți atingând, la finele intervalului analizat, noi minime ale perioadei post-1990. Scăderi relativ mai ample s-au înregistrat pe segmentul societăților nefinanciare, unde rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,34 puncte procentuale (până la 1,35 la sută), iar costul mediu cu dobânda al creditelor noi a scăzut cu 0,42 puncte procentuale (până la 5,58 la sută în noiembrie).

¹⁴ 7,1 miliarde lei, vârful anului 2014.

¹⁵ Totodată, în luna octombrie, MFP a lansat pe piața externă titluri denumite în euro în valoare de 1,5 miliarde euro, cu un randament mediu de 2,97 la sută și o maturitate de 10 ani.

¹⁶ Exprimate ca medie a cotațiilor bid și ask.

Pe segmentul populației, randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,04 puncte procentuale (până la 2,93 la sută), iar rata medie a dobânzii la creditele noi s-a diminuat cu 0,14 puncte procentuale (până la 7,81 la sută în noiembrie); evoluția celei din urmă a reflectat în principal influența majorării ponderii fluxului de credite pentru locuințe în totalul creditelor noi ale populației, în detrimentul celor destinate consumului, dezvoltării afacerilor și altor scopuri (ale căror rate de dobândă sunt superioare mediei).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a plasat pe o traiectorie lin ascendentă acestuia s-a accentuat în ultima lună a anului, pe fondul amplificării aversiunii globale față de risc.

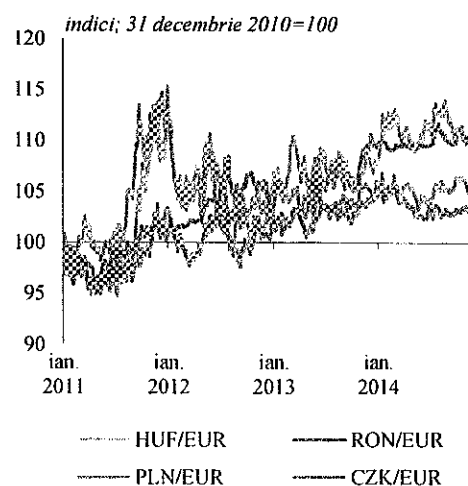
Raportul leu/euro s-a menținut, în prima parte a lunii octombrie, într-o bandă relativ îngustă de variație, pentru ca ulterior acesta să consemneze câteva creșteri episodice, întrerupte de perioade de relativă stabilizare/scădere marginală¹⁷. Fluctuațiile cursului de schimb au reflectat cu precădere influențele mixte generate de mediul extern, caracterizat în acest interval prin: (i) reînflamarea sporadică a temerilor investitorilor financiari privind încetinirea creșterii economiei zonei euro și accentuarea riscurilor descendente la adresa acesteia, context care a condus la amplificarea tranzitorie a aversiunii globale față de risc și a volatilității de pe piețele financiare internaționale¹⁸; (ii) succedarea unor episoade de ameliorare a sentimentului piețelor financiare internaționale, asociate finalizării cu rezultate relativ favorabile a exercițiului de testare la stres a sistemului bancar european, consolidării așteptărilor privind adoptarea de noi măsuri de relaxare a politicii monetare din zona euro, precum și consemnării unor evoluții economice neașteptat de bune în SUA; (iii) continuarea, în aceste condiții, a trendului de întărire rapidă a dolarului SUA în raport cu euro. Aceștia li s-au alăturat influențele decurgând din prezervarea percepției favorabile a investitorilor asupra economiei românești¹⁹, pe fondul confirmării/depășirii așteptărilor analiștilor legate de evoluțiile economice interne, relevate de datele statistice publicate în acest interval²⁰.

Principalele poziții din contul financiar
(metodologie BPM6)

	11 luni 2013			11 luni 2014		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	2 961	-33	2 994	553	-3 413	3 965
Investiții directe	545	2 423	-1 878	339	2 471	-2 131
Investiții de portofoliu	320	5 426	-5 106	79	2 884	-2 805
Derivate financiare	-393	-351	-41	-514	-444	-70
Alte investiții	631	-7 531	8 162	2 450	-8 324	10 773
- numerar și depozite	364	-2 906	3 270	2 056	-2 786	4 842
- împrumuturi	-159	-4 302	4 143	190	-5 509	5 700
- altele	425	-324	750	203	-28	231
Active de rezervă ale BNR (net)	1 858	0	1 858	-1 802	0	-1 802

*) „+” creștere/„-” scădere

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



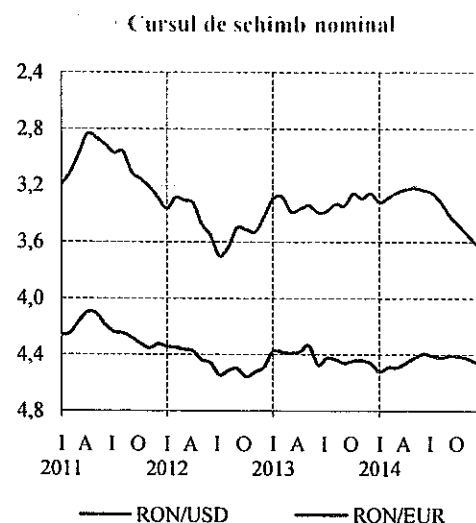
Sursa: BCE, BNR

¹⁷ Pe ansamblul lunilor octombrie și noiembrie leul s-a depreciat față de euro cu 0,4 la sută; în același interval, zlotul și coroana cehă s-au depreciat cu 0,5, respectiv 0,3 la sută, în timp ce forintul s-a întărit cu 2 la sută.

¹⁸ În luna octombrie, indicele VIX a atins cea mai mare valoare din 2012 până în prezent.

¹⁹ Într-un asemenea context, în data de 21 octombrie România a efectuat o nouă emisiune de obligațiuni pe piețele externe.

²⁰ Dinamica anuală a PIB din trimestrul III (estimare *semnal*) și cea a producției industriale din luna septembrie s-au situat peste așteptările analiștilor, iar contul curent a consemnat în octombrie, pentru a doua lună consecutiv, un excedent lunar.



Creșterea cursului de schimb leu/euro s-a accentuat în luna decembrie – variația lunară a acestuia urcând la 0,7 la sută –, în condițiile în care piețele financiare internaționale, implicit cele din regiune, au resimțit efectele reamplificării aversiunii globale față de risc, având printre explicații: (i) incertitudinile crescute privind impactul exercitat asupra economiei globale de scăderea abruptă a prețului petrolului; (ii) infirmarea așteptărilor privind adoptarea în ședința BCE din decembrie a unei decizii vizând noi instrumente neconvenționale; (iii) amplificarea sensibilă a riscurilor la adresa economiei Rusiei și intensificarea pe acest fond a deprecierei rublei; (iv) sporirea temerilor legate de situația din Grecia. O influență temporară a avut și creșterea incertitudinii legate de decizia Fed (în ședința din 17 decembrie) privind perspectiva ajustării conduitei politicii monetare, dată fiind relativa îmbunătățire a evoluției economiei americane.

Pe piața valutară interbancară, fluctuațiile apetitului global pentru risc au avut ca rezultante înjumătățirea în octombrie, în raport cu luna anterioară, a soldului negativ al tranzacțiilor derulate de nerezidenți, precum și majorarea ulterioară a acestuia, mai ales în decembrie; cererea excedentară de devize a rezidenților a consemnat, la rândul ei, o creștere în noiembrie, atribuibilă, în mare măsură, evoluției sezoniere a importurilor.

Pe ansamblul trimestrului IV, leul s-a depreciat în raport cu euro²¹ cu 1,1 la sută în termeni nominali și cu 1,2 la sută în termeni reali; față de dolarul american, leul s-a depreciat cu 5,3 la sută în termeni nominali și cu 5,4 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea acestuia a crescut semnificativ în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a redus ușor aprecierea nominală față de euro și a consemnat prima depreciere nominală față de dolarul SUA din ultimele șapte trimestre.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica²² masei monetare (M3) a continuat să scadă în intervalul septembrie-noiembrie 2014 (3,8 la sută, față de 5,0 la sută în perioada iunie-august 2014), pe fondul menținerii *pattern*-ului atipic al execuției bugetare (în lunile septembrie și octombrie), al sporirii plăților efectuate de companii în contul datoriei externe, precum și al realocării unor dețineri de monedă înspre alte categorii de instrumente financiare.

Ritmurile de creștere anuală a M3
și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2013			2014		
	IV	I	II	III	oct.	nov.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	5,3	7,8	5,2	4,6	3,2	4,8
M1	9,5	15,0	10,7	10,0	7,8	10,9
Numerar în circulație	6,3	13,4	9,3	9,9	9,0	11,8
Depozite overnight	11,2	15,9	11,5	10,2	7,2	10,4
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	2,4	3,1	1,5	0,8	0,0	0,5

Sursa: INS, BNR

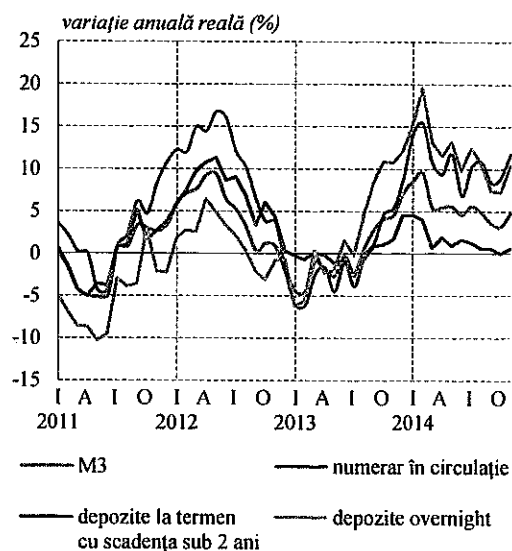
²¹ În același interval, zlotul s-a depreciat față de euro cu 0,6 la sută, coroana cehă cu 0,1 la sută, în timp ce forintul s-a întărit cu 0,8 la sută în raport cu moneda unică europeană.

²² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2014.

Analiza componentelor majore ale M3 evidențiază prelungirea declinului dinamicii masei monetare în sens restrâns (M1), dar și re poziționarea ritmului de creștere a depozitelor la termen sub doi ani pe un trend descendent, în condițiile scăderii dinamicii plasamentelor ON și a celor la termen de sub doi ani denumite în monedă națională aparținând populației, precum și ale încetinerii creșterii depunerilor similare în lei și în valută ale companiilor²³. Structura pe categorii de monede a masei monetare a continuat să se îmbunătățească, depozitele denumite în lei consolidându-și ponderea majoritară (70,2 la sută, cea mai mare valoare medie din trimestrul III 2012 până în prezent).

Din perspectiva sectoarelor instituționale, perioada analizată s-a caracterizat printr-o reducere a dinamicii depozitelor totale din M3 ale populației, datorată în principal realocării unora dintre acestea către alte categorii de active financiare (numerar, depozite cu scadența peste doi ani în devize); un efect de sens opus, dar de intensitate mai redusă, au exercitat sporirea sumelor primite din fonduri europene²⁴, precum și încasarea despăgubirilor de care au beneficiat persoanele care și-au constituit depozite înainte de anul 1990 în vederea achiziționării de autoturisme²⁵. Și depozitele din M3 ale societăților nefinanciare și-au diminuat ritmul de creștere, în principal pe seama majorării, inclusiv cu caracter conjunctural, a unor sume virate către bugetul de stat²⁶ și a volumului rambursărilor în contul datoriei externe²⁷, precum și datorită amplificării deținerilor de instrumente financiare alternative (titluri de stat, depozite în lei cu scadența peste doi ani); impactul cumulat al acestora l-a surclasat pe cel exercitat de creșterea unor sume primite de la buget²⁸/din fondurile europene. În schimb, variația depozitelor din M3 ale instituțiilor financiare nemonetare a crescut ușor, datorită majorării participațiilor unei bănci la capitalul unei

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

²³ La rândul ei, variația instrumentelor financiare tranzacționabile a intrat în teritoriul negativ, în principal pe seama declinului operațiunilor de tip *repo*, ponderea acestei componente în M3 menținându-se astfel modică.

²⁴ Conform datelor din comunicatele de presă ale MFE și APIA, în intervalul analizat s-au majorat plățile efectuate din fondurile structurale (în septembrie și, în special, în noiembrie, când Trezoreria statului a acordat un împrumut pentru plata beneficiarilor fondurilor europene) și respectiv pentru agricultură (în special în octombrie, când au fost anunțate plăți pentru a doua tranșă a rentei viagere pe anul 2013, avansuri aferente schemei de plată unică pe suprafață, ajutoare de stat pentru motorină); defalcarea acestor sume pe categorii de beneficiari nu este însă posibilă.

²⁵ Conform HG nr. 392/2014.

²⁶ Plata celei de a doua tranșe a impozitului pe construcții speciale. Totodată, conform datelor referitoare la execuția bugetară, ritmul mediu de creștere anuală în termeni reali a impozitului lunar pe profit s-a menținut foarte înalt din perspectiva ultimilor doi ani și jumătate.

²⁷ Conform datelor provizorii din balanța de plăți, volumul mediu al rambursărilor nete de datorie externă ale societăților nefinanciare din perioada septembrie-noiembrie 2014 a fost cel mai mare din acest an.

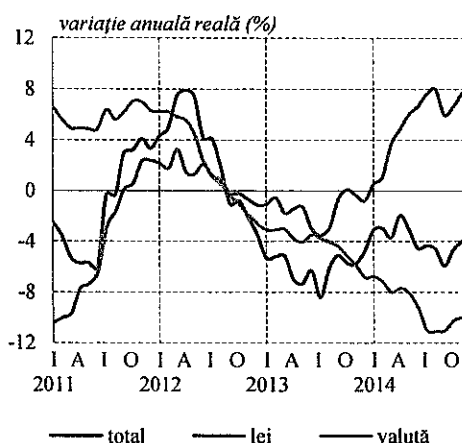
²⁸ Conform datelor din execuția bugetară, cheltuielile lunare cu bunurile și serviciile, precum și cele de capital și-au majorat ritmul mediu de creștere anuală în termeni reali.

instituții din subsectorul „auxiliari financiari”; ponderea depozitelor instituțiilor financiare nemonetare în M3 a rămas însă cvasistabilă (5,9 la sută).

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, scăderea dinamicii acestui agregat monetar s-a datorat evoluției descendente a variației activelor externe nete ale sectorului bancar și a celei aferente titlurilor de stat în lei deținute de instituțiile de credit, doar parțial contrabalansate de încetinirea vitezei de creștere a depozitelor administrației publice centrale și scăderea dinamicii pasivelor financiare pe termen lung (exclusiv conturile de capital).

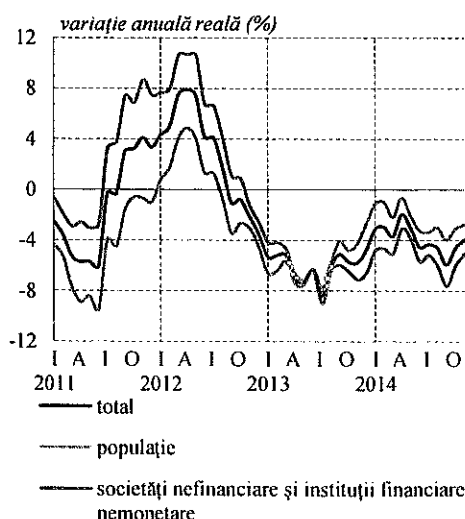
Creditul

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

În perioada septembrie-noiembrie 2014, variația creditului acordat sectorului privat²⁹ s-a menținut în teritoriul negativ (-4,8 la sută, față de -4,5 la sută în perioada iunie-august 2014), evoluția reflectând efectele mixte exercitate de: (i) relativa diminuare a volumului operațiunilor de scoatere a împrumuturilor neperformante din bilanțurile instituțiilor de credit³⁰; (ii) reducerea dinamicii fluxului de credite noi³¹ și (iii) efectul statistic al creșterii ratei anuale a inflației³². Analiza structurii pe monede evidențiază întreruperea trendului ascendent pe care s-a plasat în ultimul an variația componentei în lei – exclusiv pe seama declinului temporar consemnat de aceasta în luna septembrie –, precum și stabilizarea dinamicii negative a componentei în valută (exprimată în euro), după aproape trei ani de majorare. Ponderea medie a împrumuturilor în valută în totalul creditului acordat sectorului privat a continuat să scadă în acest interval, ajungând la 56,4 la sută (cea mai mică valoare din trimestrul IV 2008 până în prezent).

La rândul ei, analiza evoluțiilor pe sectoare instituționale relevă scăderea marginală a variației creditelor acordate persoanelor fizice, impactul reducerii dinamicii creditelor în valută acordate acestor entități (regăsită la toate destinațiile) fiind compensat aproape în întregime de cel al intrării în teritoriul pozitiv a ritmului de creștere a creditelor pentru consum în lei (pentru prima oară din trimestrul II 2009 până în prezent), inclusiv pe fondul reducerii volumului net al creditelor externalizate; la rândul ei, viteza de creștere a creditelor în lei pentru locuințe s-a menținut la un nivel foarte înalt din perspectivă istorică, deși a consemnat o ușoară încetinire, datorată efectului de bază asociat lansării în urmă cu un

²⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2014.

³⁰ Vânzări, anulări și achiziții de credite, conform datelor din statistica monetară. Ajustat cu aceste operațiuni, ritmul de creștere a creditului acordat sectorului privat a continuat să se amelioreze.

³¹ Pe baza datelor raportate de CRC privind creditele de peste 20 000 lei acordate în luna curentă.

³² În termeni nominali, variația creditului acordat sectorului privat s-a majorat.

an a variantei programului guvernamental „Prima Casă” exclusiv în monedă națională. O scădere a dinamicii împrumuturilor s-a consemnat și pe segmentul societăților nefinanciare, ea localizându-se la componenta în lei, iar în cadrul acesteia, preponderent la nivelul creditelor acordate pe descoperit de cont și reînnoibile automat; un efect de sens opus, de intensitate mai redusă, a exercitat restrângerea contracției creditelor în valută (exprimate în euro), datorată, printre altele, diminuării volumului operațiunilor de externalizare a creditelor neperformante în devize.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 2,1 la sută la sfârșitul anului 2015, nivel situat cu 0,1 puncte procentuale sub cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie, și la 2,4 la sută la finele anului 2016.

Rata inflației IPC se plasează pe cvasitotalitatea intervalului de referință (excepție făcând trimestrul I 2016) sub valorile din prognoza precedentă. În același timp, proiecția ratei inflației de bază CORE2 ajustat este revizuită în sus pentru prima jumătate a intervalului și în sens opus pentru cea de-a doua. Divergența revizuirilor provine, pe de o parte, din acțiunea favorabilă anticipată pentru anul 2015 a unor șocuri de ofertă, ale căror efecte se disipează ulterior, iar pe de altă parte, din cea a evoluției diferite în cei doi ani ai intervalului de prognoză a unor factori fundamentali pentru inflația de bază, cu precădere a prețurilor importurilor. O influență semnificativă asupra revizuirii proiecțiilor au avut-o evoluțiile neanticipate manifestate ulterior publicării proiecției din luna noiembrie.

Prognoza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede menținerea acesteia pe întreaga perioadă de referință în intervalul 1,1-1,5 la sută, nivelul maxim fiind atins în trimestrul II 2015. Valorile prognozate pentru finele anilor 2015 și 2016 sunt 1,3 și, respectiv, 1,4 la sută. Comparativ cu proiecția anterioară, reevaluarea la valori semnificativ mai reduse a deficitului de cerere implică presiuni atenuate de reducere a inflației de bază pe întregul interval al prognozei. În sens opus acționează revizuirea în jos, de asemenea pe întregul interval, a anticipațiilor privind inflația, în urma încorporării evoluțiilor dezinflaționiste recente în setul informațional care le configurează. La revizuirea în sus pentru 2015 și în sens opus pentru 2016 a prognozei ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a contribuit reproiectarea dinamicii prețurilor produselor importate. Față de prognoza anterioară, această influență este nefavorabilă în anul curent, pe seama deprecierei recente a leului față de dolarul SUA și euro. Pentru anul următor însă, aceste efecte sunt anticipate a se disipa, în timp ce dinamica prețurilor externe relevante pentru importurile românești este proiectată la valori mai scăzute față de cele din noiembrie.

Proiecțiile componentelor IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare prevăd contribuții cumulate ale acestora la indicele agregat de magnitudini sensibil mai reduse decât în prognoza anterioară pentru anul curent și marginal mai ridicate pentru 2016. Cea mai amplă revizuire a fost cea în sens descendent a contribuției prețurilor combustibililor pentru anul 2015, reflectând efectul de bază al scăderii abrupte a cotațiilor

internationale ale petrolului. Alt efect de bază, datorat producției agricole abundente și suplimentării ofertei interne cu importurile de legume și fructe din statele europene afectate de restricțiile impuse de Rusia în 2014, explică revizuirea semnificativă în jos pentru primele trei trimestre ale anului curent a contribuției prețurilor LFO la dinamica indicelui agregat. În ceea ce privește evoluția prețurilor produselor din tutun și a celor administrate, revizuirile față de raportul precedent se datorează unor modificări ale actelor legislative în vigoare, referitoare la modalitatea de stabilire a nivelului în monedă națională al accizelor, în cazul primei categorii de produse, respectiv la calendarul și magnitudinea ajustărilor viitoare ale prețurilor gazelor naturale, în cazul celei de-a doua categorii.

Data fiind dinamica proiectată a componentelor sale, rata anuală a inflației IPC se va menține sub limita inferioară (1,5 la sută) a intervalului de variație asociat țintei până în trimestrul III 2015, va reveni în interval în trimestrul următor, stabilizându-se la valori situate ușor sub cea de 2,5 la sută aferentă țintei centrale până la orizontul proiecției. Nivelul minim al ratei anuale (0,1 la sută) este proiectat a fi atins în trimestrul I 2015, în principal pe seama efectelor de bază asociate evoluției prețurilor volatile. Rata medie anuală a inflației va înregistra valori inferioare intervalului țintei până la finele anului 2015, după care va reintra în interiorul acestuia și se va menține sub valoarea țintei centrale de inflație până la sfârșitul anului 2016.

Conduita proiectată a politicii monetare este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, în condițiile ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația, într-o manieră care să sprijine creșterea economică, inclusiv prin refacerea încrederii și revigorarea sustenabilă a activității de creditare.

Balanța riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației apare a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la scenariul de bază, cu precădere pe seama incertitudinilor legate de mediul extern. Acestea s-au accentuat ulterior publicării Raportului asupra inflației din noiembrie 2014, ca urmare a unor evenimente recente cu potențial de a declanșa, în special pe plan european și regional, evoluții nefavorabile economiei naționale.

Creșterea incertitudinilor este generată de tendința recentă de escaladare a conflictului Rusia-Ucraina și de situația din Grecia. Relevante în continuare sunt riscurile unei potențiale accentuări a divergenței dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii (în special Fed și BCE), precum și ale continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar, ce pot avea drept consecință posibile retrageri ale capitalurilor din regiune. Riscurile asociate celor din urmă par însă a fi în atenuare, având în vedere atât rezultatele relativ favorabile ale evaluării cuprinzătoare a băncilor comerciale

încheiate la finele anului trecut de BCE, cât și relaxarea constrângerilor de lichiditate cu care se confruntă acestea, pe fondul implementării programului extins de achiziționare de active adoptat recent de aceeași instituție. În acest context, riscurile majore la adresa proiecției ratei inflației sunt legate de posibile variații ample ale aversiunii față de risc a investitorilor internaționali, având drept rezultat realocări succesive de expuneri față de economiile emergente și, ca atare, creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate acestora, implicit și economiei românești. Aceasta ar induce o instabilitate a surselor de finanțare externă a dezvoltării economiei naționale și a cursului de schimb al leului, cu consecințe negative asupra stabilității prețurilor și consolidării creșterii economice implicate de scenariul de bază al proiecției.

Data fiind orientarea pe termen mediu și lung a investitorilor prioritar către economiile caracterizate prin dezechilibre macroeconomice externe și interne relativ reduse, progresele făcute în ultimii ani de România în această direcție au potențial de atenuare într-o anumită măsură a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale. În același timp însă, persistența pe plan intern a unor rigidități structurale limitează capacitatea economiei naționale de a reacționa în vederea atenuării consecințelor șocurilor externe adverse și este percepută ca factor de risc de către investitorii internaționali. Din acest motiv, implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale convenit cu UE, FMI și Banca Mondială reprezintă o condiție necesară pentru atragerea către economia națională a fluxurilor sustenabile de capitaluri.

Riscurile asociate abaterilor de la traiectoriile prevăzute în scenariul de bază ale componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei apar a fi relativ echilibrate pentru perioada de referință, în condițiile menținerii incertitudinilor specifice fiecărei componente. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate, pe termen mediu, magnitudinii impactului pe care stadiile liberalizării pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori ale acestora. În cazul prețurilor internaționale ale materiilor prime, riscuri sporite sunt asociate traiectoriei viitoare a cursului de schimb EUR/USD, dependentă de un cumul de factori ce se referă atât la contextul economic mondial, cât și la posibile escaladări ale tensiunilor geopolitice. Dinamica prețurilor interne ale alimentelor continuă să fie strict dependentă de condițiile meteorologice, implicit de abundența producției agricole, iar ca specific al actualei perioade de referință, de posibila persistență a suplimentării ofertei interne cu importuri din țări afectate de restricțiile impuse accesului la piața Rusiei.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a cererii externe prevede menținerea dinamicii lente a PIB real UE efectiv¹ și în anul 2015, impactul factorilor nefavorabili care au frânat creșterea economică în anul precedent – cu precădere evoluția modestă a schimburilor comerciale mondiale, stagnarea procesului de reformă economică în unele țări², dar și tensiunile geopolitice persistente – fiind anticipat a se resimți și în cursul trimestrelor următoare. Ulterior, orientarea foarte acomodativă a politicii monetare a BCE, consolidată prin noul pachet de măsuri de politică monetară destinate facilitării creditării anunțat la 22 ianuarie 2015³, creează premisele relansării activității economice, anticipată a beneficia inclusiv de pe urma impactului favorabil asupra exporturilor al redresării treptate preconizate a activității la nivel mondial⁴, potențat în continuare de efectele deprecierei euro față de dolarul american. Față de Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2014, proiecțiile au fost revizuite în sens descendent, *gap*-ul PIB UE efectiv⁵ fiind așteptat să exercite, în termeni relativi, un impact mai restrictiv la adresa activității economice din România pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză.

Rata anuală a inflației IAPC este previzionată a se menține la niveluri reduse pe termen scurt, inclusiv pe fondul scăderii recente a prețului petrolului, înregistrând o majorare treptată până la orizontul proiecției ca urmare a reducerii progresive a deficitului cererii agregate, intensificării presiunilor inflaționiste generate de deprecierea euro, dar și impactului anticipat favorabil al noilor măsuri de politică monetară anunțate de BCE. Rata anuală a inflației din SUA este prognozată la valori mai ridicate comparativ cu cele previzionate pentru zona euro.

Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2015	2016
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,28	1,83
Inflația anuală din zona euro (%)	0,50	1,33
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,32	2,20
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,08	0,19
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,18	1,16
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	53,0	61,9

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

¹ UE-28 excluzând România. Pentru detalii cu privire la construcția acestui indicator, a se vedea caseta „Introducerea în model a unei măsuri efective a cererii externe – PIB UE efectiv” din Raportul asupra inflației, ediția din luna noiembrie 2012, p. 36.

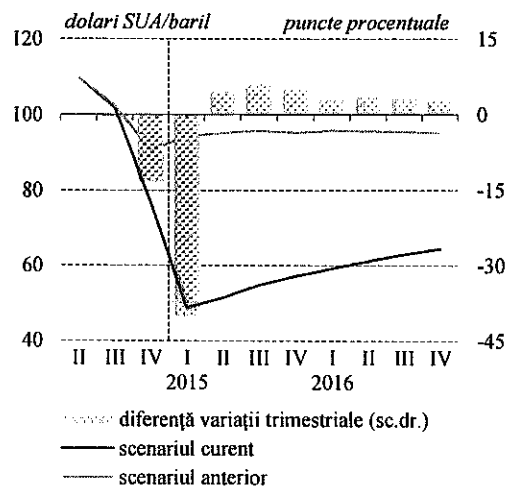
² Conform evaluărilor BCE („Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului – decembrie 2014”) disponibile pe *website*-ul instituției.

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

⁴ *Idem* nota de subsol 2. Ipoteza este marcată însă de incertitudini ridicate în contextul înrăutățirii proiecțiilor pentru majoritatea economiilor, cu excepția celei americane (de exemplu, în luna ianuarie 2015 FMI a revizuit în scădere prognoza de creștere economică mondială pentru anul 2015 de la 3,8 la sută, cât prevedea cea mai recentă estimare din luna octombrie 2014, la 3,5 la sută).

⁵ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor de produse românești.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



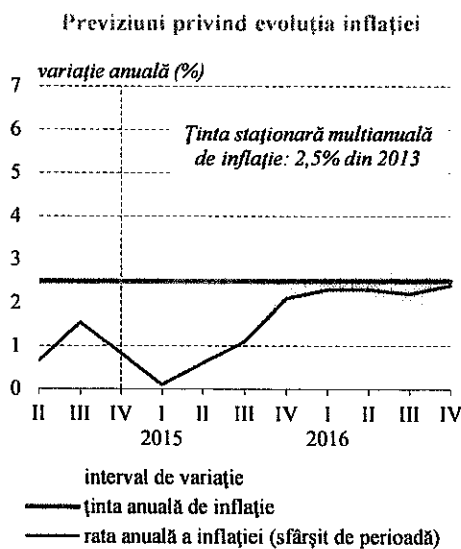
Sursa: Energy Information Administration,
ipoteze BNR pe baza datelor Bloomberg

Valorile foarte scăzute anticipate pentru rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni, situate la niveluri minime istorice, reflectă caracterul persistent acomodativ al politicii monetare a BCE.

Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară tendință de depreciere a monedei europene pe întregul interval de prognoză, în contextul perspectivelor de creștere economică mai redusă în zona euro comparativ cu SUA, dar și al anticipațiilor privind orientările divergente ale politicilor monetare din cele două spații economice.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o nouă scădere semnificativă în T1 2015, după cea din trimestrul precedent, pe fondul unei oferte bogate de petrol – inclusiv în contextul deciziei statelor membre OPEC de la finele anului trecut de a nu reduce cantitatea de țiței extrasă – și al unei cereri reduse. Pentru restul intervalului de prognoză, prețul internațional al petrolului Brent este prevăzut a înregistra o creștere ușoară, menținându-se însă sub traiectoria anticipată în Raportul asupra inflației din luna noiembrie.

1.2. Perspectivele inflației



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

Sursa: INS, proiecție BNR

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC este anticipată să atingă 2,1 la sută la sfârșitul anului 2015 și 2,4 la sută la finele celui următor, valori situate în jumătatea inferioară a intervalului de variație țintit. În primul trimestru al anului 2015, rata anuală a inflației este preconizată să-și continue scăderea accentuată observată în trimestrul IV 2014⁶, atingând 0,1 la sută în luna martie a anului curent, inclusiv pe fondul unui important efect de bază. La aceasta contribuie anticiparea unei influențe negative din partea produselor cu prețuri volatile⁷ și impactul dezinflaționist așteptat din partea produselor din tutun, ușor atenuate de creșterile proiectate ale prețurilor produselor administrate și ale celor incluse în indicele CORE2 ajustat. Începând cu trimestrul II 2015, rata anuală a inflației IPC este prevăzută a se reînscris pe o traiectorie moderat ascendentă, urmată de reintrarea în interiorul intervalului țintei în trimestrul IV 2015 și menținerea la valori inferioare celei de 2,5 la sută a țintei centrale până la orizontul prognozei. La rândul său, rata medie

⁶ Rata anuală a inflației IPC a coborât la sfârșitul anului 2014 la 0,83 la sută, în scădere cu 0,71 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului III. Pentru mai multe detalii a se vedea Capitolul I. Evoluția inflației.

⁷ Determinată de dinamicele anuale negative anticipate ale subgrupeii combustibililor și a celei a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), sub impactul persistent al scăderii semnificative a prețului internațional al petrolului în cursul trimestrului IV 2014 și, respectiv, al manifestării unor șocuri tranzitorii în a doua parte a anului trecut pe segmentul „legume și fructe” în condițiile performanțelor bune ale sectorului agricol și ale creșterii semnificative a importurilor de produse din această grupă a coșului IPC.

anuală a inflației va înregistra valori inferioare intervalului țintei până la finele anului 2015, după care va reintra în interiorul acestuia și se va menține sub valoarea țintei centrale de inflație până la finele anului 2016.

Comparativ cu Raportul asupra inflației publicat în luna noiembrie 2014, valoarea anticipată a ratei inflației la finele anului curent este mai redusă cu 0,1 puncte procentuale. Această revizuire este rezultatul exclusiv al influențelor mai favorabile provenind din partea prețurilor combustibililor, toate celelalte componente ale coșului de consum având un aport mai nefavorabil la rata anuală a inflației. Pe parcursul anului 2016, influențe mai favorabile provin din partea inflației CORE2 ajustat și marginal din partea celei a prețurilor administrate, în timp ce prețurile combustibililor și cele ale LFO au contribuții ușor mai nefavorabile.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată pe o traiectorie ușor crescătoare⁸ în prima jumătate a anului 2015, atingând nivelul de 1,5 la sută la finele trimestrului II 2015, sub impactul amplificării la acest orizont a presiunilor inflaționiste provenind din partea prețurilor bunurilor de consum din import, în principal pe seama dinamicii din perioadele recente a cursului de schimb al leului, concomitent diminuării treptate a *gap*-ului negativ al PIB, susținută de consolidarea previzionată a cererii interne. Ulterior, rata anuală a inflației de bază se va menține pe o traiectorie relativ stabilă, atingând 1,3 la sută la sfârșitul anului curent și 1,4 la sută la finele celui viitor, reducerea graduală a influenței dezinflaționiste a deficitului de cerere fiind contrabalansată de diminuarea presiunilor inflaționiste provenind din partea prețurilor de import⁹, în timp ce contribuția anticipațiilor inflaționiste¹⁰ ale agenților economici este prevăzută a se menține cvasistabilă.

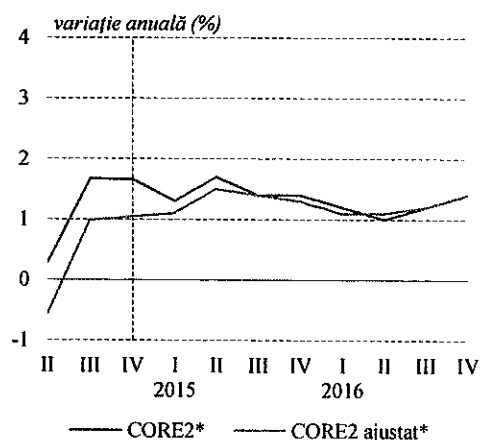
Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2014, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus cu 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, pe fondul plasării deviației PIB la niveluri mai puțin negative și al unor presiuni inflaționiste mai accentuate provenind din partea prețurilor de import, în sens invers, mai favorabil, acționând așteptările privind inflația ale agenților economici¹¹. Valorile proiectate pentru anul 2016 au fost revizuite în jos, sub influența situării așteptărilor

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (procente)							
	2015				2016			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție*	0,1	0,6	1,1	2,1	2,3	2,3	2,2	2,4

*) sfârșit de perioadă

Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

⁸ Pornind de la valoarea de 1 la sută înregistrată la sfârșitul anului 2014.

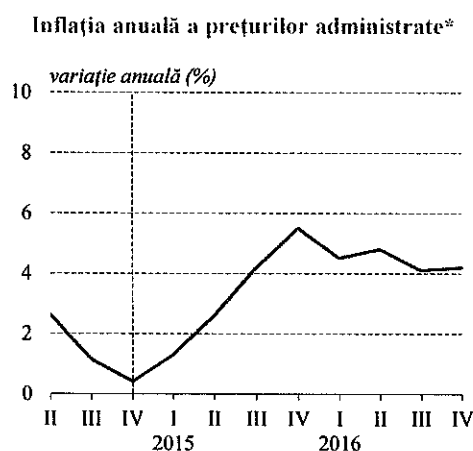
⁹ Îndeosebi pe fondul dispariției șocului ocazionat de deprecierea recentă semnificativă a monedei euro față de dolarul american, care a avut un impact nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA.

¹⁰ Acestea sunt previzionate a se situa la valori inferioare țintei centrale.

¹¹ Ca urmare a unor influențe conjuncturale favorabile manifestate în perioada ulterioară publicării precedentului Raport asupra inflației, referitoare la reducerea semnificativă a prețului internațional al petrolului și a prețurilor pe segmentul „legume și fructe”.

privind inflația la niveluri mai scăzute, a proiectării unor creșteri mai reduse ale prețurilor de import la acest orizont¹² și a persistenței deficitului de cerere, marcat, însă, de o tendință relativ uniformă de diminuare.

Dinamica prețurilor produselor din tutun este configurată în principal pe baza legislației în vigoare privind modalitatea de stabilire a nivelului accizelor aplicabile acestor produse, în condițiile în care celelalte elemente de fundamentare a prețurilor de vânzare ale acestor produse¹³ sunt de așteptat a avea doar contribuții marginale. Conform modificărilor aduse Codului fiscal în vigoare¹⁴, nivelul accizelor pentru țigarete este prevăzut a se majora începând cu data de 1 aprilie 2015 cu aproximativ 3,1 la sută comparativ cu echivalentul în lei prevalent până la această dată, urmând ca din anul 2016 acest nivel să fie actualizat, la data de 1 aprilie a fiecărui an, cu inflația medie anuală calculată în luna septembrie a anului anterior celui de aplicare. Contribuția anticipată a produselor din tutun la inflația anuală IPC este de 0,1 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, fiind revizuită în creștere cu 0,2 puncte procentuale comparativ cu Raportul asupra inflației precedent¹⁵, și aproximativ nulă la finele anului viitor.



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează informațiile provenite de la autoritățile de profil interne, precum și cele mai recente modificări legislative în domeniu. Dinamica anuală a grupei este prognozată la valoarea de 5,5 la sută la sfârșitul anului curent și de 4,2 la sută la finele celui viitor. Contribuția anticipată a componentei la inflația anuală IPC la sfârșitul anului curent este relativ nemodificată comparativ cu cea

¹² În principal, ca efect al revizuirii în sens descendent a prognozei privind evoluția prețurilor externe „efective” (indicator compozit care cuantifică impactul asupra ratei interne a inflației al dinamicii prețurilor din zona euro și SUA, în raport cu ponderea celor două regiuni în comerțul internațional al României).

¹³ De natura costurilor, de exemplu cheltuieli cu salariile angajaților firmelor din domeniu.

¹⁴ Conform OUG nr. 80/2014 pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal, începând cu anul 2015 accizele nu se mai exprimă în euro/1 000 țigarete, ci direct în lei/1 000 țigarete.

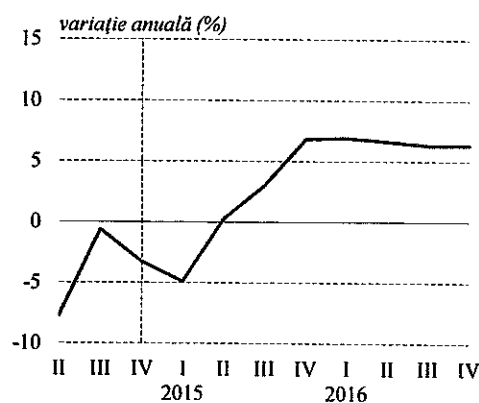
¹⁵ Ca urmare a modificărilor metodologice cu privire la modul de determinare a nivelului în lei al accizelor aplicabile produselor din tutun.

din runda precedentă în condițiile compensării reciproce a reevaluărilor contribuțiilor subcomponentelor acestui indice¹⁶.

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt anticipate a se reduce în trimestrul I 2015 (-4,9 la sută) pe fondul recoltei agricole abundente din anul 2014 și al manifestării unor șocuri tranzitorii asociate comerțului internațional cu produse din subgrupa „legume și fructe”¹⁷, traiectoria acestora fiind marcată ulterior de efecte sezoniere specifice anilor cu recolte agricole normale¹⁸. Contribuția grupei la rata anuală a inflației IPC este de 0,4 puncte procentuale atât la sfârșitul anului curent – valoare similară celei proiectate în Raportul asupra inflației precedent –, cât și la finele celui viitor.

Prețurile combustibililor sunt proiectate în reducere pe ansamblul anului 2015, dinamica anuală a grupei urmând să atingă -4,1 la sută în luna decembrie (revizuită în jos cu 7,3 puncte procentuale față de runda anterioară), ulterior înregistrării unui minim de -12 la sută la sfârșitul trimestrului II 2015. Evoluția se datorează cu precădere dinamicii anuale a prețului internațional al petrolului, proiectată a rămâne la valori negative până la finele anului curent, cu intensități diferite însă pe parcursul trimestrelor acestuia. Începând din trimestrul I 2016, dinamica anuală pozitivă a prețului țițeiului, menținerea cursului de schimb USD/RON pe o traiectorie cvasistabilă și plasarea anticipațiilor privind inflația pe o pantă ușor ascendentă repoziționează prețurile combustibililor pe o traiectorie crescătoare, inflația anuală a grupei fiind anticipată să atingă 3,5 la sută la finele anului viitor. Începând cu 2016, conform modificărilor aduse Codului fiscal în vigoare, valoarea accizelor pentru combustibili va fi indexată în luna ianuarie a fiecărui an cu

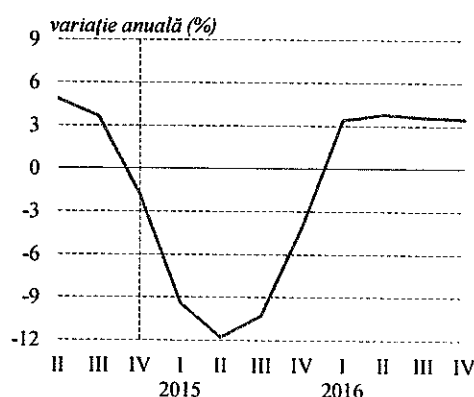
Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

¹⁶ Pe de o parte, ipotezele cu privire la evoluția prețurilor la energia termică și cea electrică pe parcursul anului 2015 au fost revizuite în sensul unor dinamici mai reduse în condițiile înregistrării unui nivel semnificativ diminuat comparativ cu cel anticipat anterior în cazul inflației aferente primei subgrupe în ultimul trimestru al anului precedent și, respectiv, al proiectării unei inflații ușor mai scăzute în cazul componentei energie electrică în primul trimestru al anului curent, în contextul reevaluării ipotezelor privind componenta de rezervare din factură corespunzătoare gradului de liberalizare. Pe de altă parte, dinamica anuală a prețurilor la gaze naturale a fost revizuită în sens ascendent pentru partea a doua a anului curent, pe fondul reevaluării impactului deciziei de prelungire a termenului de furnizare a gazelor naturale la prețuri reglementate (de la 31 decembrie 2018 până la 1 iulie 2021) aprobate de către Parlament prin Legea nr. 127/2014. Această revizuire s-a produs inclusiv în contextul evoluțiilor de la finele anului precedent anticipate a continua și în prima parte a anului curent care indică creșteri mai reduse comparativ cu cele preconizate în runda anterioară sub impactul deciziei de suspendare a procesului de liberalizare a prețului gazelor naturale în perioada octombrie 2014 – iunie 2015, proces care este de așteptat a se relua începând cu partea a doua a anului curent.

¹⁷ În condițiile embargoului impus de Rusia asupra importurilor de alimente provenite din Uniunea Europeană și ale reorientării către piața românească a unor exporturi de fructe și legume din unele state europene afectate de aceste restricții (de exemplu, Italia, Germania, Polonia).

¹⁸ Ipoteza standard în lipsa altor informații relevante este cea a înregistrării unor recolte agricole normale în anii 2015 și 2016.

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2015	2016
Prețuri administrate	1,0	0,8
Combustibili	-0,3	0,3
Prețuri LFO	0,4	0,4
CORE2 ajustat	0,8	0,8
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,1

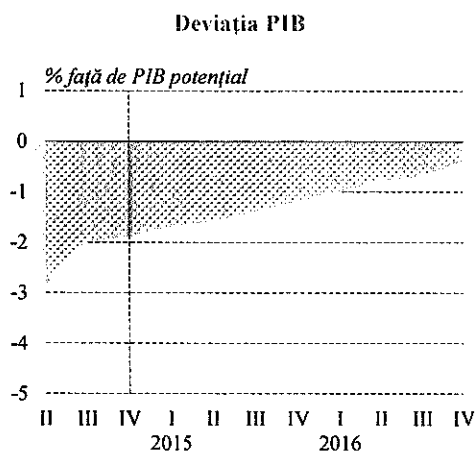
*) calcule sfârșit de perioadă; valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală.

rata medie anuală a inflației aferentă lunii septembrie din anul precedent.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale unor alimente (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2015 – cu 0,4 puncte procentuale mai redusă comparativ cu raportul precedent – și de 1,6 puncte procentuale la finele celui viitor.

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

Deviația PIB



Sursa: INS, proiecție BNR

Conform INS²⁰, în trimestrul III 2014 PIB real ajustat sezonier a înregistrat o creștere de 1,8 la sută față de trimestrul anterior, variația corespunzătoare în termeni anuali fiind de 3,3 la sută²¹. Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2014, în contextul adoptării metodologiei Sistemului European de Conturi (SEC) 2010, seriile PIB și componentele acestuia au fost revizuite pentru întregul interval istoric, remarcându-se modificarea în sens pozitiv a profilului ratelor de creștere trimestrială a PIB pentru prima jumătate a anului 2014. Evoluția unor indicatori macroeconomici reprezentativi cu frecvență lunară²² sugerează o dinamică pozitivă a PIB și pentru trimestrul IV al anului 2014.

Dinamica PIB potențial pe parcursul anului 2014 este evaluată a fi fost impulsionată, prin intermediul productivității totale a factorilor, atât de performanța din 2013 a sectorului agricol (prin efectele considerabile de tip *carry-over*), cât și de cea proiectată pentru anul analizat. Contribuția forței de muncă în anul 2014 a rămas ușor pozitivă, în timp ce stocul de capital a manifestat o dinamică în ușoară decelerare, pe fondul reducerilor marcante ale formării brute de capital fix manifestate până la jumătatea anului. Pentru perioada 2015-2016 scenariul de bază presupune contribuții pozitive la dinamica PIB potențial din partea tuturor factorilor de producție, în condițiile anticipării unei evoluții favorabile a pieței

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

²⁰ Comunicatul INS nr. 15 din 14 ianuarie 2015.

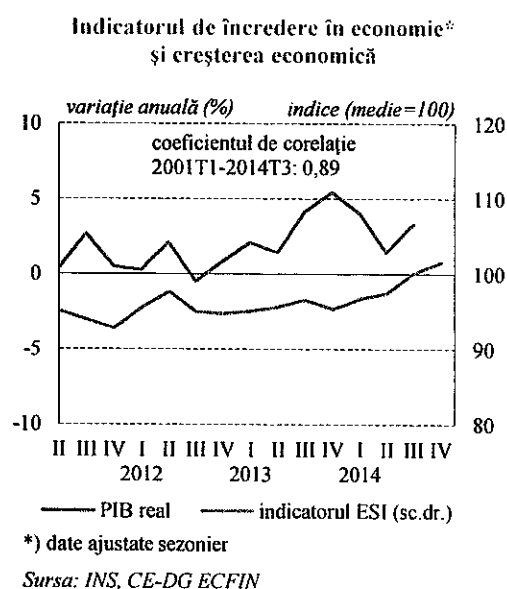
²¹ Calculată pe baza datelor neajustate sezonier.

²² De exemplu, în trimestrul IV 2014 comparativ cu trimestrul anterior, gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie s-a majorat cu 0,3 puncte procentuale, iar comerțul cu amănuntul (cu excepția auto-moto) și producția industrială au înregistrat creșteri de 2,1 la sută și, respectiv, 0,9 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2014 față de mediile aferente trimestrului III.

muncii²³ și ale unei dinamici îmbunătățite a formării brute de capital fix, cu impact pozitiv asupra stocului de capital. Productivitatea totală a factorilor este așteptată a beneficia de continuarea programelor de perfecționare profesională a forței de muncă și de re tehnologizare a unităților de producție, susținute de anticiparea unei performanțe în absorbția fondurilor europene structurale și de coeziune similare celei din 2014²⁴ și de semnalele pozitive privind ajustarea bilanțurilor agenților economici, ce creează premise pentru alocarea unor fonduri destinate creșterii productivității. În cadrul acestui scenariu rămân însă marcante incertitudinile asociate evoluției mediului extern și volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor emergente din regiune, cu potențial de a abate dinamica factorilor de producție de la scenariul menționat anterior.

Comparativ cu runda precedentă de proiecție, deviația negativă a PIB din trimestrul III 2014 este evaluată la o valoare substanțial mai redusă (implicând, *ceteris paribus*, presiuni dezinflaționiste atenuate), modificarea având în vedere evoluția peste așteptări a PIB real în trimestrul III 2014, revizuirile operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real ajustate sezonier, precum și reevaluarea impactului determinanților deviației PIB. Deficitul de cerere din trimestrul IV 2014 este evaluat la un nivel ușor mai redus decât cel aferent trimestrului anterior. În condițiile menținerii magnitudinii influenței restrictive din partea cererii externe, evaluarea în restrângere a deficitului de cerere agregată din trimestrul IV 2014 se datorează persistenței atenuate a acestuia și caracterului ușor stimulat al condițiilor monetare reale din trimestrul III. În structura celor din urmă, influențe favorabile provin din partea ratelor reale ale dobânzilor bancare, în timp ce efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb și, respectiv, deviația cursului de schimb real efectiv al leului de la tendința pe termen mediu (cu impact asupra exporturilor nete) au influențe ușor restrictive. Efectul impulsului fiscal²⁵ este evaluat a fi ușor stimulat în trimestrul IV 2014.

Restrângerea ușoară a deficitului de cerere din trimestrul IV este coroborată cu o serie de indicatori lunari corelați cu poziția ciclică a economiei. Semnale favorabile sunt oferite de evoluția indicatorului de încredere în economie (plasarea acestuia peste



²³ În ipoteza menținerii constante a orelor lucrate pe intervalul de proiecție, efectul cumulat favorabil provenit din tendința ușoară de reducere a ratei șomajului concomitent cu cea de creștere a ratei de activitate este parțial contrabalansat de scăderea populației în vârstă de muncă (conform Prognosticului de toamnă a CE).

²⁴ 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.

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

medie, la un nivel cu 1,4 puncte mai sus față de trimestrul III) și de cea a producției industriale (+0,9 la sută în perioada octombrie-noiembrie față de media trimestrului III 2014), în timp ce rata șomajului BIM este evaluată a se situa și în acest trimestru ușor peste tendința pe termen mediu.

Pe parcursul intervalului de proiecție, deviația PIB de la nivelul potențial este prognozată a se diminua treptat, rămânând, însă, negativă la orizontul acestuia. Această evoluție este de așteptat a fi rezultatul menținerii efectelor stimulative ale setului condițiilor monetare reale în sens larg, la care se adaugă efectele favorabile ale redresării graduale proiectate a cererii externe, în timp ce impulsul fiscal este anticipat a exercita un efect prociclic în 2015 și, respectiv, ușor contraciclic în 2016²⁶. Față de runda anterioară de proiecție, deficitul cererii interne este proiectat la valori mai reduse pe întregul interval (implicând presiuni dezinflaționiste atenuate), în special pe seama caracterului persistent al reevaluării efectuate în punctul de pornire al proiecției. În runda curentă se anticipează că indicatorul va urma o dinamică mai accentuată de atenuare a valorilor negative la începutul intervalului de proiecție, în principal pe seama caracterului mai amplu stimulat al condițiilor monetare reale, inclusiv în contextul ciclului de relaxare a conduitei politicii monetare din perioadele recente. În schimb, cererea externă este anticipată a exercita o influență relativ mai restrictivă pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, dinamica acesteia fiind însă condiționată de eficiența setului de măsuri de impulsivitate a activității economice anunțate recent de Banca Centrală Europeană.

Conform scenariului de bază al proiecției, se estimează o ușoară încetinire a creșterii PIB în anul 2014 comparativ cu anul anterior, în principal pe seama evoluției nefavorabile din trimestrul II. Pe intervalul proiecției, dinamica PIB este sprijinită de redresarea cererii interne care, prin impulsivitatea importurilor, induce, în pofida continuării anticipate a dinamicii pozitive a exporturilor, o contribuție ușor negativă a exporturilor nete. La redresarea anticipată a cererii interne, aportul principal provine din partea consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, pe fondul majorării așteptate a venitului real disponibil și al continuării relaxării condițiilor de creditare. Începând cu anul 2015, în contextul anticipării unei performanțe similare celei din 2014 în privința intrărilor de capitaluri cu destinație productivă în economie (prin intermediul fondurilor europene structurale și de coeziune și al fluxurilor de investiții străine directe), formarea brută de capital fix este, de asemenea, așteptată a-și aduce un aport pozitiv la cererea internă. Scenariul de bază al proiecției prevede o contribuție ușor negativă în 2015 și relativ neutră ulterior a exporturilor nete la creșterea economică.

²⁶ Efectele asupra activității economice provenind din partea politicii fiscale discreționare sunt de așteptat a fi relativ neutre în ambii ani, în condițiile corectării la valori sustenabile a deficitelor fiscale în perioadele anterioare.

Componentele cererii agregate

Pentru trimestrul IV 2014 se anticipează menținerea dinamicii trimestriale a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației la un nivel apropiat de cel înregistrat în trimestrul anterior²⁷. Această evoluție este susținută de creșterea, în perioada octombrie-noiembrie 2014 față de media trimestrului anterior, a salariului net în termeni reali cu 1,2 la sută și a comerțului cu amănuntul (exclusiv auto-moto) cu 2,1 la sută, în timp ce indicatorul de încredere a consumatorilor a înregistrat, la nivelul întregului trimestru, o îmbunătățire cu 6,4 puncte față de trimestrul anterior. În acest context, în trimestrul IV 2014 deviația negativă a acestei componente de la tendința pe termen mediu este evaluată în ușoară diminuare față de trimestrul anterior.

Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este prevăzut să înregistreze o creștere accentuată în trimestrul IV 2014, compatibilă însă cu situarea deficitului bugetar în anul 2014 în limita stabilită cu instituțiile financiare internaționale²⁸.

După scăderea înregistrată în 2013, dinamica medie anuală a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipată a reveni și a se menține în teritoriul pozitiv începând cu anul 2014. Pe parcursul intervalului de prognoză, în contextul progreselor deja înregistrate și anticipate a continua și în viitor în materie de consolidare bilanțieră din partea acestui sector, creșterea susținută a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației va fi impulsionată de accentuarea caracterului stimulat al ratelor dobânzilor bancare practicate de instituțiile financiare, de preconizarea unei ușoare creșteri a nivelului de ocupare a forței de muncă în sectorul privat și de dinamizarea venitului disponibil real al gospodăriilor populației²⁹. Procesul de relaxare a condițiilor de creditare³⁰ este anticipat a continua, inclusiv ca rezultat al propagării deciziilor succesive de reducere a ratei dobânzii de

²⁷ În trimestrul III 2014 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a crescut cu 1,3 la sută față de trimestrul anterior.

²⁸ Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a soldului bugetului general consolidat a fost de -1,85 la sută la finele anului 2014 (metodologie *cash*). Ținta pentru deficitul *cash* în anul 2014 a fost de 2,2 la sută din PIB (Ministerul Finanțelor Publice, „Raport privind situația macroeconomică pe anul 2014 și proiecția acesteia pe anii 2015-2017”).

²⁹ În condițiile îmbunătățirii principalilor indicatori ai pieței muncii și ale adoptării de către Guvernul României a unui set de măsuri (conform Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2015-2017), dintre care se evidențiază creșterile salariului minim în două tranșe, cu câte 75 de lei (de la 1 ianuarie și, respectiv, 1 iulie 2015), indexarea tuturor pensiilor cu 5 la sută și majorarea salariilor personalului didactic din învățământ cu 5 la sută de la 1 martie 2015 și cu încă 5 la sută de la 1 septembrie 2015.

³⁰ Reluarea într-o manieră sustenabilă a procesului de creditare este condiționată de continuarea progreselor în materie de reducere a gradului de îndatorare, în cazul debitorilor, respectiv a creditelor neperformante pentru instituțiile financiare.

politică monetară³¹. Creșterea anticipată a venitului disponibil real al gospodăriilor populației este preconizată pe fondul majorării nominale a acestuia și al menținerii ratei proiectate a inflației la valori relativ scăzute. La aceste condiții se adaugă premisele privind atingerea unei performanțe înregistrate la nivelul atragerii de fonduri europene similare celei din 2014, în contextul suprapunerii în 2015 a ciclurilor financiare multianuale de absorbție, efecte favorabile asupra consumului fiind așteptate în special din partea programelor destinate productivității muncii, cu impact pozitiv inclusiv asupra nivelului de ocupare și a dinamicii salariale din sectorul privat. În ceea ce privește consumul colectiv efectiv al administrației publice, acesta este anticipat a înregistra o dinamică pozitivă pe întregul interval de proiecție.

Pentru trimestrul IV 2014 se anticipează consolidarea ritmului trimestrial de creștere a formării brute de capital fix. Evoluția este susținută de cea a sectorului construcțiilor (creșterea acestora cu 2,8 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2014 față de media trimestrului anterior și îmbunătățirea indicatorului de încredere aferent cu 3 puncte în trimestrul IV 2014), precum și de cea a sectorului echipamentelor (creșterea cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital destinate pieței interne cu 2,8 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2014 față de media trimestrului anterior). Pe fondul evoluției anticipate a formării brute de capital fix, deviația acestei componente de la tendința pe termen mediu este evaluată a rămâne negativă în trimestrul IV 2014, având însă o magnitudine mai redusă față de cea din trimestrul anterior.

Creșterea medie anuală a formării brute de capital fix este estimată a fi fost negativă în anul 2014, fiind grevată de evoluțiile nefavorabile înregistrate de-a lungul anului 2013³² și în prima jumătate a anului trecut. Pe parcursul anilor 2015 și 2016, este de așteptat ca această componentă să cunoască o redresare graduală, susținută de continuarea atragerii de fonduri europene structurale și de coeziune, cu efect de antrenare a sectorului investițional, și de creșterea anunțată a ponderii cheltuielilor publice destinate investițiilor³³. Revigorarea așteptată a cheltuielilor de investiții private și publice, pe fondul continuării procesului de relaxare a condițiilor de creditare și al redresării treptate a activității economice internaționale, va exercita un impact favorabil asupra

³¹ Viteza și gradul în care se realizează efectiv transmisia deciziilor de politică monetară asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile financiare în relația cu clienții nebancari ai acestora depind, într-o măsură semnificativă, și de termenii și standardele de creditare practicate de băncile comerciale, efectul net asupra dinamicii ratelor dobânzilor bancare putând să difere, ca magnitudine, de impulsurile transmise prin modificarea ratei dobânzii de politică monetară.

³² Inclusiv printr-un efect statistic de „reportare”.

³³ Conform Strategiei fiscal-bugetare pentru perioada 2015-2017, cu prevederi regăsite în bugetul de stat pentru anul 2015, ponderea cheltuielilor destinate investițiilor în anul 2015 în total cheltuieli bugetare va crește la 18,7 la sută, cu 3,2 puncte procentuale mai mult decât în anul precedent.

activității investiționale din sectoarele producătoare pentru piețele externe. Acești factori ar urma să exercite un impact pozitiv asupra înzestrării cu capital a economiei, cu efecte favorabile asupra creșterii productivității muncii.

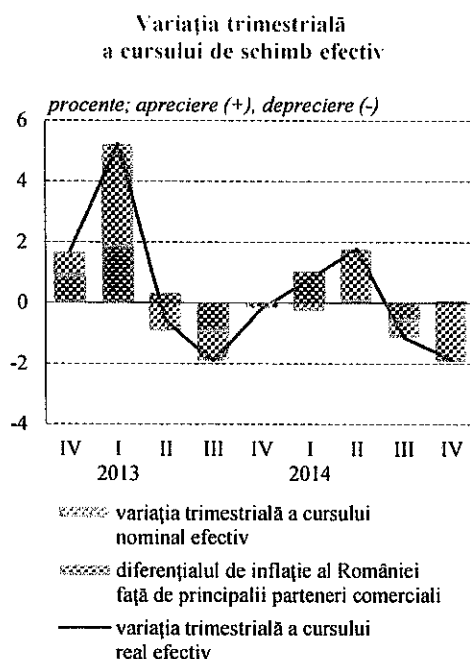
Se estimează că, pe parcursul trimestrului IV 2014, dinamica trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii a revenit în teritoriu pozitiv, în contextul unei producții agricole în 2014 similare celei din 2013 și al persistenței schimbărilor structurale favorabile care au contribuit la performanța pozitivă a acestora, mai ales în anul 2013^{34,35}. În contextul tensiunilor regionale și geopolitice recente și al evoluțiilor anticipate ale activității economice a principalilor parteneri comerciali ai României, ritmul trimestrial de creștere prognozat este moderat comparativ cu dinamicile anterioare. Această evaluare este susținută de plasarea, în trimestrul IV 2014, a indicatorului de încredere în economie la nivelul UE cu 0,5 puncte sub valoarea din trimestrul III și de creșterea modestă a producției industriale din zona euro (0,3 la sută în perioada octombrie-noiembrie față de media trimestrului III). Dinamica trimestrială a importurilor de bunuri și servicii în trimestrul IV este anticipată a se accelera ușor față de cea din trimestrul anterior, pe fondul redresării graduale preconizate a cererii interne și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției anticipate favorabile a exporturilor. În aceste condiții, deviațiile de la tendințele pe termen mediu ale acestor componente sunt evaluate a rămâne în teritoriu negativ.

Creșterea medie anuală a exporturilor de bunuri și servicii este proiectată a rămâne pozitivă în anul 2014, fiind susținută de evoluțiile favorabile înregistrate pe parcursul anului 2013 (inclusiv printr-un efect statistic de tip *carry-over*) și de producția agricolă abundentă. Dinamica exporturilor este anticipată a se modera ușor în anul 2015, sub constrângerile redresării lente a cererii externe și ale diminuării exporturilor de produse agroalimentare, strict condiționată de ipoteza unui an agricol normal. Pentru anul 2016 se anticipează o accelerare a dinamicii anuale a exporturilor, în contextul redresării treptate a activității economice a partenerilor externi³⁶. Pe parcursul intervalului de prognoză, importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a avea o dinamică pozitivă, impulsionată de creșterea cererii interne pe seama consolidării graduale a consumului final și a redresării formării brute de capital fix.

³⁴ În anul 2013, exporturile de bunuri și servicii au crescut în termeni reali cu 16,2 la sută comparativ cu anul anterior.

³⁵ În anul 2013, subgrupele „mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport” și „produse agroalimentare” au crescut cu 12,9 la sută și, respectiv, cu 30,7 la sută comparativ cu anul anterior, evoluție continuată în intervalul ianuarie-noiembrie 2014 (7,4 la sută și, respectiv, 7,8 la sută față de perioada corespunzătoare a anului precedent). Datele sunt aferente balanței de plăți și sunt exprimate în euro.

³⁶ Se presupune că aceasta va beneficia și de un impact favorabil al măsurilor de stimulare a economiei zonei euro adoptate recent de BCE.



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

În condițiile proiectării unei contribuții aproape nule a exporturilor nete de bunuri și servicii și a unei contribuții ușor negative a balanței veniturilor, ponderea deficitului de cont curent în PIB este anticipată a se situa la sfârșitul anului 2014 la un nivel similar celui de la finele anului 2013. Pe termen mediu este anticipată menținerea ponderii deficitului de cont curent în PIB la valori relativ reduse și sustenabile. Pe fondul înregistrării unor niveluri adecvate ale rezervelor internaționale, proiectarea unei relative stabilități a deficitului de cont curent contribuie la atenuarea vulnerabilităților României la o potențială creștere a volatilității capitalurilor adresate economiilor emergente și, ca atare, în scenariul de bază al proiecției nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative asupra cursului de schimb al leului.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari și, respectiv, al evoluției cursului de schimb real efectiv al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici³⁷.

În trimestrul IV 2014, ratele nominale ale dobânzilor³⁸ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari ai acestora au continuat să scadă, inclusiv ca urmare a impulsului propagat în timp al reducerilor ratei dobânzii de politică monetară. Scăderea ratelor nominale este însă inferioară reducerii așteptărilor privind inflația, astfel încât ratele reale au înregistrat o creștere, atât la credite, cât și la depozite. Cumulat, impactul asupra activității economice din trimestrul următor al deviațiilor de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor rămâne stimulat (deși în diminuare).

Pe parcursul trimestrului IV 2014, comparativ cu trimestrul anterior, moneda națională s-a depreciat în termeni nominali, în principal față de dolarul SUA, dar și în raport cu euro. Având în vedere contribuția doar ușor negativă a diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali, leul a înregistrat o depreciere și în termeni reali efectivi³⁹. În acest context, impactul cursului de schimb real efectiv prin intermediul canalului exporturilor nete asupra cererii agregate din trimestrul I 2015 a devenit stimulat.

³⁷ 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. Pentru detalii, a se consulta surse precum Glosarul de termeni, tematica Politică Monetară, disponibil pe *website*-ul BNR.

³⁸ Calculate ca medii ponderate în funcție de volumul creditelor noi și, respectiv, al depozitelor noi la termen.

³⁹ Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

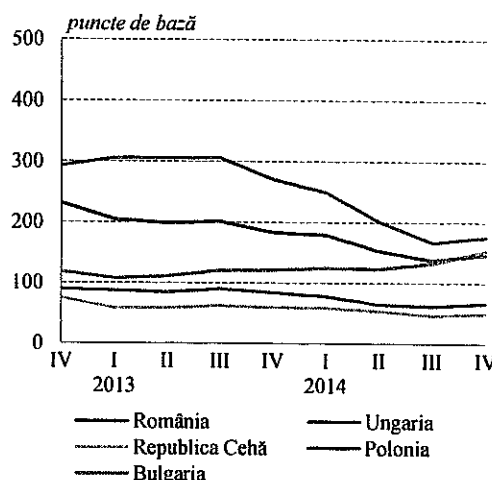
În trimestrul IV 2014 evoluția cotațiilor *Credit Default Swap* (CDS) sugerează un grad de risc marginal mai ridicat (față de trimestrul anterior) asociat plasamentelor derulate în economia națională. Această evoluție este în linie cu dinamica regională (pe fondul tensiunilor din Rusia), dar și în contextul conturării la nivel global a unui proces de reconsiderare a atractivității plasamentelor în economiile emergente. Totuși, deviația de la trend a primei de risc a rămas negativă și, cumulat cu menținerea sub nivelul de echilibru a ratei reale a dobânzii externe, exercită influențe favorabile asupra cererii interne. Aceste efecte sunt însă contrabalansate de cel aferent evoluției anticipate a cursului de schimb⁴⁰. În contextul evoluțiilor menționate, influența efectului de avuție și de bilanț din trimestrul IV 2014 asupra activității economice din trimestrul următor este aproximativ neutră.

Pe ansamblu, condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul IV 2014, cu impact asupra activității economice din trimestrul următor, sunt evaluate ca fiind stimulative, având ca efect, *ceteris paribus*, diminuarea presiunilor dezinflaționiste induse de deficitul de cerere agregată. În structura acestora, impactul favorabil provine din partea cursului de schimb real efectiv (prin intermediul canalului competitivității externe) și, respectiv, a deviației ratei reale a dobânzii la depozite.

Pe parcursul intervalului de prognoză, condițiile monetare în sens larg sunt proiectate a exercita o influență stimulative la adresa activității economice⁴¹. Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, în condițiile ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația, într-o manieră care să sprijine creșterea economică, inclusiv prin refacerea încrederii și revigorarea sustenabilă a activității de creditare.

Consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, impactul cumulat al deviațiilor de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei este preconizat a fi unul stimulative la adresa cererii agregate. Acesta este potențat de cel propagat prin intermediul efectului de avuție și de bilanț al agenților economici, rezultat în urma proiectării unor contribuții favorabile din partea ratei dobânzii externe – reflectând conduita acomodativă a politicii monetare a BCE –, a dinamicii cursului de schimb și a primei de risc, în condițiile anticipării situării deficitului bugetar și a celui de cont curent al balanței de plăți la niveluri prognozate a nu reprezenta surse de instabilitate la adresa cursului de schimb al leului. Totodată, cursul real efectiv exercită, prin canalul exporturilor nete, un impact stimulative, dar în diminuare spre orizontul proiecției.

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

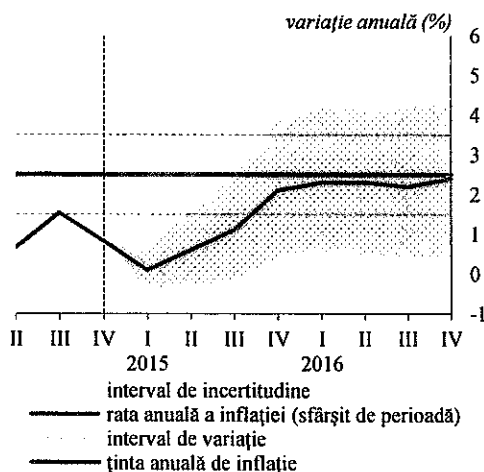


Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

⁴⁰ Aproximată prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

⁴¹ Comparativ cu runda anterioară de prognoză ansamblul condițiilor monetare reale este mai stimulative pe parcursul anului curent și ulterior ușor mai puțin stimulative.

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

1.4. Riscuri asociate proiecției

În condițiile incertitudinilor sporite cu privire la configurarea viitoare a unora dintre elementele cadrului macroeconomic intern și internațional, balanța riscurilor la adresa traiectoriei ratei anuale a inflației din scenariul de bază este evaluată, date fiind elementele disponibile la data elaborării prezentului raport, ca fiind înclinată în sus.

Pentru intervalul de referință, mediul extern este preconizat a fi principala sursă de incertitudini pe fondul instabilității geopolitice existente, o relevanță importantă fiind atribuită implicațiilor economice ale prelungirii conflictului din Ucraina, dar și ale incertitudinilor cu privire la impactul pe care situația din Grecia⁴² l-ar avea asupra zonei euro în general. Persistența tensiunilor geopolitice dintre Rusia și Ucraina, potențate de problemele existente în unele dintre economiile zonei euro ar putea accentua riscul unor consecințe nefavorabile semnificative atât prin efectele asupra principalilor parteneri comerciali din UE ai României, dar și prin intermediul fluxurilor financiare. Materializarea riscurilor datorate oricăreia dintre aceste surse ar putea determina realocări de portofoliu ale investitorilor prezenți pe piețele financiare locale, în funcție de calitatea factorilor fundamentali ai economiilor vizate, antrenând creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate acestora, implicit și economiei românești. O astfel de conjunctură ar putea avea drept rezultat fluctuații ale cursului de schimb al leului de natură să altereze semnificativ dinamica inflației comparativ cu cea din scenariul de bază al proiecției. Influențe similare sunt asociate și incertitudinilor aferente unei potențiale accentuări a divergenței dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale din lume⁴³, cu implicații ulterioare asupra diferențierii în rândul piețelor financiare. Cu toate acestea, dată fiind orientarea pe termen mediu și lung a investitorilor către economiile caracterizate prin dezechilibre economice externe și interne relativ reduse, precum și pentru cele angajate în programe coerente de reforme, progresele făcute în ultimii ani de către România în această direcție⁴⁴, precum 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.

⁴² Cu toate că alegerile parlamentare din Grecia au fost câștigate de partidul de extremă stânga, viitoarele decizii cu privire la situația economică a țării sunt considerate a fi neclare, neputând fi evaluate la acest moment nici măcar sub forma unor scenarii alternative.

⁴³ Orientarea către o politică monetară acomodativă a BCE și respectiv renunțarea la această conduită de către Fed.

⁴⁴ Aceste progrese includ ameliorarea fundamentelor economice, consolidarea vizibilității activelor românești în indici cu reprezentativitate pentru investițiile derulate la nivel global, precum și ameliorarea indicatorilor de performanță a activelor bancare, în paralel cu îmbunătățirea indicatorilor de lichiditate, solvabilitate și provizionare aferenți aceluiași sector.

Riscul continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar și, respectiv, al retragerii capitalurilor din regiune apare mai redus comparativ cu evaluarea aferentă precedentului Raport asupra inflației având în vedere încheierea cu succes, la finele anului trecut, a evaluării cuprinzătoare alcătuite din testele de calitate a activelor și, respectiv, cele de *stress*, derulate de Banca Centrală Europeană, precum și măsurile recente adoptate de aceeași instituție privind programul extins de achiziționare de active ce vizează eliberarea de lichiditate suplimentară, în principal prin cumpărarea de obligațiuni suverane ale statelor membre ale zonei⁴⁵.

Pe plan intern, rămân relevante incertitudinile privind implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale și de măsuri convenit cu UE, FMI și Banca Mondială; continuarea programelor coerente de reforme structurale rămâne un criteriu esențial de atragere a alocărilor de portofoliu către economia națională prin prisma consolidării percepției favorabile a investitorilor străini asupra riscului asociat economiei românești.

Riscurile la adresa inflației provenind din partea prețurilor administrate sunt relativ echilibrate pe termen scurt, fiind condiționate de posibilele reevaluări ale informațiilor provenind de la autoritățile de profil interne în contextul cel mai probabil al reconfigurării calendarului care prevede prelungirea termenului de implementare a etapelor de liberalizare a pieței gazelor naturale. Pe termen mediu, însă, se mențin unele incertitudini cu privire la cuantificarea, presupusă de scenariul de bază, a impactului pe care etapele de liberalizare a pieței gazelor naturale și energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori. Aceste incertitudini pot fi potențate de amplificarea instabilităților geopolitice din Ucraina și/sau Orientul Mijlociu, în măsura în care aceste tensiuni ar influența prețurile produselor energetice de pe piețele internaționale.

În privința evoluției prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă incertitudinile inerente asociate atât condițiilor meteorologice, acestea având potențialul de a influența oferta de produse agricole, cât și, în contextul actualelor evoluții macroeconomice externe, posibilei persistențe a suplimentării ofertei interne de importuri din unele țări afectate de limitarea accesului către Rusia, o piață importantă de desfacere pentru statele europene.

Balanța riscurilor provenind din partea prețurilor internaționale ale materiilor prime este apreciată ca fiind relativ echilibrată, având în vedere că riscul posibilelor intensificări ale tensiunilor geopolitice cu impact asupra stocurilor de bunuri, în special în sectorul

⁴⁵ Aceste măsuri sunt anticipate a avea efecte benefice asupra economiilor din centrul și estul Europei atât prin intermediul canalului comercial, cât și al celui financiar, constituind un suport pentru consolidarea creșterii economice și reducerea riscului constituirii unor bule ale activelor financiare în contextul menținerii politicilor macroprudențiale.

petrolier, este contrabalansat de o cerere globală relativ redusă⁴⁶. Cu toate acestea, continuarea evoluțiilor nefavorabile ale cursului de schimb EUR/USD într-o manieră similară celor recente are potențialul de a exercita o influență adversă asupra evoluției leului în raport cu dolarul SUA și, mai departe, asupra prețului petrolului exprimat în lei.

2. Evaluarea de politică monetară

Rata anuală a inflației s-a re poziționat în luna octombrie pe un trend alert descrescător, coborând pe parcursul trimestrului IV tot mai mult sub limita de jos a intervalului de variație al țintei staționare, implicit sub valorile prognozate. Decelerarea inflației s-a datorat în exclusivitate acțiunii factorilor de natura ofertei, determinanții majori ai acesteia fiind declinul abrupt al prețului internațional al petrolului și contracția în termeni anuali a prețurilor volatile ale produselor alimentare. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a rămas însă cvasistabilă, receptând influențele opuse exercitate, pe de o parte, de relativa restrângere a deficitului de cerere agregată și de deprecierea ușoară a leului în raport cu principalele monede și, pe de altă parte, de prelungirea scăderii ratei inflației în zona euro și de continuarea ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste. Pe acest fond, rata anuală a inflației s-a situat în luna decembrie la 0,83 la sută, iar media ei pe ansamblul anului 2014 a atins nivelul de 1,1 la sută – cel mai scăzut din ultimii 25 de ani.

La rândul lor, valorile proiectate ale ratei anuale a inflației au consemnat o nouă ajustare descendentă generalizată, însă sensibil mai pronunțată, de această dată pe primul segment al orizontului proiecției. Astfel, potrivit actualei prognoze, rata anuală previzionată a inflației scade în primul trimestru al anului curent la valori cvasinule, iar traiectoria ascendentă pe care se plasează ulterior se menține până în trimestrul III sub limita inferioară a intervalului țintei staționare, cu toate că panta ei crescătoare se accentuează la începutul celui de-al doilea semestru; drept urmare, aceasta revine spre finalul anului 2015 în jumătatea inferioară a intervalului țintei staționare, iar nivelul pe care-l atinge în luna decembrie este doar marginal mai scăzut decât cel prognozat anterior (2,1 la sută, față de 2,2 la sută). În următoarele patru trimestre traiectoria ratei anuale prognozate a inflației se stabilizează însă pe un palier situat confortabil sub punctul central al țintei de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, implicit sub valorile evidențiate de precedentă proiecție, înregistrând doar o ușoară creștere – până la 2,4 la sută – la finalul anului 2016 (față de 2,6 la sută⁴⁷, anticipat anterior). Drept consecință, media anuală a

⁴⁶ Evoluțiile recente indică scăderea cotației petrolului Brent pe fondul creșterii semnificative a producției și trenării cererii de consum.

⁴⁷ Dinamica anuală aferentă trimestrului III 2016 din prognoza inclusă în Raportul asupra inflației, noiembrie 2014.

ratei inflației previzionată pentru anul 2015 se reduce la 0,8 la sută (de la 1,5 la sută, în proiecția anterioară), iar pentru anul 2016 se anticipează o valoare a acesteia de 2,3 la sută.

Semnificativa modificare a perspectivei pe termen scurt a inflației are drept unic resort impactul consistent anticipat a fi exercitat temporar de adâncirea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a prețului combustibililor și a prețurilor volatile ale produselor alimentare, în condițiile prefigurării prelungirii în trimestrele următoare a influențelor decurgând din scăderea amplă a prețului internațional al petrolului, precum și din relativa creștere a ofertei de produse agricole pe seama producției bune realizate pe plan intern și regional în anul 2014. În sensul coborârii traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației acționează și revizuirea descendentă, pe aproape întregul orizont de prognoză, a amplitudinii prognozate a ajustărilor de prețuri administrate; efectele dezinflaționiste ale acesteia sunt însă anihilate pe termen scurt de creșterea tranzitorie a ratei anuale previzionate a inflației CORE2 ajustat, indusă, prin intermediul prețurilor importurilor, de comportamentul cursului de schimb al leului.

Inflația CORE2 ajustat devine, în schimb, la începutul anului 2016 și rămâne ulterior principalul resort al temperării inflației în raport cu precedentă proiecție, în condițiile în care traiectoria ușor ascendentă pe care dinamica anuală prognozată a acesteia se plasează în primul trimestru este sensibil inferioară celei previzionate anterior, nedepășind la finalul orizontului proiecției nivelul de 1,4 la sută⁴⁸. Noua schimbare a perspectivei inflației de bază decurge din revizuirea în scădere a previziunilor privind inflația în zona euro și în alte țări din UE – coroborată cu evoluția așteptată a cursului de schimb al leului – precum și din acțiunea dezinflaționistă mai intensă prezumată a fi exercitată de anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, în condițiile prelungirii recente a tendinței descendente a acestora. Influența lor este doar parțial contrabalansată de impactul relativei accentuări a trendului de restrângere a valorilor prognozate ale deficitului de cerere agregată, având ca premise și ipoteze majore revizuirea consistentă a seriei istorice de date privind PIB, accelerarea semnificativă a creșterii economice în trimestrul III al anului trecut, precum și menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, asociată cu o relativă ameliorare a mecanismului transmisiei monetare, dar și persistența caracterului fragil al redresării economice globale și în zona euro, precum și prelungirea atitudinii cvasineutre a politicii fiscale.

Configurația și determinanții noii perspective a inflației oferă băncii centrale un spațiu adițional de ajustare prudentă a conduitei politicii monetare, în condițiile menținerii coerenței temporale a

⁴⁸ În precedentă proiecție, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat se situa la finalul orizontului proiecției la 1,7 la sută.

acesteia și ale sincronizării ei cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune și din zona euro. Utilizarea acestui spațiu – în scopul atingerii țintei de inflație pe termen mediu și într-o manieră care să sprijine creșterea economică, inclusiv prin refacerea încrederii și revigorarea procesului de creditare – continuă să fie condiționată de caracteristicile/performancele politicii fiscale, ale reformelor structurale și ale atragerii fondurilor europene, urmărirea consecventă și îndeplinirea obiectivelor specifice convenite în aceste domenii cu UE, FMI și Banca Mondială fiind esențiale pentru preservarea coerenței mixului de politici macroeconomice. Repere importante în fundamentarea deciziei de politică monetară rămân, de asemenea, dimensiunea și sursa incertitudinilor asociate perspectivei inflației, precum și natura și probabilitatea de materializare a riscurilor la adresa ei. Din această perspectivă, actuala prognoză a inflației se relevă a fi caracterizată printr-un grad deosebit de înalt de incertitudine, precum și prin multiple și sporite riscuri în dublu sens la adresa ei, considerate a avea, însă, un potențial relativ restrâns de a afecta durabil anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, implicit evoluția inflației pe orizonturi mai îndepărtate de timp, în ipoteza materializării lor.

Cele mai relevante incertitudini și riscuri mixte la adresa evoluției viitoare a inflației continuă să fie generate de mediul extern, surse importante ale acestora fiind conflictul din Ucraina și implicațiile sale, situația din Grecia, precum și divergența accentuată dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii, care, prin potențialele efecte exercitate asupra apetitului global pentru risc, dar, posibil, și asupra percepției investitorilor în ceea ce privește riscul asociat economiei și pieței financiare românești, pot induce fluctuații ascendente/descendente mai ample ale cursului de schimb al leului, implicit abateri – în dublu sens – ale acestuia, dar și ale inflației, de la coordonatele anticipate. Este însă de așteptat ca, simultan sau cu un anumit decalaj de timp, factorii externi menționați să exercite și efecte contrare asupra inflației interne, pe calea modificărilor produse în dinamica activității economice și în ritmul inflației din zona euro și din statele din regiune – implicit în evoluția exporturilor și a prețurilor de import ale României – dar și în comportamentul fluxurilor de capital orientate spre economia românească, evoluții de natură să afecteze⁴⁹ dinamica restrângerii deficitului de cerere agregată și a intensității presiunilor dezinflaționiste ale acestuia.

Sursa majoră de incertitudini și riscuri în dublu sens la adresa perspectivei pe termen mediu a inflației o constituie însă, în actualul context, evoluția viitoare a prețului internațional al petrolului, inclusiv datorită capacității ei de a genera semnificative efecte divergente, mai ales pe orizonturi diferite de timp. Astfel,

⁴⁹ Prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii, precum și al efectului de avuție și bilanț al ratei de schimb.

o eventuală prelungire a declinului/nivelului scăzut al prețului petrolului – ce pare a fi mai probabilă în actualul context – ar fi de natură să amplifice pe termen foarte scurt influența deflaționistă a prețului intern al combustibililor, dar și să accelereze scăderea presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată pe un orizont mai mare de timp, prin impulsul dat creșterii economice de efectele exercitate asupra costurilor de producție și venitului disponibil real al populației, dar și asupra cererii externe de produse și servicii românești; aceasta din urmă ar putea fi stimulată suplimentar de impactul expansionist exercitat asupra activității economice în zona euro, implicit a economiilor principalilor parteneri comerciali ai României, de potențiala prelungire/accentuare a tendinței de depreciere a euro în raport cu dolarul SUA.

Mediul intern continuă, la rândul lui, să genereze riscuri la adresa inflației, în condițiile persistenței incertitudinilor privind ritmul implementării măsurilor de reformă structurală convenite cu UE, FMI și Banca Mondială, ce pot influența favorabil sau advers percepția investitorilor străini asupra riscului asociat economiei și pieței financiare românești, implicit comportamentul cursului de schimb al leului. Importante surse interne de riscuri, relativ echilibrate, la adresa perspectivei inflației rămân, de asemenea, dimensiunea și ritmul ajustărilor de prețuri administrate, precum și evoluția viitoare a prețurilor produselor alimentare, abaterile temporare de la coordonatele prognozate potențial consemnate de acestea în perioada următoare nefiind însă de natură a afecta anticipațiile inflaționiste pe termen mai îndelungat.

În condițiile poziționării la niveluri mai scăzute a traiectoriei prognozate a ratei anuale a inflației și ale menținerii ei sub punctul central al țintei până la finalul orizontului proiecției, având ca determinanți temperarea evoluției anticipate a prețurilor volatile, persistența deficitului de cerere agregată, coborârea pe un palier mai jos a anticipațiilor privind inflația, precum și prelungirea inflației reduse în zona euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 februarie 2015, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 2,25 la sută pe an. În același timp, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 2,00$ puncte procentuale de la $\pm 2,25$ puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 4,75 la sută la 4,25 la sută pe an, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost menținută la 0,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.