



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
februarie 2013

Anul IX, nr. 31
Serie nouă



Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Februarie 2013

Anul IX, nr. 31

Serie nouă

NOTĂ

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

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

Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.

*Banca Națională a României
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București
tel.: 021/312.43.75; fax: 021/314.97.52*

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 februarie 2013 și include informațiile disponibile până la data de 30 ianuarie 2013.

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
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
APIA	Asociația Producătorilor și Importatorilor de Automobile
BCE	Banca Centrală Europeană
BERD	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
CRC	Centrala Riscului de Credit
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
ESI	indicatorul de încredere în economie
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
Fed	Sistemul Rezervelor Federale
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
LFO	legume, fructe, ouă
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
1M	1 lună
3M	3 luni
6M	6 luni
12M	12 luni

Cuprins

SINTEZĂ	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
1. Cererea și oferta	15
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	18
2. Piața muncii	19
3. Prețurile de import și prețurile de producție	21
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	24
1. Politica monetară	24
2. Piețe financiare și evoluții monetare	27
2.1. Ratele dobânzilor	28
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	30
2.3. Moneda și creditul.....	31
IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	34
1. Scenariul de bază	36
1.1. Ipoteze externe	36
1.2. Perspectivele inflației	38
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	41
1.4. Riscuri asociate proiecției	49
2. Evaluarea de politică monetară	51

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La sfârșitul anului 2012, rata anuală a inflației IPC s-a situat la 4,95 la sută, cu 0,38 puncte procentuale sub valoarea înregistrată la finele trimestrului III. Acest nivel plasează rata inflației cu 0,95 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului-țintă stabilit pentru sfârșitul de an, însă marginal sub prognoza BNR de 5,1 la sută aferentă Raportului asupra inflației din noiembrie. Diferența față de nivelul proiectat anterior provine din decelerări mai accentuate decât cele anticipate în dinamica prețurilor volatile ale alimentelor și cea a prețurilor combustibililor, parțial compensate de creșteri ușor mai rapide ale prețurilor administrate și ale prețurilor produselor din tutun.

Decelerarea în trimestrul IV a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum s-a datorat unor factori care au atenuat efectele șocurilor adverse de natura ofertei aflate la originea avansului substanțial al inflației în trimestrul precedent. În acest sens a contribuit cu precădere temperarea semnificativă a dinamicii anuale a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO¹), ca urmare a deflației lunare înregistrate în octombrie și noiembrie la grupa prețurilor legumelor. În plus, reducerea cotațiilor internaționale ale țiteiului și aprecierea din luna decembrie a leului față de dolarul SUA au condus la înscrierea dinamicii anuale a prețurilor combustibililor pe o traiectorie descendentă în acest trimestru.

Influența favorabilă a evoluției acestor componente asupra dinamicii indicelui agregat din trimestrul IV a fost parțial compensată de accelerarea, față de trimestrul precedent, a ritmului anual de creștere a prețurilor celorlalte grupe de produse din coșul de consum. În cazul prețurilor administrate, aceasta a fost, în principal, consecința includerii în factura energiei electrice pentru consumatorii casnici a valorii certificatelor verzi², în timp ce pentru produsele din tutun creșterea anuală mai alertă a prețurilor din trimestrul IV a fost justificată de alte considerente decât majorarea accizelor, cel mai probabil de acoperirea pierderilor financiare ale operatorilor de pe această piață.

Inflația de bază CORE2 ajustat³ s-a menținut pe parcursul trimestrului IV la 3,3 la sută, cu 0,3 puncte procentuale peste nivelul din luna septembrie. La această evoluție a contribuit preponderent încorporarea treptată în prețurile de consum ale produselor alimentare procesate a creșterii costurilor cu materiile prime vegetale, în urma reducerii substanțiale în anul 2012 a producției agricole. O altă influență nefavorabilă a provenit din ajustarea în sus a anticipațiilor privind inflația sub impactul creșterilor de prețuri deja produse și al celor așteptate pe termen scurt. La atenuarea influențelor adverse asupra ratei anuale a inflației de bază au contribuit atât persistența unui deficit substanțial de cerere agregată, cât și efectul favorabil exercitat asupra prețurilor de import și a prețurilor libere ale serviciilor de aprecierea leului față de euro înregistrată în decembrie, comparativ cu luna septembrie.

¹ Legume, fructe și ouă.

² Instrument de susținere a producției de energie regenerabilă, reglementat de Legea nr. 134/2012.

³ 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.

Ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie a rămas pozitiv în perioada octombrie-noiembrie 2012. Deși pe ansamblul celor două luni a avut loc o decelerare față de trimestrul III, dinamica ascendentă din noiembrie comparativ cu octombrie nu permite extrapolarea unei tendințe favorabile clare pe întreg trimestrul IV. Pentru consolidarea perspectivelor pe termen mediu de revenire a inflației în interiorul intervalului-țintă, este esențială corelarea în perioadele următoare a dinamicii salariilor cu cea a productivității muncii.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 2 noiembrie 2012, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an. Prognoza macroeconomică actualizată prevedea plasarea ratei anuale a inflației deasupra intervalului de variație din jurul țintei în prima parte a perioadei de proiecție. Deteriorarea perspectivelor pe termen scurt ale inflației se produsese ca urmare a materializării unor riscuri semnalate de către BNR în analizele precedente, prin efectele nefavorabile de natură tranzitorie exercitate de evoluția prețurilor interne și internaționale ale produselor alimentare, care amplificaseră efectele statistice de bază adverse, și prin transmiterea deprecierei anterioare a monedei naționale față de principalele valute. Principalele riscuri asociate noii prognoze erau legate de o potențială accentuare a volatilității fluxurilor de capital în contextul unei eventuale deteriorări a evoluțiilor mediului extern și de conjunctura electorală internă din perioada imediat următoare. Decizia Consiliului de administrație al BNR urmărea adecvarea conduitei politicii monetare în scopul prevenirii efectelor de runda a doua ale șocurilor adverse de natura ofertei și crearea condițiilor revenirii pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului asociat țintei.

Datele statistice publicate ulterior deciziei de politică monetară de la începutul lunii noiembrie au relevat decelerarea moderată a inflației IPC în lunile octombrie și noiembrie. Această evoluție indica menținerea perspectivelor favorabile revenirii ratei anuale a inflației în interiorul intervalului-țintă până la finele anului 2013. Cu toate acestea, pe termen scurt continuau să fie relevante riscuri și incertitudini legate de evoluțiile mediului extern, ale fluxurilor de capital, ale prețurilor administrate, precum și ale unor prețuri volatile. În plus, conservarea perspectivelor de revenire a ratei anuale a inflației în apropierea țintei pe termen mediu impunea continuarea eforturilor de ancorare fermă a anticipațiilor privind inflația. În acest context, în ședința din 7 ianuarie 2013, Consiliul de administrație al BNR a apreciat că păstrarea unei conduite prudente a politicii monetare este esențială pentru atingerea obiectivelor pe termen mediu privind stabilitatea prețurilor și cea financiară, ca fundamente ce contribuie la o creștere economică sustenabilă. Ca urmare, a fost luată decizia menținerii ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Prognoza prevede menținerea ratei anuale a inflației IPC deasupra intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale (stabilită la 2,5 la sută începând din 2013) până în trimestrul II 2013, urmată de plasarea acesteia la finele următoarelor două trimestre la nivelul limitei superioare (3,5 la sută) și, ulterior, reînscriserea și consolidarea în interiorul intervalului până la orizontul proiecției.

Pe ansamblul anului 2012, dinamica PIB real este anticipată a înregistra o cvasistagnare, după consemnarea unei creșteri economice de 2,2 la sută în anul 2011. Definitorii pentru această evoluție au fost impactul contracției cererii externe asupra exporturilor nete și, respectiv, a producției industriale, precum și oferta agricolă afectată sever de condițiile meteorologice

nefavorabile. Șocul advers al ofertei de produse agricole a produs efecte maxime în trimestrul III 2012, întrerupând seria celor șase intervale consecutive de creștere a PIB real în termeni anuali, în timp ce indicatorii statistici cu putere predictivă pentru evoluția creșterii economice, publicați pe parcursul trimestrului IV, indică drept probabilă menținerea dinamicii anuale negative a PIB și în acest interval. La nivelul întregului an, contribuțiile favorabile imprimare de cererea de consum a gospodăriilor populației și, mai ales, de formarea brută de capital fix sunt de așteptat a fi în mare parte anulate de aporturile negative cumulate ale exportului net și ale variației stocurilor. Pentru anul 2013 se prevede înregistrarea unei dinamici moderate a PIB, impulsivă cu precădere de componentele interne ale cererii. În același timp, evoluția exporturilor nete va continua să fie constrânsă de maniera anticipat graduală a redresării activității economice a principalilor parteneri comerciali ai României, în pofida perspectivelor favorabile cu privire la dinamica pe întregul interval de proiecție a costurilor interne unitare reale cu forța de muncă. În aceste condiții, ponderea în PIB nominal a deficitului de cont curent al balanței de plăți este anticipată a se situa atât în 2013, cât și în 2014 la valori ușor mai scăzute decât în anul 2012. Ca urmare, nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative asupra cursului de schimb al monedei naționale până la orizontul proiecției. Deficitul de cerere a fost revizuit pe întreg intervalul de referință la valori care implică presiuni dezinflaționiste relativ mai puțin accentuate decât în runda anterioară de prognoză. Intensitatea acestora este însă prevăzută a se disipa relativ lent pe termen mediu, implicând persistența nivelului efectiv al PIB sub cel potențial la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,5 la sută la sfârșitul anului 2013, nivel identic celui anticipat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2012, și la 3,2 la sută la finele anului 2014. Reconfirmarea prognozei anterioare a ratei inflației pentru sfârșitul anului curent s-a produs în condițiile operării unor reevaluări ale contribuțiilor principalelor componente ale coșului de consum. Astfel, contribuțiile anticipate mai ridicate ale prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice, precum și ale celor administrate sunt de așteptat a fi contrabalansate de dinamica mai favorabilă comparativ cu cea din runda anterioară a indicelui CORE2 ajustat.

Proiecția curentă prevede atingerea unui maxim al ratei anuale a inflației (5,9 la sută) în trimestrul II 2013, urmată de o atenuare semnificativă până la începutul anului 2014 și de consolidarea pentru restul intervalului de prognoză în apropierea nivelului de 3 la sută.

Accelerarea temporară a creșterii prețurilor de consum pe parcursul trimestrului II al anului curent reflectă exclusiv evoluția componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile alimentare (LFO), ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice. Reluarea dezinflației în partea a doua a anului 2013 va fi facilitată, în condițiile preconizării în scenariul de bază a ipotezei unui an agricol normal, de tranziția de la un efect statistic de bază advers la unul de sens contrar, de așteptat să influențeze relativ favorabil dinamica prețurilor LFO și a celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat.

Traectoria proiectată a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat se va situa sub cea din prognoza anterioară pe cea mai mare parte a intervalului proiecției, cu excepția trimestrelor II și III 2014. Revizuirea semnificativă în jos pentru prima jumătate a intervalului de referință este rezultatul proiectării unor dinamici atenuate comparativ cu prognoza precedentă pentru prețurile importurilor, în principal ca efect al aprecierii recente a monedei naționale, pentru prețurile alimentelor procesate, precum și pentru anticipațiile privind inflația.

Rata inflației CORE2 ajustat este prognozată a se înscrie pe o traiectorie descendentă, de la nivelul de 3,3 la sută atins la finele anului 2012 la un minim de 2 la sută la sfârșitul anului curent, urmând a se stabiliza în cursul anului 2014 în jurul valorii de 2,2 la sută. Se prevede astfel revenirea ratei anuale a inflației de bază în a doua jumătate a anului 2013 la valori similare celor dinaintea producerii șocurilor adverse din anul precedent asupra prețurilor alimentelor și cursului de schimb al leului. Dinamica proiectată reflectă disiparea efectelor acestor șocuri, precum și ajustarea treptată a anticipațiilor privind inflația, inclusiv sub impactul conduitei prudente a politicii monetare. Presiuni dezinflaționiste sunt prevăzute a fi generate în continuare de persistența deficitului amplu de cerere, dar cu o intensitate relativ mai redusă decât în rundele anterioare de prognoză, pe fondul reevaluării magnitudinii deviației PIB de la nivelul său potențial pe întreg intervalul de referință. Această reevaluare explică în cea mai mare măsură anticiparea revenirii ratei inflației de bază în cursul anului 2014 la valori ușor peste cea de 2 la sută.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare calibrarea ansamblului condițiilor monetare reale în sens larg pentru a asigura revenirea și consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, creând astfel premisele necesare redresării treptate a procesului de creditare a sectorului privat al economiei, aceasta contribuind la reluarea pe baze sustenabile a creșterii economice. În acest scop, o atenție prioritară va continua să fie acordată demersurilor de ancorare a anticipațiilor privind inflația la o dinamică convergentă către ținta stabilită pe termen mediu.

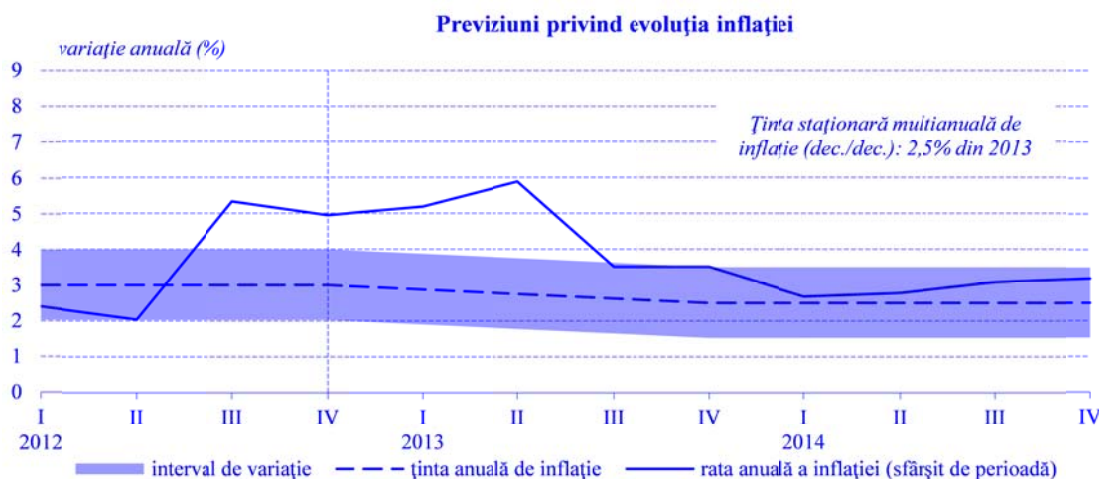
Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță care se menține înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, dar având o asimetrie ceva mai atenuată decât în runda anterioară de prognoză.

Riscul de proveniență externă cu cea mai mare relevanță pentru intervalul de referință provine din potențialul creșterii pe termen mediu a volatilității fluxurilor de capital destinate finanțării activității economice interne, pe fondul incertitudinilor care se mențin cu privire la intervalul de timp necesar redresării economiei UE, cu precădere a celei a zonei euro. Fluxuri ample de capital volatil, în ambele sensuri, pot genera riscuri la adresa stabilității prețurilor și a celei financiare, precum și a redresării sustenabile a creșterii economice. Pe de o parte, materializarea unui scenariu mai puțin favorabil privind creșterea economică a UE ar putea avea ca efect, prin intermediul fenomenului de contagiune, înrăutățirea sentimentului investitorilor cu privire la plasamentele realizate în economiile emergente din zonă și ar constrânge suplimentar cererea de bunuri românești destinate exportului. Aceasta ar conduce, în ultimă instanță, la reducerea fluxurilor de capital adresate economiei românești și la presiuni de depreciere a monedei naționale, cu influențe nefavorabile asupra dinamicii prețurilor interne de consum și a costurilor de atragere a finanțărilor atât pentru sectorul privat, cât și pentru cel public, inclusiv prin intermediul canalului de avuție și bilanț pentru debitorii neacoperiți la riscul valutar. Pe de altă parte, pe fondul incertitudinilor privind perspectivele zonei euro, intrări substanțiale de capitaluri, inclusiv de fluxuri în căutare de câștiguri temporare de randament, inerent instabile, ar amplifica volatilitatea cursului de schimb al monedei naționale și ar împiedica ajustarea ordonată a dezechilibrelor macroeconomice.

Atenuarea, comparativ cu evaluarea anterioară, a balanței nefavorabile a ansamblului riscurilor asociate proiecției provine, în principal, din disiparea tensiunilor politice interne prezente la momentul publicării raportului din luna noiembrie 2012. Mediul intern generează însă în continuare riscuri de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria de bază, asociate incertitudinilor privind consecvența implementării *mix*-ului de politici macroeconomice și

reforme structurale agreeate cu consorțiul instituțiilor internaționale (UE, FMI și BM). Eventuale abateri de la implementarea la timp și în parametri conveniți a angajamentelor menționate pot induce o deteriorare a percepției investitorilor cu privire la perspectivele economiei României, cu impact nefavorabil asupra volatilității și costurilor surselor de finanțare direcționate către aceasta.

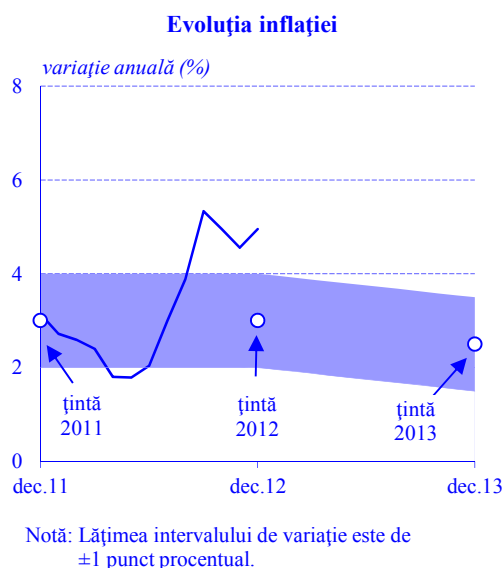
Dinamica viitoare a prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale reprezintă un factor de risc relevant îndeosebi pe termen mediu, în condițiile în care, la acest orizont, menținerea sau accentuarea incertitudinilor din zona euro ar afecta în mod nefavorabil dinamica cursului EUR/USD și, în consecință, pe cea a leului în raport cu dolarul SUA. În același timp, riscuri ale unor abateri nefavorabile de la traiectoria ratei inflației IPC din scenariul de bază continuă să provină și în această rundă din partea dinamicii interne a prețurilor administrate, pe fondul menținerii incertitudinilor cu privire la etapizarea și magnitudinea majorărilor prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale. Totodată, în condițiile ponderii ridicate deținute de produsele alimentare în coșul bunurilor de consum, orice deviații nefavorabile de la ipoteza statuată în scenariul de bază, aceea a unor ani agricoli normali în 2013 și 2014, ar fi de natură să aibă o influență semnificativă asupra traiectoriei proiectate a inflației.



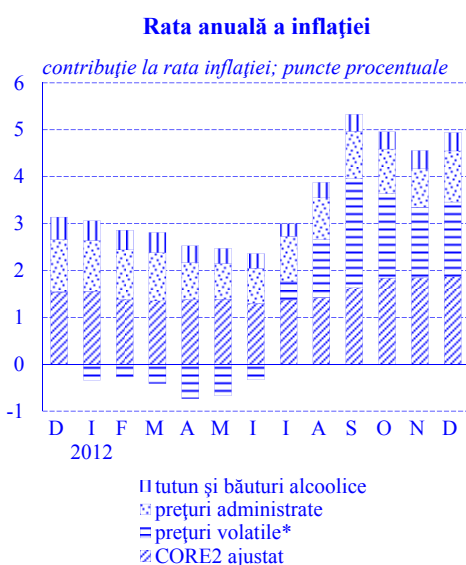
Decizia de politică monetară

În vederea ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste și a consolidării perspectivei reînscrierii ratei anuale a inflației în intervalul asociat țintei pe termen mediu, odată cu atenuarea efectelor adverse ale șocurilor de natura ofertei, amplificate tranzitoriu în primul semestru al anului de ajustarea mai amplă a unor prețuri administrate, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 februarie 2013 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an, concomitent cu gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

La finele anului 2012, rata anuală a inflației s-a situat la 4,95 la sută, coborând cu 0,38 puncte procentuale sub nivelul maxim pentru acest an consemnat în luna septembrie, însă a rămas în afara intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei anuale de 3 la sută. Atenuarea inflației anuale a avut loc în contextul corecției prețurilor volatile alimentare, al traiectoriei descendente a cotației internaționale a țiteiului și al aprecierii monedei naționale față de euro. În sens contrar au acționat majorarea unor tarife administrate, încorporarea treptată în prețurile de consum a creșterii costurilor cu materiile prime vegetale, în urma reducerii substanțiale a producției agricole, precum și deteriorarea anticipațiilor inflaționiste. Sub influența ultimilor doi factori, parțial contrabalansată de persistența deficitului de cerere, inflația de bază CORE2 ajustat a urcat cu 0,3 puncte procentuale, până la 3,26 la sută.

Cea mai însemnată contribuție la temperarea ratei anuale a inflației în trimestrul IV 2012 a revenit prețurilor volatile, îndeosebi prin intermediul componentei „legume, fructe, ouă”. Astfel, dinamica anuală aferentă subgrupeii LFO s-a încetinit semnificativ (-9,5 puncte procentuale, până la 18,2 la sută), în principal ca urmare a evoluției atipice pentru această perioadă a prețurilor legumelor (deflații lunare în intervalul octombrie-noiembrie). Corecția a survenit pe fondul reacției cererii la creșterea record pentru luna septembrie și a fost accelerată de caracterul perisabil al acestor produse, dat fiind și deficitul de spații adecvate de depozitare. În sens dezinflaționist au acționat și scăderile lunare ale prețurilor combustibililor, reflectate în inversarea traiectoriei ascendente a dinamicii anuale (de la 8 la sută în luna septembrie la 5,2 la sută la sfârșitul anului). Dacă în primele două luni ale intervalului determinantă a fost mișcarea descendentă a cotațiilor internaționale ale țiteiului¹, în ultima lună influența predominantă a revenit aprecierii monedei naționale în raport cu dolarul SUA (cu 3,1 la sută față de media lunii noiembrie 2012).

Creșterea anuală a prețurilor administrate s-a plasat în luna decembrie la 6,1 la sută (față de 5,7 la sută la finele trimestrului III), perioada analizată fiind marcată de ajustarea cu 7,25 la sută a prețului energiei electrice, ca urmare a evidențierii distincte în factura consumatorilor casnici a valorii certificatelor

¹ Prețul petrolului Brent a coborât de la 113,4 dolari SUA/baril în luna septembrie la 109,3 dolari SUA/baril în luna decembrie 2012, în contextul deteriorării perspectivelor de creștere economică mondială, precum și al nivelului ridicat al stocurilor de țitei din SUA (potrivit rapoartelor lunare ale OPEC privind piața petrolului).

verzi² – instrument de susținere a producției de energie regenerabilă. În cadrul grupei energie, merită menționată și majorarea dinamicii anuale a prețului gazelor naturale cu încă 2,4 puncte procentuale în luna octombrie față de septembrie, datorată exclusiv unor efecte statistice, odată cu încorporarea integrală în indicii lunari a ajustării de tarif implementate la mijlocul lunii septembrie.

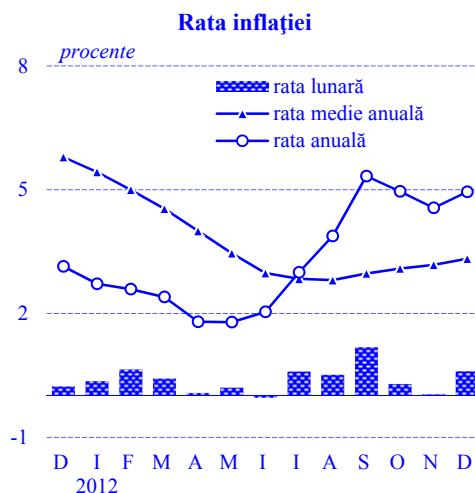
O dinamică anuală în creștere au consemnat și prețurile produselor din tutun, până la 5,8 la sută, însă de data aceasta evoluția nu s-a datorat modificărilor nivelului accizelor, ci efectului nefavorabil al unor factori de piață (mișcări ale cursului de schimb, reducerea cererii la nivel european) asupra rezultatelor financiare din anul 2012 ale unui operator reprezentativ.

Din perspectiva sferei de influență a politicii monetare, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a plasat pe parcursul trimestrului IV la 3,3 la sută, nivel superior cu 0,3 puncte procentuale celui din luna septembrie. Stagnarea inflației de bază a fost rezultatul unor evoluții divergente la nivelul principalelor subgrupe: avansul ratelor anuale de creștere pe componentele mărfurilor alimentare și nealimentare fiind contracarat de inversarea tendinței ascendente în cazul serviciilor libere.

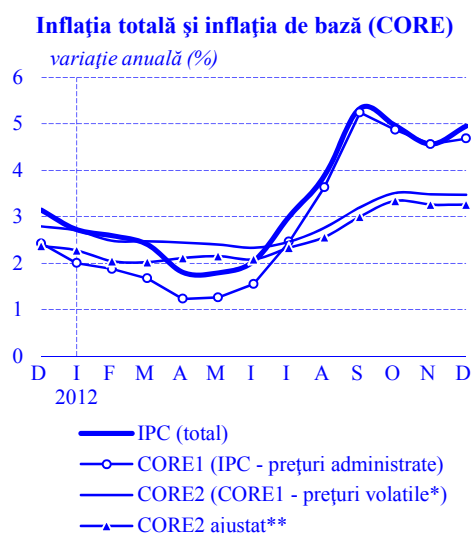
Majoritatea produselor alimentare incluse în coșul inflației de bază CORE2 ajustat au continuat să fie afectate de șocul advers de ofertă agricolă din anul 2012, însă într-o măsură mai redusă comparativ cu trimestrul anterior, în principal ca urmare a contracției cererii de consum. Amplitudinea creșterilor de preț a fost diferită pe principalele categorii de produse, transmisia șocului de ofertă fiind influențată de gradul de concentrare a fiecărei piețe (semnificativ mai ridicat în cazul uleiului decât în cel al produselor din carne sau de panificație) și de capacitatea de negociere a producătorilor în cadrul lanțului de distribuție (de exemplu, încorporare limitată a majorării considerabile a costului cu furajele în prețul produselor lactate). În plus, în cazul cărnii, eforturile de reorientare ale procesatorilor către piața externă (stimulate și de ridicarea embargoului pentru carnea de porc la începutul anului 2012) au scăzut dependența acestora de piața internă, permițându-le practicarea de prețuri mai mari.

Cu toate că prețurile subgrupei mărfurilor nealimentare au înregistrat o intensificare ușoară de ritm în perioada octombrie-decembrie 2012, dinamica anuală a acestora a rămas de circa două ori mai scăzută față de inflația CORE2 ajustat, reflectând persistența deficitului de cerere. În absența unor presiuni din partea

² Conform Legii nr. 134/2012.

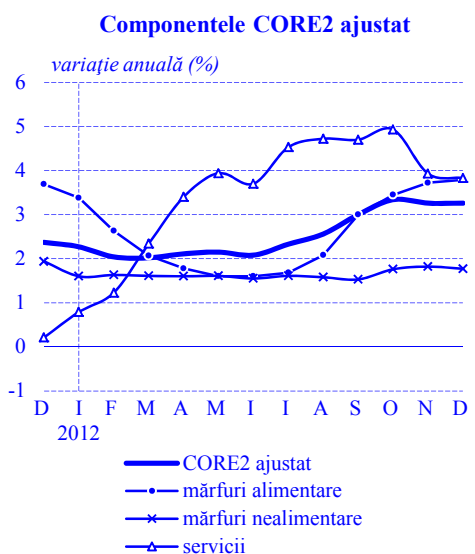


Sursa: INS

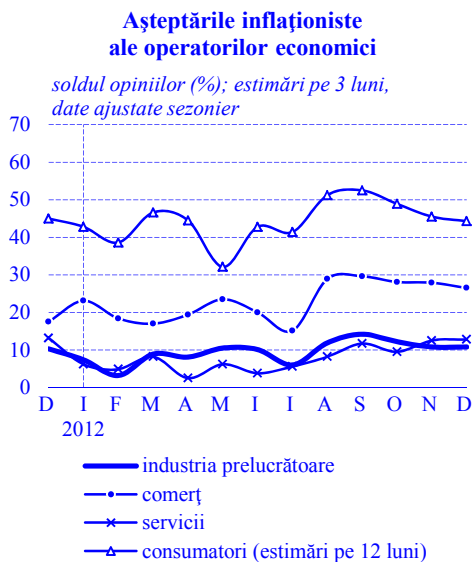


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili
**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

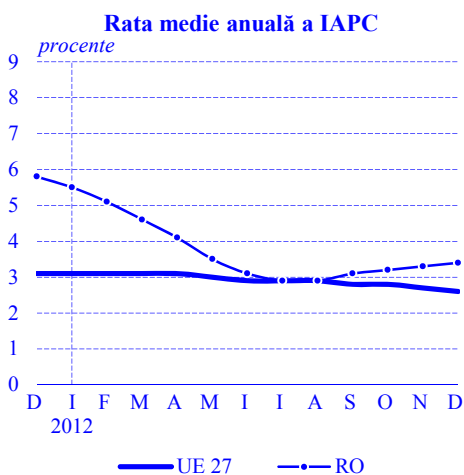
Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: CE-DG ECFIN



Sursa: Eurostat

prețurilor externe³, un element explicativ pentru evoluția ascendentă din intervalul analizat ar putea fi deteriorarea costurilor unitare cu forța de muncă în industria ușoară în ultimele șase trimestre.

Componenta „servicii” a inflației de bază a înregistrat o decelerare de ritm, asociată în mare parte variației cursului de schimb: aprecierea monedei naționale cu 0,24 la sută în raport cu euro în decembrie 2012 față de septembrie, respectiv atenuarea deprecierii în termeni anuali cu 1,2 puncte procentuale.

Așteptările inflaționiste ale agenților economici au continuat să se înrăutățească în ansamblu, tendință imprimată pe parcursul perioadei analizate de anticipațiile consumatorilor, operatorilor din comerțul cu amănuntul și servicii, precum și ale analiștilor financiari. Și de această dată, mișcările ascendente ale prețurilor alimentelor și cursului de schimb din lunile septembrie-octombrie 2012 au avut un rol determinant în formarea așteptărilor privind inflația, dat fiind caracterul preponderent adaptiv al acestora.

Din perspectiva criteriului privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht, ecartul față de acesta s-a lărgit la 0,6 puncte procentuale, rata medie anuală a IAPC din România majorându-se la sfârșitul anului 2012 până la 3,4 la sută, comparativ cu 3,1 la sută la finele trimestrului III. Decalajul față de inflația medie din Uniunea Europeană s-a adâncit, de asemenea, până la 0,7 puncte procentuale, o contribuție revenind și reducerii inflației în unele state europene, pe fondul trenării activității economice și al incertitudinii ridicate cu privire la perspectivele de redresare.

În luna decembrie 2012, rata anuală efectivă a inflației a fost inferioară cu 0,15 puncte procentuale proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna noiembrie. Deviația față de prognoză a fost determinată, în principal, de ajustări descendente peste așteptări consemnate de prețurile produselor volatile; în sens contrar au acționat majorările prețurilor administrate, de amplitudine mai ridicată comparativ cu cele prognozate.

³ Prețurile externe au fost approximate prin prețurile pentru piața externă a producătorilor industriali de bunuri de consum (cu excepția bunurilor alimentare) din UE-15.

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

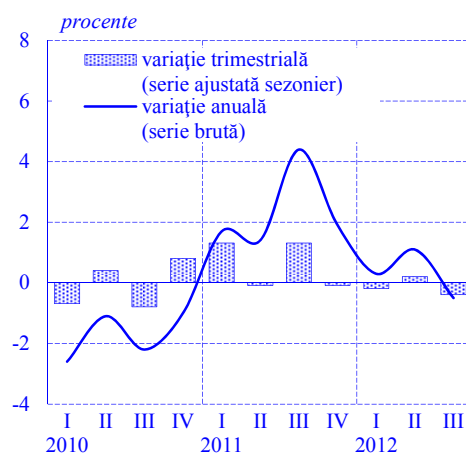
1. Cererea și oferta

Trimestrul III 2012 a întrerupt seria celor șase intervale consecutive de creștere a PIB real¹, contracția economică de 0,5 la sută fiind imprimată atât de restrângerea activității comparativ cu trimestrul precedent (cu 0,4 la sută), cât și de un efect de bază – perioada similară a anului 2011 a consemnat unul dintre cele mai alerte ritmuri de creștere înregistrate ulterior declanșării crizei economice (1,3 la sută în fiecare caz).

Reducerea în termeni anuali a PIB real s-a datorat, pe de o parte, diminuării cererii de consum privat cu 0,9 la sută, iar pe de altă parte, amplificării contribuției negative a cererii externe nete, în condițiile în care ritmul anual de scădere a exporturilor s-a accentuat comparativ cu trimestrul II (până la -5,2 la sută), depășind contracția de volum a importurilor de bunuri și servicii: -2,3 la sută. O contribuție negativă a venit și variației stocurilor (-2,7 puncte procentuale); fără a pierde din vedere conținutul predominant rezidual al acestei poziții, evoluția nefavorabilă a sectorului agricol în acest an oferă, totuși, o explicație economică pentru acumularea mai lentă a stocurilor. Practic, la nivelul trimestrului III 2012, singurele segmente al cererii finale care s-au plasat pe o traiectorie ascendentă au fost consumul guvernamental (creștere de 1,7 la sută, după 10 trimestre de variații anuale negative) și formarea brută de capital fix – cu un avans de 11,7 la sută, această componentă a frânat cu 3,5 puncte procentuale declinul PIB real.

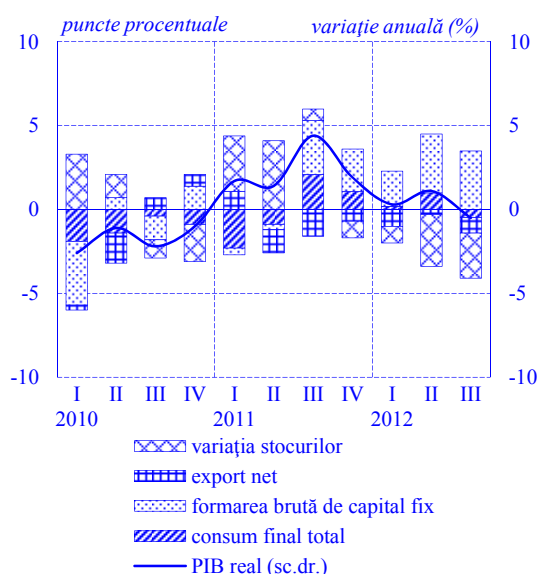
În ceea ce privește evoluția trimestrială, inversarea de semn a dinamicii PIB real a fost generată, în principal, de deteriorarea cererii externe nete (cu o contribuție de -1,4 puncte procentuale), rezultat al unei noi contracții a exporturilor (-2,4 la sută) și al cvasistagnării importurilor de bunuri și servicii (+0,1 la sută). Dincolo de această explicație, relevantă din punct de vedere economic, contribuții negative (totalizând -1 punct procentual) au venit celor două poziții reziduale – „variația stocurilor” și „discrepanța statistică”. În schimb, componentele majore ale cererii interne au cumulat o influență favorabilă, imprimată de extinderea în continuare atât a cererii de consum (1,2 la sută), cât și a formării brute de capital fix (2,7 la sută).

Produsul Intern Brut real



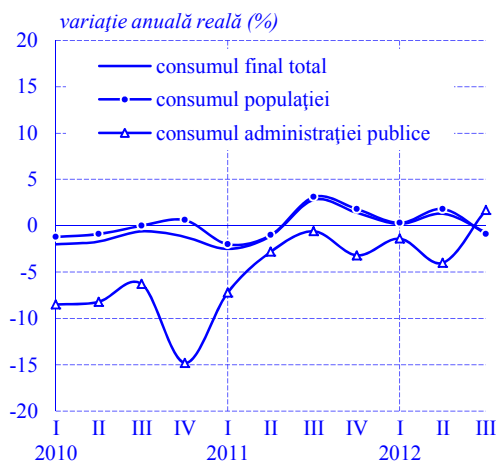
Sursa: INS

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB

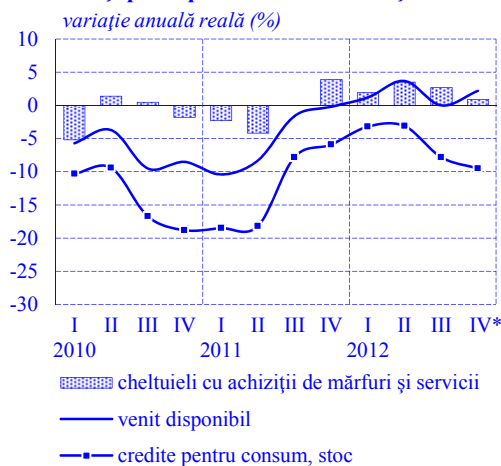


Sursa: INS, calcule BNR

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

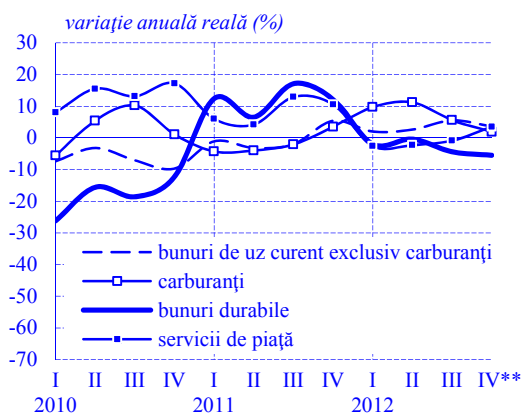
Consumul final efectiv

Sursa: INS

Consumul populației și principalele surse de finanțare

*) oct.-nov.

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

Achiziții de mărfuri și servicii*

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

**) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

1.1. Cererea

În trimestrul III 2012, dinamica anuală aferentă consumului final și-a inversat semnul (-0,7 la sută, față de +1,3 la sută în intervalul aprilie-iunie). Rezultatul este atribuit exclusiv componentei sale private (-0,9 la sută), puternic afectată de ajustarea severă a producției agricole vegetale, cu impact direct asupra poziției „autoconsum și achiziții de pe piața țărăneasă”. În sens opus au evoluat cumpărările de mărfuri din rețeaua comercială și prestările de servicii către populație, al căror volum s-a menținut pe trend ușor ascendent. Aparent, evoluția nu se corelează cu traiectoria principalelor surse de finanțare – în termeni reali, venitul disponibil al populației² a stagnat, iar stocul creditelor de consum și-a dublat ritmul mediu real de scădere (până la -7,8 la sută). Totuși, o posibilă explicație pentru această neconcordanță este asociată modificării de comportament observate pe parcursul ultimelor patru trimestre, constând în orientarea populației către bunuri de larg consum cu prețuri mai mici, concomitent cu extinderea rețelei de hiper/supermarketuri, magazine de tip discount și magazine specializate, precum și cu promovarea pe scară largă a unor produse mai ieftine, de tipul mărcilor private. Concluzia este susținută de menținerea unei dinamici reale pozitive pentru volumul cifrei de afaceri aferente comerțului cu bunuri de uz curent, dar și de creșterea vânzărilor de produse electrocasnice și de mobilier (cu 6,3 la sută). Referitor la achizițiile de autovehicule, trimestrul III a marcat o nouă contracție în termeni reali (cu 8,2 la sută), operatorii de profil invocând în continuare derularea defectuoasă a Programului de reînnoire a parcului auto³.

Cu o creștere reală de 1,7 la sută, consumul final guvernamental și-a întrerupt traiectoria descrescătoare pe care s-a plasat începând din trimestrul I 2010 până la jumătatea anului 2012.

În trimestrul III 2012, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 382 milioane lei⁴ (echivalent cu 0,1 la sută din PIB⁵) – valoarea acestuia fiind net inferioară celei consemnate în perioada similară a anului 2011 (2 687 milioane lei⁶, echivalentul a 0,5 la sută din PIB), precum și celei înregistrate în primele două trimestre

² Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și fluxurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.

³ Potrivit Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile (APIA).

⁴ Datele preliminare publicate de MFP cu privire la nivelul deficitului bugetului general consolidat pentru perioada ianuarie-septembrie 2012 relevă respectarea plafonului convenit cu FMI.

⁵ Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna septembrie 2012; pentru anul 2011 s-a utilizat nivelul PIB publicat de INS.

⁶ Datele aferente execuției bugetare din 2011 au fost recalculat de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2012.

ale anului 2012. Îmbunătățirea execuției bugetului consolidat s-a datorat diminuării mai pregnante a dinamicii cheltuielilor bugetare⁷ (-4,8 la sută, față de -0,1 la sută în trimestrul II 2012), susținută cu precădere de scăderile de ritm consemnate de cheltuielile cu asistența socială (-6,4 la sută, față de -4,3 la sută în trimestrul II), de cele pentru bunuri și servicii (3,4 la sută, față de 7,3 la sută în precedentele trei luni), precum și de poziția „alte transferuri” (-34 la sută, comparativ cu -3,9 la sută în trimestrul II); impactul acestora l-a devansat pe cel exercitat de majorarea cheltuielilor cu personalul (6,2 la sută, de la -0,4 la sută în trimestrul II), ca urmare a inversării parțiale a scăderii aplicate în anul 2010 salariilor angajaților din sectorul bugetar⁸. Ameliorarea evoluției soldului bugetului consolidat a fost însă încetinită, într-o anumită măsură, de intrarea în teritoriul negativ a variației anuale a veniturilor bugetului consolidat – după opt trimestre de valori pozitive –, atribuibilă cu precădere evoluției consemnate de încasările din TVA (-3,4 la sută, comparativ cu 9,2 la sută în trimestrul II) și din contribuțiile de asigurări (-6,8 la sută, față de 0,8 la sută în precedentele trei luni).

În ceea ce privește investițiile, avansul de 11,7 la sută a fost în continuare susținut în principal de acumulările de tehnologii noi, inclusiv achiziții de mijloace de transport de către companii și instituții (+29,5 la sută). Comparativ cu trimestrul II, ritmul de creștere aferent formării brute de capital fix a încetinit cu 3,8 puncte procentuale, pe seama performanțelor inferioare consemnate pe partea acumulărilor de capital de natura construcțiilor – chiar dacă a continuat să crească, volumul lucrărilor pentru obiective noi a avansat de aproape 3 ori mai lent (cu 6 la sută, în principal pe seama proiectelor de infrastructură), iar lucrările de reparații capitale și-au accentuat declinul (-19 la sută).

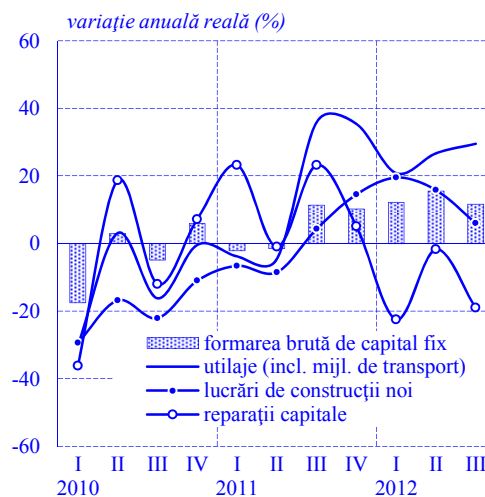
Similar intervalului precedent, cele mai intense acumulări de capital au fost efectuate de sectorul corporatist, sursele împrumutate constituind din nou un important canal de finanțare – stocul real al creditelor destinate achizițiilor de echipamente⁹ a crescut cu circa 6 la sută. În plus, nu poate fi ignorată accelerarea semnificativă a fluxurilor nete sub forma investițiilor străine directe efectuate de nerezidenți, a căror valoare în euro a crescut de peste 4 ori (variație pe ultimele 4 trimestre), o contribuție importantă revenind majorărilor de capital operate la o serie de companii.

⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

⁸ Creșterea cu 8 la sută a salariilor personalului bugetar s-a realizat începând din luna iunie 2012; plățile s-au regăsit în execuția bugetară începând din trimestrul III 2012.

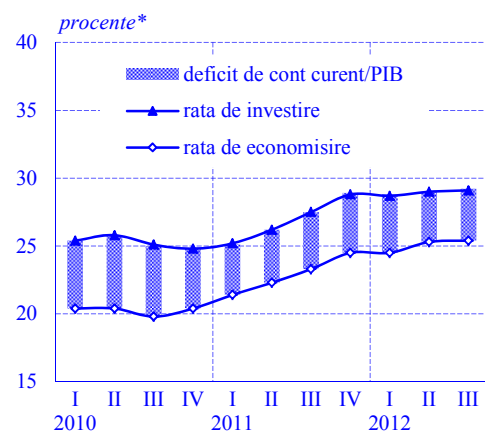
⁹ Calculele au la bază datele furnizate de Centrala Riscului de Credit (CRC).

Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

Rata de investire și rata de economisire

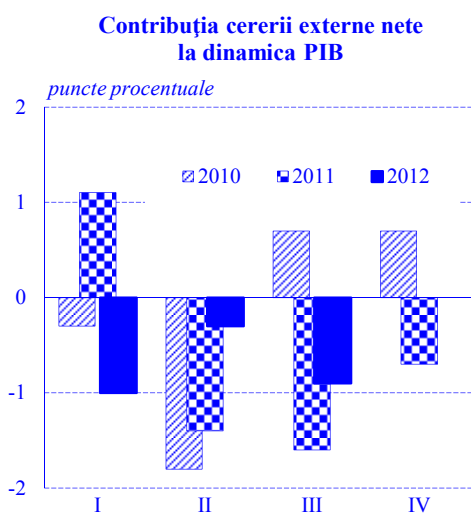


*) media ultimelor 4 trimestre

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

În ceea ce privește populația, acumulările de capital fix au fost în continuare de mică amplitudine, concluzia fiind sugerată de întârzierea relansării construcțiilor de locuințe noi (indicii în acest sens sunt oferite de restrângerea volumului lucrărilor rezidențiale, dar și de menținerea pe trend descendent a suprafeței aferente autorizațiilor de construire eliberate pe acest segment – evoluție înregistrată din trimestrul IV 2011). Practic, principala destinație a investițiilor rezidențiale a fost reprezentată, și în intervalul iulie-septembrie 2012, de locuințele deja construite, a căror achiziție a fost susținută în principal de resurse atrase (stocul real al creditelor imobiliare a marcat un nou avans, de 12 la sută). Aceste tranzacții influențează însă în măsură relativ scăzută poziția „formarea brută de capital fix”, fluxul înregistrat corespunzând doar cheltuielilor pentru serviciile asociate transferului de proprietate.



Sursa: INS, calcule BNR

Accentuarea pantei descrescătoare a exporturilor de bunuri și servicii (-5,2 la sută în trimestrul III) s-a datorat atât tranzacțiilor comerciale (-5,6 la sută) – la nivelul tuturor grupelor de mărfuri¹⁰ –, cât și volumului serviciilor (-2,9 la sută). Diminuarea volumului fizic al exporturilor a fost imprimată, în principal, de lipsa de dinamism a economiei zonei euro, dar și de trenarea activității economice în spațiul comunitar non-euro¹¹.

În cazul importurilor de bunuri și servicii, inversarea de semn a dinamicii reale (de la +0,2 în trimestrul II la -2,3 la sută) a fost atribuită, în proporție de peste 90 la sută, diminuării cu 16,4 la sută a volumului serviciilor. Pe segmentul „bunuri”, importurile s-au restrâns cu 0,2 la sută, la această evoluție contribuind achizițiile din UE-27 (-1,6 la sută), dar mai ales cele din spațiul extra-comunitar (-11,3 la sută). Constrații de volum au fost înregistrate la toate grupele de mărfuri, aportul determinant revenind bunurilor intermediare – traiectorie corelată cu diminuarea producției destinate exportului, dar și cu restrângerea ofertei autohtone de produse pentru acoperirea cererii finale interne (bunuri de consum și de capital)¹².

1.2. Oferta

Influența decisivă asupra întreruperii traiectoriei ascendente a PIB real a fost exercitată de valoarea adăugată brută din agricultură, a cărei contracție severă (cu 29,8 la sută) s-a datorat, pe de o parte,

¹⁰ Analizele în structură (pe piețe de desfacere/proveniență și pe grupe de mărfuri) ale volumului fizic al exporturilor și importurilor se bazează pe seriile Eurostat privind balanța comercială și indicii de valori unitare în comerțul internațional.

¹¹ La nivelul zonei euro, PIB real s-a redus în termeni anuali cu 0,8 la sută în trimestrul III 2012, în timp ce indicatorul aferent țărilor non-euro membre ale UE-27 a crescut cu numai 0,1 la sută (după o scădere de 0,4 la sută în intervalul precedent).

¹² Evoluția ofertei autohtone pe grupe de mărfuri industriale este aproximată prin variația de volum a cifrei de afaceri aferente producției industriale pentru piața internă.

secetei prelungite care a afectat producția vegetală din anul 2012, iar pe de altă parte, unui efect de bază nefavorabil, 2011 fiind un an agricol de excepție. Izolând influența acestui sector, trimestrul III ar fi consemnat o intensificare a creșterii economice (cu aproximativ 2 puncte procentuale, până la +3,3 la sută). Contribuții negative, dar de amplitudine mult mai scăzută, au revenit și VAB din industrie și construcții (-0,1 puncte procentuale în fiecare caz), evoluții favorabile fiind înregistrate de sectorul serviciilor și, din nou, de impozitele nete pe produs – în acest din urmă caz, în contextul extinderii în continuare a sectorului comercial.

VAB aferentă industriei s-a redus cu 0,5 la sută, în principal ca urmare a accentuării pantei descendente a producției de bunuri intermediare (-4,4 la sută) – responsabile pentru această traiectorie au fost îndeosebi metalurgia (care s-a confruntat de la începutul anului 2012 cu pierderi semnificative, asociate agravării situației pe piața siderurgică la nivel european) și industria chimică, afectată de întreruperea activității unor companii importante pe parcursul trimestrului III.

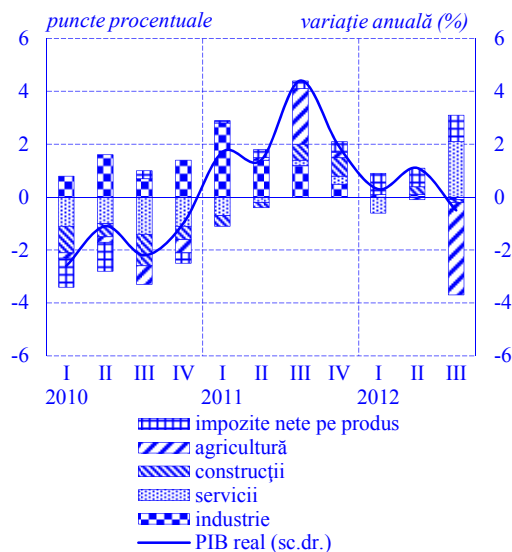
VAB din construcții s-a restrâns cu 1 la sută, în condițiile în care ritmul anual de creștere aferent volumului lucrărilor ingineresti a încetinit de aproape 3 ori față de trimestrul II (până la 6,6 la sută), fiind insuficient pentru a contrabalansa contracția cu peste 10 la sută a activității pe segmentul „clădiri”.

Serviciile au reprezentat singurul sector economic cu performanțe superioare perioadei corespunzătoare din anul precedent (5 la sută). Accelerări de ritm au fost observate pe majoritatea segmentelor, excepție făcând serviciile publice și cele de intermediere financiară (scădere cu 1 la sută și respectiv cvasistagnare). Contribuțiile cele mai importante la dinamizarea acestui sector au fost înregistrate de: (i) activitățile de comerț, servicii și transporturi, cu o creștere cumulată de 4,1 la sută a VAB și (ii) tranzacțiile imobiliare, al căror volum a crescut cu 10,5 la sută, semnalele din piață indicând accentuarea interesului investitorilor pentru operațiuni pe piața spațiilor de birouri și centre comerciale, dar și pentru achiziționarea de terenuri în perspectiva dezvoltării unor proiecte rezidențiale.

2. Piața muncii

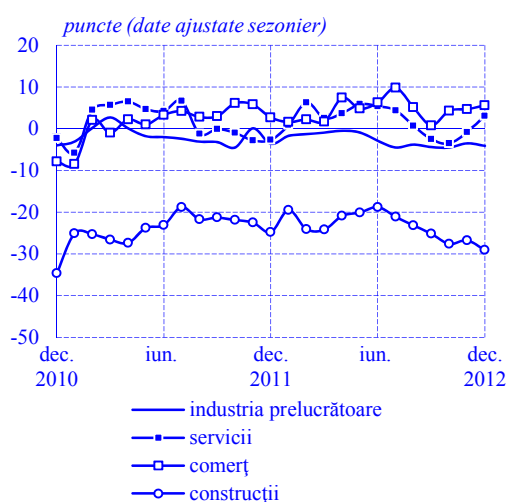
În intervalul septembrie-noiembrie 2012, piața muncii s-a caracterizat prin evoluții mixte: deși numărul salariaților din economie s-a plasat în continuare pe o traiectorie ascendentă, rata șomajului înregistrat a consemnat o nouă majorare¹³, iar opiniile managerilor de companii referitoare la volumul angajărilor la începutul anului 2013 sunt, în general, rezervate; în același timp, creșterea anuală a câștigurilor salariale în sectorul privat a rămas

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

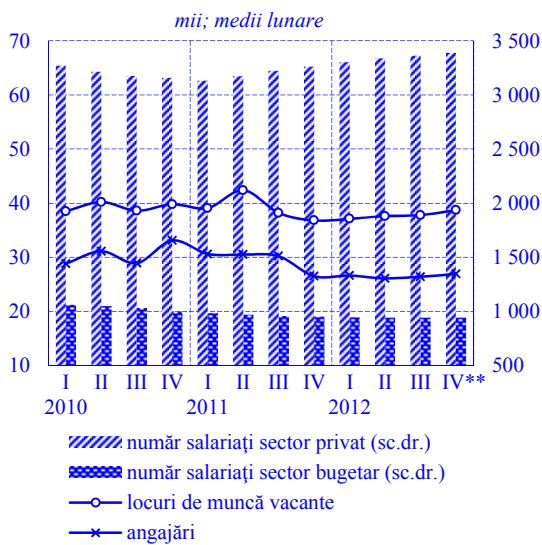
Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



Sursa: CE-DG ECFIN

¹³ Analiză bazată pe date ajustate sezonier.

Măsurile ale cererii de forță de muncă*

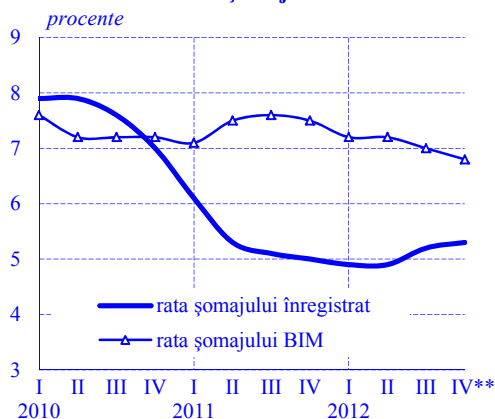


*) date ajustate sezonier

**) oct.-nov.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Rata șomajului*

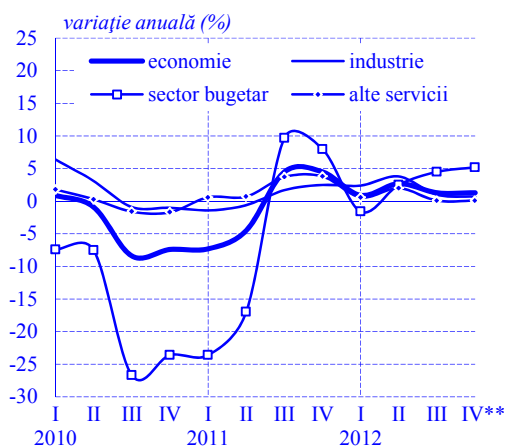


*) date ajustate sezonier

**) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

**) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

la valori apropiate de 5 la sută, evoluția acestora în industrie contribuind, alături de trenarea cererii, la menținerea ritmului anual aferent costurilor unitare cu forța de muncă în teritoriu pozitiv.

Procesul de ajustare a companiilor la mediul economic intern și internațional, caracterizat prin incertitudine și discrepante ample la nivel sectorial, a fost reflectat, în perioada analizată, de o creștere a fluxurilor pe diferite segmente ale pieței muncii. În același timp, numărul salariaților din sectorul bugetar s-a stabilizat, după o perioadă de peste trei ani de reduceri neîntrerupte. Crearea de locuri de muncă a continuat în sectorul privat într-un ritm lent, în paralel fiind observată însă o majorare a numărului de concedieri. Similar trimestrelor anterioare, serviciile au reprezentat principalul sector în care, pe ansamblu, au avut loc angajări, o contribuție semnificativ mai redusă fiind atribuibilă industriei. Totuși, unele subsectoare (industria confecțiilor, fabricarea mașinilor și echipamentelor, serviciile de transport și cele de intermediari financiare) și-au restrâns numărul de salariați înregistrați, pe fondul persistenței cererii reduse și al perspectivelor incerte de redresare economică. În acest context, rata șomajului înregistrat și-a menținut tendința ușor ascendentă, în contradicție cu scăderea estimată a ratei șomajului BIM, care ar putea deriva dintr-o reorientare a foștilor șomeri către agricultura de subsistență sau către activități cu retribuții nefiscalizate. Pentru următoarele luni, sondajul realizat de DG ECFIN/INS indică o ușoară creștere a numărului de salariați în comerț și servicii, concomitent cu restrângerea schemelor de personal în construcții și industrie.

Dinamica anuală a câștigurilor salariale nete s-a accelerat în perioada octombrie-noiembrie 2012 față de trimestrul III 2012 (de la 5,4 la sută la 6,1 la sută), însă mișcarea nu a fost generalizată la nivel sectorial. Contribuții semnificative în acest sens au revenit evoluțiilor din învățământ (ca urmare a plății cu ora a cadrelor didactice, în contextul introducerii clasei pregătitoare în învățământul primar) și celor din industria energetică (rezultat al unui efect de bază favorabil).

În industrie, ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale brute s-a menținut în trimestrul III 2012 peste media sectorului privat, reprezentând un factor de presiune asupra costurilor unitare cu forța de muncă. Deși la nivelul primelor două luni ale trimestrului IV s-a consemnat o ameliorare – dinamica anuală a acestor costuri¹⁴ a coborât la 6,1 la sută, pe seama ajustării acesteia în industria prelucrătoare cu circa 4 puncte procentuale –, evoluția a avut, probabil, un caracter tranzitoriu. Afirmarea are la bază rezultatele mai slabe înregistrate în luna noiembrie comparativ cu luna octombrie, precum și perspectivele nefavorabile ale cererii pe

¹⁴ Pe baza indicelui productivității muncii calculat de INS.

termen scurt. Prin urmare, pentru evitarea manifestării presiunilor din partea costurilor, ca premisă a revenirii pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, se impune corelarea adecvată a dinamicii salariilor cu cea a productivității muncii.

Din perspectiva cererii de consum, evoluția venitului disponibil real s-a menținut moderată, favorabilă reluării procesului dezinflaționist. Acesta a înregistrat în trimestrul III o stagnare în termeni anuali, dar și-a reluat creșterea ușoară în intervalul octombrie-noiembrie 2012 (2,2 la sută față de perioada similară a anului anterior), susținută îndeosebi de majorarea veniturilor din exterior.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

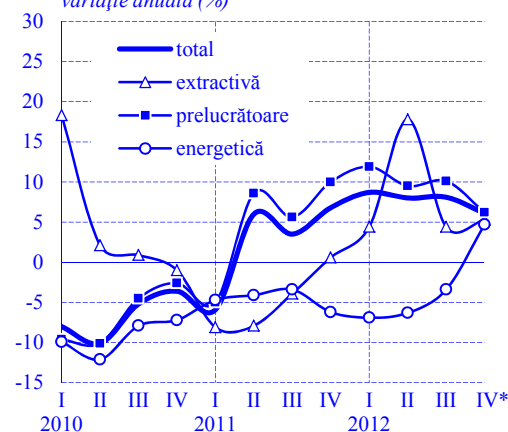
Trimestrul III 2012 a marcat o amplificare a presiunilor inflaționiste din partea prețurilor de producție pe piața internă (agricole și industriale) – îndeosebi ca urmare a șocului de ofertă manifestat în agricultură (pe plan intern și extern) – și o evoluție constantă a prețurilor de import. În condițiile menținerii deficitului de cerere, precum și ale disipării presiunilor din partea prețurilor externe ale unor materii prime (agricole, combustibili), pentru ultimul trimestru al anului se estimează o temperare a dinamicii prețurilor de producție interne.

În perioada iulie-august 2012, prețurile de import au consemnat o evoluție similară celei din trimestrul anterior, în condițiile în care indicele valorii unitare a importurilor a rămas ușor subunitar (99,6 la sută), iar poziția monedei naționale față de principalele valute nu a consemnat schimbări notabile (amplitudinea deprecierei leului în raport cu euro s-a atenuat, iar cea față de dolarul SUA s-a situat la valori comparabile).

Din perspectiva prețurilor bunurilor importate cu pondere în coșul de consum, evoluțiile au fost divergente – intensificări de ritm la majoritatea mărfurilor alimentare (pe fondul unei producții agricole sub așteptări la nivel global), scădere considerabilă a valorii unitare în cazul medicamentelor (-11,1 la sută) și respectiv o atenuare a dinamicii anuale pozitive pe segmentul combustibililor. În acest ultim caz, merită menționată inversarea traiectoriei descendente a cotațiilor internaționale ale țițeiului în trimestrul III, pe fondul unei contracții a producției în principalele țări exportatoare (OPEC, Marea Nordului), tendință reflectată și de dinamica trimestrială a indicelui valorii unitare a combustibililor.

În ceea ce privește celelalte grupe de bunuri (intermediare, de capital) nu s-au observat presiuni, consemnându-se indici valorici subunitari în cazul metalelor (în contextul unei cereri mondiale deficitare), dar și al mijloacelor de transport, pe seama dinamicii

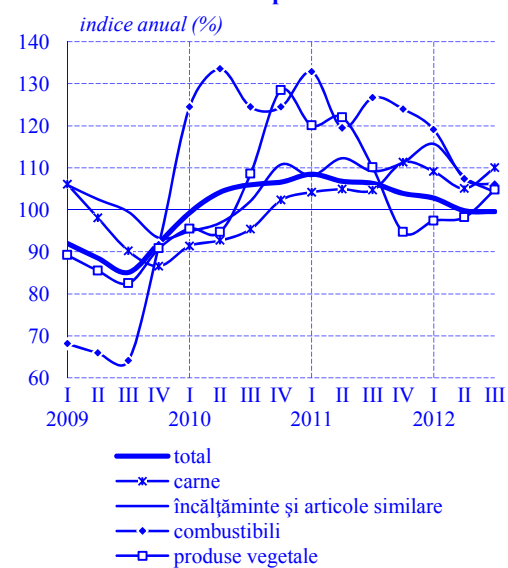
Costul unitar cu forța de muncă în industrie
variație anuală (%)



*) oct.-nov.

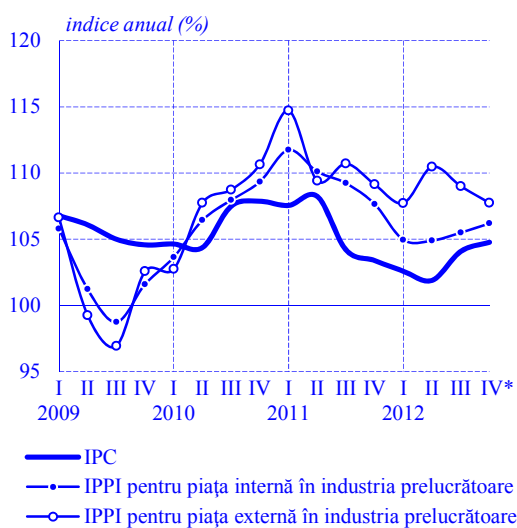
Sursa: INS, calcule BNR

Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

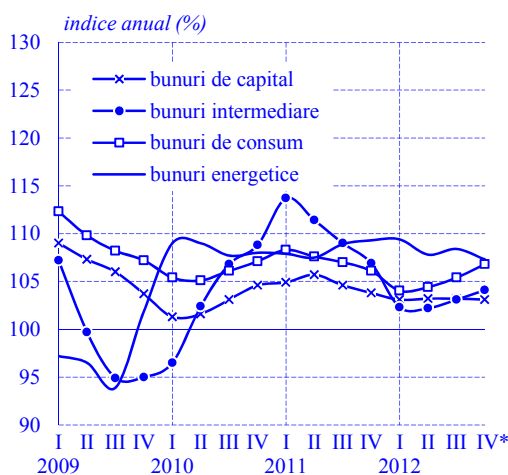
Prețurile producției industriale și de consum



*) oct.-nov.

Sursa: INS

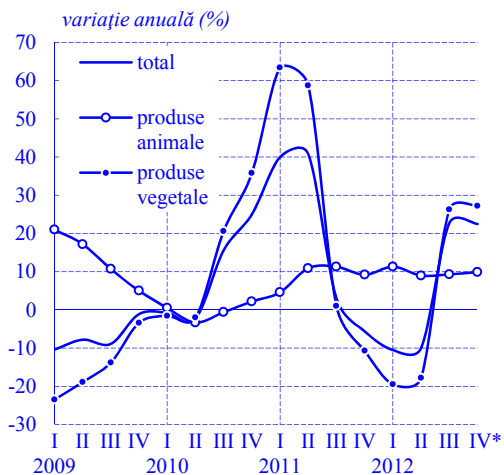
Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



*) oct.-nov.

Sursa: INS

Prețurile producției agricole



*) oct.-nov.

Sursa: INS

spectaculoase a importurilor de autoturisme rulate, încurajate pe tot parcursul anului de reducerea taxei pe emisii poluante.

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a consemnat în trimestrul III 2012 o accelerare de ritm (+0,7 puncte procentuale, până la 5,6 la sută), în condițiile în care influența favorabilă a deficitului de cerere a fost contracarată de transmiterea treptată în prețurile produselor finite a presiunilor acumulate în ultima perioadă: majorarea costurilor cu utilitățile (în contextul liberalizării pieței energiei), scumpirea în repetate rânduri a combustibililor, creșterea prețurilor materiilor prime agricole.

Cea mai însemnată accelerare de ritm a fost vizibilă la nivelul prețurilor de producție ale bunurilor de consum (1 punct procentual, până la 5,4 la sută), pe seama ajustărilor de preț aplicate de operatorii din industria alimentară, ca urmare a majorării semnificative a costului cu materia primă agricolă.

În cazul bunurilor energetice, intensificarea ritmului anual până la 8,4 la sută s-a datorat majorării prețului energiei electrice, evoluție contracarată doar parțial de manifestarea unui efect de bază favorabil în ramura de prelucrare a hidrocarburilor. Creșterea costurilor cu utilitățile (energie electrică și gaze naturale¹⁵) s-a reflectat în dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor intermediare care au înregistrat o accelerare de ritm (+0,9 puncte procentuale, până la 3,1 la sută). Cu toate acestea, în metalurgie reculul prelungit al vânzărilor a determinat scăderea prețurilor și a condus la decizia unor producători importanți de întrerupere temporară a activității unor combinate.

Prețurile producției agricole au revenit în trimestrul III 2012 la dinamici anuale pozitive (+22,7 la sută, cel mai ridicat nivel din ultimul an), pe fondul presiunilor generate de restrângerea producției vegetale interne, date fiind condițiile meteo adverse.

Tendința a fost imprimată într-o măsură covârșitoare de componenta vegetală (+44,1 puncte procentuale, până la 26,3 la sută), în condițiile unei modificări marginale a ritmului de creștere pe segmentul produselor de origine animală – rezultat al unor evoluții ample de semn contrar la nivelul diferitelor sortimente de carne. Astfel, sub presiunea majorării consistente a prețului furajelor, unii fermieri au recurs la sacrificarea efectivelor de animale, cu impact favorabil asupra prețului de desfacere, în timp ce alții au transferat în prețurile de consum, în diferite proporții, costurile suplimentare (cazul cărnii de porc și al celei de pasăre).

¹⁵ În contextul liberalizării pieței energiei, gazele naturale s-au scumpit în primele 9 luni ale anului 2012 cu 15,5 la sută, iar energia electrică cu 8,2 la sută. Suplimentar, intrarea în insolvență a Hidroelectrica și renegocierea contractelor bilaterale au determinat reducerea volumului de energie electrică furnizată de către aceasta și creșterea semnificativă a prețului de achiziție.

În trimestrul IV 2012, detensionarea piețelor externe ale materiilor prime agricole (parțial pe seama exporturilor peste așteptări din regiunea Mării Negre) și energetice (pe fondul perspectivelor nefavorabile de creștere economică la nivel global), coroborată cu tendința de apreciere a monedei naționale în raport cu principalele valute, este posibil să aibă un impact favorabil asupra inflației importate. În ceea ce privește prețurile de producție pentru piața internă, este previzibilă o estompare a tendinței ascendente în ultimul trimestru al anului (rata anuală coborând la 5,3 la sută în luna noiembrie), ca urmare a trenării cererii interne și a temperării creșterii prețurilor principalelor materii prime.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În perioada octombrie 2012-ianuarie 2013, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an și a prelungit statu-quo-ul ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei, respectiv în valută ale instituțiilor de credit¹, întărind, totodată, controlul exercitat asupra lichidității din sistemul bancar. Prezervarea conduitei prudente a politicii monetare a vizat ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste și consolidarea implicită a perspectivei revenirii ratei anuale a inflației în interiorul intervalului asociat țintei pe termen mediu, odată cu epuizarea efectelor tranzitorii exercitate de șocurile adverse de natura ofertei resimțite mai cu seamă în trimestrul III al anului 2012.

În ședința din 2 noiembrie 2012, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea la nivelul de 5,25 la sută pe an a ratei dobânzii de politică monetară, precum și prezervarea nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit, concomitent cu adoptarea manierei ferme de gestionare a lichidității din sistemul bancar. Contextul care a motivat o asemenea calibrare a instrumentelor de politică monetară s-a caracterizat, pe de o parte, prin înrăutățirea semnificativă a evoluției curente și a perspectivei pe termen scurt a inflației, provocată în principal de creșterea, începând cu luna iulie, a prețurilor produselor alimentare procesate și neprocesate și de anticipata prelungire a acestei tendințe în următoarele trimestre, sub impactul scumpirii materiilor prime agroalimentare pe piața internațională și al scăderii consemnate în acest an de producția agricolă internă. Totodată, pe termen foarte scurt, riscurile la adresa perspectivei inflației induse de potențiala accentuare a volatilității fluxurilor de capital, implicit a celei a cursului de schimb al leului, pe fondul unei eventuale deteriorări a mediului extern, posibil suprapuse conjuncturii electorale interne, rămăneau semnificative.

Pe de altă parte, înrăutățirea evoluției curente și viitoare a inflației se prefigura a fi temporară, în condițiile în care, corespunzător prognozei trimestriale actualizate, rata anuală a inflației era așteptată să se reînscrisă, începând cu trimestrul I 2014, pe coordonatele evidențiate în cadrul exercițiului anterior de prognoză, implicit să revină și să se consolideze pe orizontul temporar mai îndelungat în interiorul intervalului de variație din

¹ Nivelurile acestora au fost menținute la 15, respectiv 20 la sută.

jurul punctului central al țintei de inflație pe termen mediu. Această perspectivă avea ca suport anticipata epuizare a efectelor majorării prețurilor produselor agroalimentare², precum și relativa creștere a intensității presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, decurgând din revizuirea descendentă a ritmului previzionat de creștere a economiei românești. Totodată, potențialul risc nou conturat, și anume cel ca amplitudinea creșterii recente și a celei previzionate a prețurilor produselor alimentare să genereze, în contextul dat, efecte de runda a doua, era semnificativ diminuat de caracterul tranzitoriu al acestor creșteri, precum și de perspectiva adâncirii în raport cu proiecția anterioară a *gap*-ului negativ al PIB de-a lungul orizontului de prognoză.

Datele statistice apărute până la momentul următoarei ședințe a Consiliului de administrație al BNR au pus în evidență faptul că în lunile octombrie și noiembrie 2012 rata anuală a inflației a consemnat scăderi consistente, coborând până la nivelul de 4,56 la sută (de la 5,33 la sută în septembrie), în principal ca urmare a relativei ameliorări, inclusiv în raport cu așteptările, a evoluției prețurilor volatile și a comportamentului cursului de schimb al leului. Totodată, pe acest fond, potențat de tendința de apreciere a leului amorsată în ultimele săptămâni ale anului 2012, precum și ca urmare a posibilei prelungiri a dinamicii scăzute a activității economice – implicând o foarte probabilă adâncire a deficitului de cerere agregată – perspectiva pe termen scurt a inflației a consemnat, la rândul ei, o îmbunătățire sensibilă, de natură să consolideze previziunea privind revenirea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului-țintă până la finele anului 2013. Dată fiind însă persistența riscurilor și incertitudinilor asociate acestei perspective, având ca sursă evoluțiile mediului extern și ale fluxurilor de capital, precum și comportamentul prețurilor administrate și al unor prețuri volatile, în ședința din 7 ianuarie 2013 Consiliul de administrație al BNR a decis prelungirea *statu-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară și al ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit, precum și gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar.

Premisele și indiciile majore ale probabilei continuări a încetirii ritmului creșterii economice – inclusiv în raport cu proiecția anterioară – le constituiau recenta revizuire descendentă de către BCE/CE a prognozei privind creșterea economică în UE și în zona euro în 2012 și 2013, precum și continuarea evoluției nefavorabile, respectiv înrăutățirea în prima lună a trimestrului IV a unor indicatori ai cererii de consum și de investiții. Relevante din această perspectivă erau și prelungirea, în lunile octombrie-

² Coroborată cu manifestarea unui efect statistic de bază favorabil.

noiembrie 2012, a declinului consemnat de rata anuală de creștere³ a masei monetare în sens restrâns – acompaniată de o relativă prezervare a robusteții cererii de bani în scopul economisirii –, precum și continuarea scăderii dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat.

Valoarea medie a celei din urmă a devenit negativă în primele două luni ale trimestrului IV 2012 (-1,5 la sută, față de 1,6 la sută în precedentele trei luni), în principal ca efect al prelungirii declinului variațiilor anuale ale împrumuturilor în valută (-1,5 la sută, față de 0,5 la sută în trimestrul III 2012, pe baza valorilor exprimate în euro), dar și ale celor acordate în lei (-0,5 la sută, față de 0,4 la sută în perioada iulie-septembrie 2012); evoluțiile s-au asociat inclusiv unei relative deteriorări⁴ în acest interval a unor parametri ai cererii și ai ofertei de credite, sugerată de rezultatele ediției din luna noiembrie 2012 a sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare⁵. În aceste condiții, dinamica anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare⁶ a continuat să scadă – ușor mai lent însă decât în trimestrul III –, pierderile de ritm suferite de componenta în lei, dar mai ales de cea în valută (-2,6 la sută, comparativ cu 0,6 la sută în lunile iulie-septembrie, pe baza valorilor exprimate în euro), regăsindu-se cu precădere la nivelul creditelor pe termen scurt. Și dinamica medie anuală a creditelor acordate populației a continuat să se contracte (-2,9 la sută, comparativ cu -1,0 la sută în trimestrul III), în principal pe seama adâncirii în teritoriul negativ a variației anuale a creditelor de consum (în lei și în valută) și a reducerii ritmului de creștere a împrumuturilor pentru locuințe, atribuibilă exclusiv componentei în lei.

Reflectând aceste evoluții, masa monetară a continuat, la rândul ei, să-și diminueze creșterea anuală medie în primele două luni ale trimestrului IV 2012 (1,0 la sută), în principal pe seama pierderii suplimentare de ritm suferite de componenta sa destinată tranzacțiilor (M1), indusă mai ales de scăderea sensibilă a ritmului de creștere a depozitelor ON ale companiilor. Rata anuală de creștere a depozitelor la termen ale populației (inclusiv a celor cu scadența de peste doi ani, care nu sunt incluse în masa monetară) s-a menținut însă la o valoare relativ ridicată în primele două luni

³ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale exprimate în termeni reali.

⁴ Evoluția a reflectat și acțiunea unor factori conjuncturali, respectiv a unor influențe de natură statistică.

⁵ Potrivit acestuia, băncile anticipau pentru trimestrul IV al anului curent o diminuare a cererii de credite a societăților nefinanciare, precum și a cererii de credite imobiliare a populației, ambele acompaniate de o înăsprire a standardelor specifice de creditare; în schimb, pe segmentul creditelor de consum, nu erau așteptate modificări.

⁶ O scădere și mai alertă a consemnat dinamica anuală a împrumuturilor acordate instituțiilor financiare nemonetare (-11,1 la sută, comparativ cu -1,3 la sută în trimestrul III).

ale trimestrului IV 2012 (6,0 la sută), cu toate că a continuat să scadă comparativ cu trimestrul III (8,0 la sută), în condițiile prelungirii ritmului redus de creștere a salariului mediu net real. Concomitent, ponderea medie a plasamentelor la termen în totalul depozitelor populației s-a consolidat ușor, evoluția sugerând menținerea robusteții cererii de bani în scopul economisirii. Similar perioadei anterioare, tendința a fost însă acompaniată de o relativă accentuare a preferinței populației pentru plasamentele în valută, alimentată, probabil, de așteptările nefavorabile privind evoluția pe termen scurt a cursului de schimb al leului, precum și de creșterea relativă a remiterilor din străinătate.

În trimestrul IV 2012, BNR a reimprimat un caracter ferm manierei în care a gestionat lichiditatea de pe piața monetară, ca reacție la intensificarea temporară a presiunilor de depreciere a leului în perioada premergătoare alegerilor parlamentare. Prin urmare, banca centrală a plafonat, începând din data de 8 octombrie, volumul sumelor oferite în cadrul licitațiilor sale *repo* 1W săptămânale⁷. Pe fondul relativei înăsprirea condițiilor lichidității, ratele dobânzilor aferente tranzacțiilor pe piața monetară interbancară s-au reapropiat în octombrie de rata dobânzii de politică monetară, urcând în lunile următoare la valori superioare acesteia; la rândul lui, cursul de schimb și-a temperat ușor volatilitatea, pentru ca în a doua decadă a lunii decembrie să consemneze chiar o schimbare favorabilă de traiectorie, în contextul atenuării sensibile a incertitudinilor generate de mediul intern (a se vedea secțiunea 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital).

În perioada analizată, BNR a efectuat o nouă modificare a procedurilor de derulare a operațiunilor de piață monetară, eliminând restricțiile referitoare la numărul de opțiuni (implicit al seriilor de active eligibile) pe care instituțiile de credit le pot transmite în cadrul licitațiilor desfășurate la rată fixă și la rată variabilă de dobândă⁸.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al pieței monetare interbancare și-a accentuat tendința crescătoare în trimestrul IV 2012. La rândul lor, ratele dobânzilor la creditele și depozitele noi au continuat să se majoreze în intervalul septembrie-noiembrie 2012, dar într-un ritm mai lent față de perioada anterioară. Cursul de schimb a consemnat schimbări relativ frecvente de comportament, reflectând

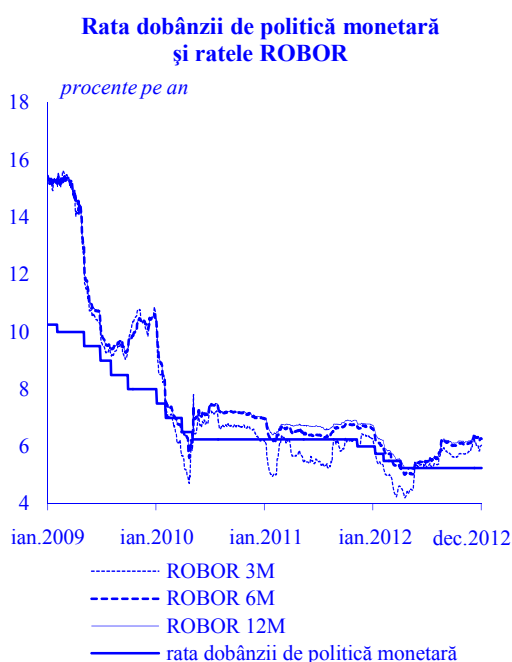
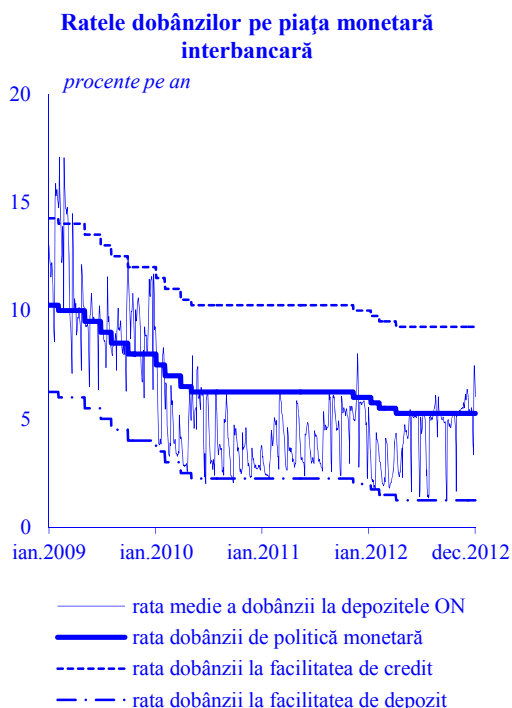
⁷ Sumele anunțate în cadrul acestor operațiuni au fost reduse treptat de la 6 miliarde lei la 4 miliarde lei.

⁸ Modificarea – intrată în vigoare începând cu data de 13 noiembrie 2012 – nu se aplică licitațiilor la rată fixă pentru *swap* valutar și pentru atragerea de depozite, caz în care ofertele vor conține o singură opțiune.

modificările survenite la nivelul percepției investitorilor asupra riscului asociat pieței financiare locale. Masa monetară și-a redus din nou dinamica anuală, în principal ca urmare a prelungirii trendului descendent al ritmului de creștere a creditului acordat sectorului privat.

2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare și-au accentuat în trimestrul IV 2012 trendul de creștere, sub influența sporirii de către BNR a fermității controlului exercitat asupra lichidității din sistemul bancar. Media lor trimestrială a urcat astfel la 5,47 la sută, nivelul fiind superior cu 0,83 puncte procentuale celui consemnat în precedentele trei luni.



Randamentele ON ale depozitelor interbancare au revenit în prima parte a trimestrului în imediata apropiere a ratei dobânzii de politică monetară (după ce în septembrie manifestaseră o ușoară tendință descendentă), în contextul în care BNR a recurs din nou, începând din data de 8 octombrie, la plafonarea volumelor injectate în cadrul licitațiilor *repo* săptămânale. Creșterea acestor rate ale dobânzii s-a accelerat în luna următoare, ca efect al accentuării progresive a restrictivității condițiilor lichidității. În prima parte a lunii decembrie, ratele dobânzilor pe termen foarte scurt s-au diminuat însă ușor, re-poziționându-se în proximitatea ratei dobânzii-cheie a băncii centrale, pentru ca spre finele perioadei analizate volatilitatea lor să consemneze o creștere accentuată, cu caracter episodic, care s-a asociat inclusiv amplificării cererii de lei a nerezidenților.

Evoluția randamentelor pe scadențe mai lungi ale pieței monetare interbancare a reflectat, la rândul său, înăsprirea condițiilor lichidității, cotațiile ROBOR (1M-12M) plasându-se pe parcursul lunii noiembrie pe un trend crescător. După o ușoară ajustare descendentă consemnată în prima parte a lunii decembrie, ele s-au menținut stabile până la finele perioadei analizate, în pofida creșterii episodice a volatilității ratelor dobânzii pe termen foarte scurt. În consecință, valorile medii ale cotațiilor ROBOR din decembrie au sporit față de cele din ultima lună a trimestrului anterior cu 0,3-0,4 puncte procentuale în cazul scadențelor de o lună, respectiv 3 luni (la 5,98 la sută, respectiv 6,04 la sută) și cu până la 0,2 puncte procentuale în cazul maturităților de 6 luni și 12 luni (la 6,30 la sută, respectiv 6,33 la sută).

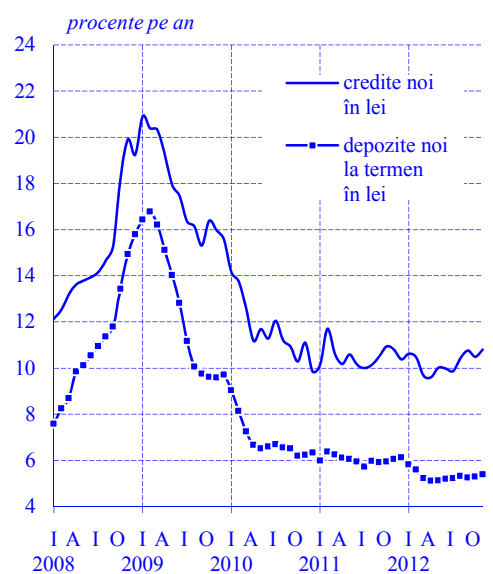
Impactul modificării condițiilor lichidității s-a repercutat și asupra pieței primare a titlurilor de stat, majorarea în luna octombrie a randamentelor solicitate de investitori determinând MFP să respingă parțial ofertele prezentate în cadrul licitațiilor de titluri. Randamentele maxime acceptate au continuat să crească până la mijlocul lunii noiembrie și s-au menținut apoi constante, pentru ca

la jumătatea lunii decembrie ele să se poziționeze pe un trend descendent, în condițiile sporirii puternice a cererii de instrumente de datorie suverană denuminate în lei, alimentată consistent – potrivit evoluțiilor și informațiilor de pe piața valutară interbancară – de investitori nerezidenți. Într-un asemenea context, volumul titlurilor emise de MFP s-a majorat substanțial în ultima lună a anului 2012⁹, iar volumul cumulată al titlurilor emise în trimestrul IV l-a devansat net pe cel din trimestrul precedent. Această evoluție a fost însoțită de producerea unor schimbări favorabile în structura pe scadențe a titlurilor nou emise; astfel, ponderea certificatelor de trezorerie emise în perioada octombrie-decembrie 2012 s-a diminuat la 40 la sută (față de 82 la sută în trimestrul III), în condițiile în care MFP a reluat emisiunile de obligațiuni¹⁰ cu scadențe de 3, 5 și 15 ani. În primele două luni ale trimestrului IV, MFP a efectuat pe piața internă și două emisiuni de obligațiuni denuminate în euro, prin intermediul cărora a mobilizat în total 763,3 milioane euro¹¹.

Pe piața secundară, cotațiile de referință ale titlurilor de stat¹² au avut o evoluție oarecum similară randamentelor de pe piața primară, mișcarea ascendentă inversându-se, după prima decadă a lunii decembrie, în cazul titlurilor cu maturitatea de peste 2 ani. Nivelul mediu lunar al cotațiilor din decembrie a fost însă superior celui din septembrie în cazul titlurilor pe termen de până la 3 ani, fiind însă marginal mai redus în cazul celor cu maturitatea de 5 și de 10 ani. Volumul tranzacțiilor a înregistrat o scădere față de trimestrul III, în principal datorită diminuării temporare în luna noiembrie a volumului operațiunilor ireversibile.

Ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au continuat să crească în perioada septembrie-noiembrie 2012, însă mai lent decât în precedentele trei luni (+0,07 puncte procentuale, până la 5,39 la sută, respectiv +0,37 puncte procentuale, până la 10,80 la sută), evoluțiile fiind omogene ca sens din perspectiva celor două categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi a crescut cu 0,63 puncte procentuale pe segmentul populației (până la 12,26 la sută în noiembrie) – în principal ca urmare a sporirii ratei medii a dobânzii aferente creditelor noi pentru consum – și cu 0,15 puncte procentuale (până la 10,03 la sută) pe cel al societăților

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



⁹ În decembrie, volumul de titluri puse în circulație a fost de 2,6 ori mai mare față de cel anunțat.

¹⁰ Interesul pentru acestea a fost stimulat și de anunțul privind includerea României, începând cu data de 31 martie 2013, în rândul statelor ale căror instrumente sunt luate în calcul la stabilirea indicelui Barclays de referință al obligațiunilor suverane în monedă locală emise pe piețele emergente (*EM Local Currency Government Index*).

¹¹ Totodată, autoritatea publică a efectuat o nouă emisiune externă de obligațiuni în valoare de 1,5 miliarde euro, pe termen de 7 ani și cu un randament de 5,04 la sută.

¹² Exprimată ca medie a cotațiilor *bid* și *ask*.

nefinanciare. În același timp, rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen s-a majorat marginal în cazul societăților nefinanciare (+0,03 puncte procentuale, până la 5,18 la sută), urcând însă cu 0,12 puncte procentuale în cazul plasamentelor populației (până la 5,70 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a consemnat o creștere rapidă în primele zile ale trimestrului IV 2012, care s-a corectat însă până la finele primei decade a lunii noiembrie. Evoluția a fost succedată de o relativă stabilizare a ratei de schimb, urmată de poziționarea acesteia în a doua decadă a lunii decembrie pe o pantă pronunțat descendentă, în condițiile ameliorării semnificative a percepției investitorilor asupra riscului asociat economiei și pieței financiare românești și ale menținerii sentimentului favorabil al pieței financiare internaționale.

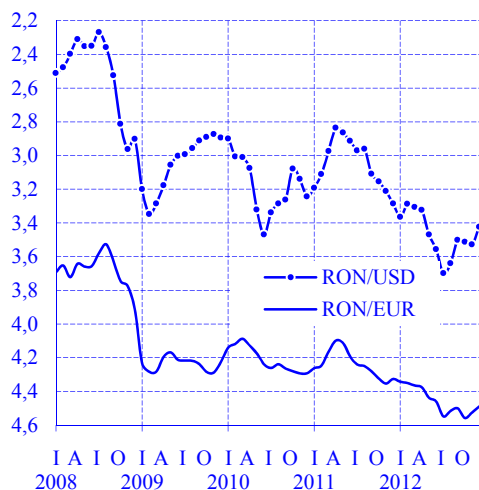
Mișcarea crescătoare consemnată de raportul leu/euro în prima parte a lunii octombrie – aflată în contrast cu evoluția ratelor de schimb ale principalelor monede regionale, care au receptat în acest interval influențele exercitate de persistența sentimentului ameliorat al pieței globale – a reflectat în principal impactul scăderii consemnate de intrările autonome de capital¹³, precum și al relativei înrăutățiri a anticipațiilor privind perspectiva pe termen scurt a cursului de schimb leu/euro, alimentată de evoluția nefavorabilă în raport cu așteptările analiștilor a unora dintre indicatorii economici publicați în această perioadă, precum și de incertitudinile crescute asociate apropierei alegerilor parlamentare.

Beneficiind de ușoara atenuare ulterioară a caracterului nefavorabil al anticipațiilor unor categorii de operatori – susținută inclusiv de creșterea de către BNR a fermității controlului exercitat asupra lichidității din sistemul bancar și de menținerea *statu-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară (a se vedea secțiunea 1. Politica monetară) –, cursul de schimb leu/euro și-a inversat, spre finele lunii octombrie, sensul mișcării, în pofida unei reamplificări în acest interval a aversiunii globale față de risc¹⁴. Scăderea cursului de schimb s-a întrerupt însă la finele primei decade a lunii noiembrie, date fiind presiunile exercitate de continuarea creșterii cererii nete de deșeză a rezidenților.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2011 11 luni	2012 11 luni
Contul financiar	3 956	1 855
Investiții directe	1 418	1 388
- rezidenți în străinătate	30	-52
- nerezidenți în România	1 388	1 440
Investiții de portofoliu și derivate financiare	1 773	2 020
- rezidenți în străinătate	-66	-105
- nerezidenți în România	1839	2 125
Alte investiții de capital	388	-3 233
- credite și împrumuturi de la FMI	908	-1 320
- investiții pe termen mediu și lung	-400	228
- investiții pe termen scurt	970	189
- numerar și depozite pe termen scurt	-900	-2 336
- altele	-192	6
Active de rezervă ale BNR (net)		
(„-” creștere/„+”scădere)	377	1 680

Cursul de schimb nominal



¹³ În octombrie, pasivele externe ale sectorului bancar au scăzut în principal pe seama depozitelor și a împrumuturilor financiare externe; în același interval sectorul corporatist a efectuat plăți nete în contul creditelor financiare externe pe termen mediu și lung.

¹⁴ Indusă de amânarea de către guvernul spaniol a adoptării unei decizii privind demararea procedurilor destinate obținerii de ajutor financiar extern, precum și de trenarea deblocării unei noi tranșe din împrumutul acordat Greciei.

Ea s-a reluat cu intensitate sporită ulterior finalizării procesului electoral, ca urmare a îmbunătățirii sensibile a percepției investitorilor asupra riscului asociat pieței financiare românești, implicit a sporirii relative a atractivității acesteia; mișcarea cursului de schimb a fost potențată de diminuarea aversiunii globale față de risc, datorată în principal deciziilor adoptate de BCE și de Fed, precum și anunțului referitor la solicitarea guvernului spaniol de a accesa fondurile europene în vederea recapitalizării sistemului bancar. În aceste condiții, soldul pozitiv al tranzacțiilor în devize ale nerezidenților a crescut semnificativ în luna decembrie – reflectând, cel mai probabil, amplificarea sensibilă a deținerilor acestora de titluri de stat denumite în lei –, iar cursul mediu de schimb leu/euro (4,4895) a coborât la minimum ultimelor șase luni.

Ca urmare a acestor evoluții, leul a consemnat în intervalul octombrie-decembrie prima apreciere nominală în raport cu euro din ultimele șapte trimestre (0,2 la sută); în termeni reali, leul și-a diminuat ușor aprecierea comparativ cu moneda unică europeană (1,2 la sută față de 1,4 la sută în trimestrul anterior). Față de dolarul SUA, leul s-a apreciat cu 2,1 la sută în termeni nominali și, respectiv, cu 3,1 la sută în termeni reali, în condițiile slăbirii acestuia pe piețele financiare internaționale. Totodată, din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, moneda națională și-a diminuat deprecierea nominală față de ambele monede, în timp ce, în termeni reali, aceasta a consemnat prima apreciere din ultimele patru trimestre în raport cu euro.

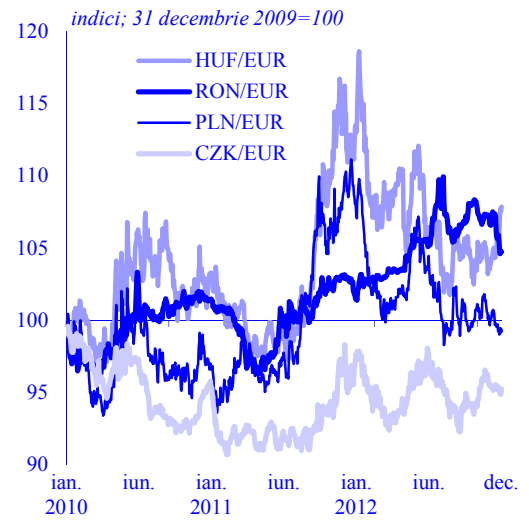
2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul septembrie-noiembrie 2012, ritmul de creștere a masei monetare¹⁵ (M3) și-a prelungit mișcarea descendentă (0,8 la sută, față de 4,9 în iunie-august 2012), evoluția corelându-se cu tendința manifestată de alți indicatori relevanți ai activității economice. Similar perioadei anterioare, la scăderea dinamicii M3 au contribuit toate componentele majore ale acestui agregat monetar; astfel, masa monetară în sens restrâns (M1) și depozitele la termen sub doi ani și-au încetinit viteza de creștere, iar instrumentele financiare tranzacționabile și-au mărit contracția în termeni anuali¹⁶.

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă adâncirea în teritoriul negativ a dinamicii plasamentelor societăților nefinanciare, pe

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali

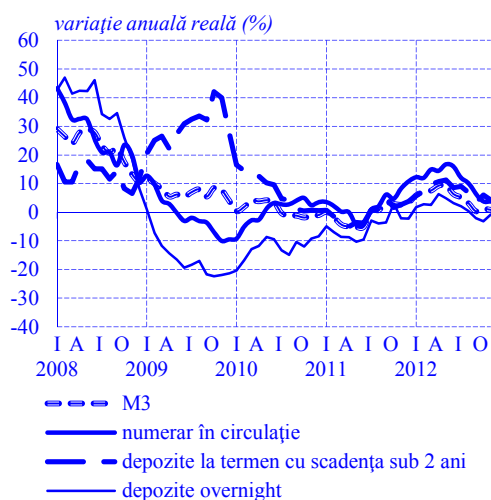
	2011		2012			
	IV	I	II	III	oct.	nov.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	3,0	6,8	8,3	2,9	1,2	0,8
M1	2,3	5,9	8,5	3,4	-0,7	0,8
Numerar în circulație	7,9	13,1	15,7	9,6	3,8	3,8
Depozite overnight	-0,5	2,3	4,8	0,2	-3,1	-0,8
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	2,7	7,7	10,2	6,4	6,0	4,3

Sursa: INS, BNR

¹⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2012.

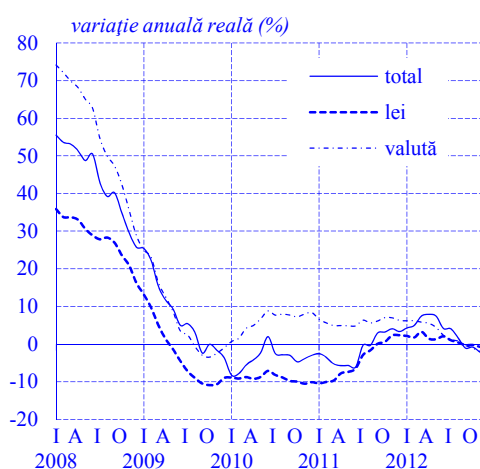
¹⁶ Scăderea s-a datorat în continuare efectului modificării definiției fondurilor de piață monetară, parțial compensat de creșterea în perioada analizată a plasamentelor din bănci ale instituțiilor financiare nemonetare.

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

fondul scăderii plăților efectuate din fondurile structurale, al foarte probabilei amplificări a volumului rambursărilor de împrumuturi bancare, precum și al majorării cu caracter conjunctural a unor sume virate către bugetul de stat¹⁷. Toate categoriile de depozite ale acestui segment și-au diminuat ritmul de creștere, cu excepția celor la termen în valută, a căror variație (calculată pe baza valorilor exprimate în euro) a redevenit pozitivă (în premieră pentru ultimii doi ani și jumătate), ca urmare a creșterii cererii de devize a acestor entități, dar și a unui efect de bază. Și viteza de creștere a depozitelor în M3 ale populației s-a redus – valoarea ei rămânând însă pozitivă –, exclusiv pe seama pierderii de ritm a componentei în lei (parțial contrabalansată de majorarea dinamicii depozitelor în devize, care a atins maximum ultimilor doi ani). Mișcarea a reflectat efectele de sens opus exercitate, pe de o parte, de majorarea plăților din surse bugetare/comunitare destinate agriculturii¹⁸ și de amplificarea remiterilor¹⁹ și, pe de altă parte, de încetinirea vitezei de creștere a salariilor²⁰ și de realocarea parțială a deținerilor de monedă ale populației înspre plasamentele pe termen mai lung. Reflectând toate aceste evoluții, structura pe categorii de monede a M3 a continuat să se deterioreze, ponderea medie a depozitelor în valută în M3 atingând recordul ultimilor doi ani.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale masei monetare, scăderea ritmului de creștere a acestora a reflectat declinul dinamicilor creditului acordat sectorului privat și ale creditului net acordat administrației publice centrale; aceste influențe au fost parțial atenuate de impactul creșterii variației activelor externe nete, precum și de cel al încetinirii vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (pe seama conturilor de capital).

Creditul

În intervalul septembrie-noiembrie 2012, ritmul de creștere²¹ a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit traiectoria descendentă (-1,3 la sută, față de 3,3 la sută în perioada iunie-august 2012); scăderea de ritm s-a corelat cu amplificarea în

¹⁷ Plăți ale operatorilor de telefonie mobilă pentru închirierea benzilor de frecvență (echivalentul a 204,1 milioane euro).

¹⁸ Conform comunicatelor de presă ale APIA și MADR, în această perioadă s-au efectuat plăți pentru: (i) acordarea avansului aferent subvenției pe suprafață, precum și pentru unele culturi agricole, (ii) compensarea efectelor secetei din anul agricol 2011-2012 și (iii) acordarea rentei agricole viagere aferente anului 2011. Este posibil ca o parte din aceste sume să se fi regăsit însă și în conturile persoanelor juridice.

¹⁹ Conform datelor din balanța de plăți, în perioada septembrie-noiembrie 2012 media lunară a veniturilor din străinătate ale populației (venituri din muncă și transferuri curente private, exprimate în euro) a fost superioară celei din perioada septembrie-noiembrie 2011.

²⁰ Ritmul mediu de creștere anuală în termeni reali a câștigurilor salariale nete pe total economie a fost cel mai mic din ultimul an și jumătate.

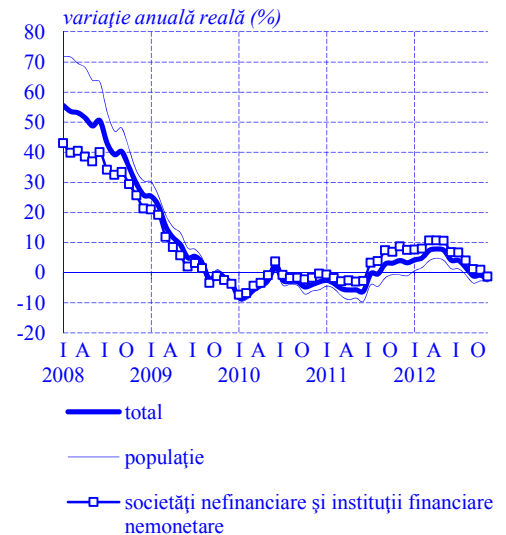
²¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2012.

perioada analizată a transferurilor nete de credite din bilanțurile băncilor²², ea reflectând totodată influența statistică a atenuării deprecierii în termeni anuali a monedei naționale și respectiv a creșterii ratei anuale a inflației. Diminuarea ritmului de creștere a fost mai pregnantă în cazul componentei în valută, dinamica acesteia (exprimată în euro) fiind devansată, în premieră pentru ultimii cinci ani și jumătate, de cea a componentei în lei. În acest context, ponderea medie a creditelor în devize în totalul creditului acordat sectorului privat a continuat să scadă.

Analiza structurii creditelor acordate populației relevă continuarea manifestării efectelor exercitate asupra acesteia de ultimele modificări aduse cadrului de reglementare în domeniu²³; astfel, creditele în lei și cele în valută destinate consumului și altor scopuri și-au mărit variația negativă, în timp ce împrumuturile pentru locuințe în lei și-au accelerat creșterea (până la maximum ultimilor patru ani), în detrimentul celor similare în devize.

La rândul lui, declinul vitezei de creștere a creditelor acordate societăților nefinanciare – care s-a corelat cu așteptările băncilor privind înăsprirea moderată a standardelor de creditare și reducerea ușoară a cererii de credite în trimestrul IV 2012²⁴ – a fost indus de scăderea dinamicii componentei în valută (atribuibilă inclusiv unei posibile neutilizări integrale a liniilor de credit acordate în acest interval), dar și de efectul statistic al creșterii ratei anuale a inflației, ca factor determinant al comprimării dinamicii componentei în lei²⁵.

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

²² Conform datelor din statistica monetară.

²³ Regulamentul BNR nr. 24/2011 privind creditele destinate persoanelor fizice.

²⁴ Conform ultimei ediții a Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare.

²⁵ În termeni nominali, ritmul de creștere a creditului în lei acordat societăților nefinanciare s-a majorat.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,5 la sută la sfârșitul anului 2013, nivel identic celui anticipat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2012, și la 3,2 la sută la finele anului 2014. Reconfirmarea prognozei anterioare a ratei inflației pentru sfârșitul anului curent s-a produs în condițiile operării unor reevaluări ale contribuțiilor principalelor componente ale coșului de consum. Astfel, contribuțiile anticipate mai ridicate ale prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice, precum și ale celor administrate sunt de așteptat a fi contrabalansate de dinamica mai favorabilă comparativ cu cea din runda anterioară a indicelui CORE2 ajustat.

Proiecția curentă prevede atingerea unui maxim al ratei anuale a inflației (5,9 la sută) în trimestrul II 2013, urmată de o atenuare semnificativă până la începutul anului 2014 și de consolidarea pentru restul intervalului de prognoză în apropierea nivelului de 3 la sută.

Accelerarea temporară a creșterii prețurilor de consum pe parcursul trimestrului II al anului curent reflectă exclusiv evoluția componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile alimentare (LFO), ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice. Reluarea dezinflației în partea a doua a anului 2013 va fi facilitată, în condițiile preconizării în scenariul de bază a ipotezei unui an agricol normal, de tranziția de la un efect statistic de bază advers la unul de sens contrar, de așteptat să influențeze relativ favorabil dinamica prețurilor LFO și a celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat.

Traectoria proiectată a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat se va situa sub cea din prognoza anterioară pe cea mai mare parte a intervalului proiecției, cu excepția trimestrelor II și III 2014. Revizuirea semnificativă în jos pentru prima jumătate a intervalului de referință este rezultatul proiectării unor dinamici atenuate comparativ cu prognoza precedentă pentru prețurile importurilor, în principal ca efect al aprecierii recente a monedei naționale, pentru prețurile alimentelor procesate, precum și pentru anticipațiile privind inflația.

Rata inflației CORE2 ajustat este prognozată a se înscrie pe o traiectorie descendentă, de la nivelul de 3,3 la sută atins la finele anului 2012 la un minim de 2 la sută la sfârșitul anului curent, urmând a se stabiliza în cursul anului 2014 în jurul valorii de 2,2 la sută. Se prevede astfel revenirea ratei anuale a inflației de bază în a doua jumătate a anului 2013 la valori similare celor dinaintea producerii șocurilor adverse din anul precedent asupra prețurilor alimentelor și cursului de schimb al leului. Dinamica

proiectată reflectă disiparea efectelor acestor șocuri, precum și ajustarea treptată a anticipațiilor privind inflația, inclusiv sub impactul conduitei prudente a politicii monetare. Presiuni dezinflaționiste sunt prevăzute a fi generate în continuare de persistența deficitului amplu de cerere, dar cu o intensitate relativ mai redusă decât în rundele anterioare de prognoză, pe fondul reevaluării magnitudinii deviației PIB de la nivelul său potențial pe întreg intervalul de referință. Această reevaluare explică în cea mai mare măsură anticiparea revenirii ratei inflației de bază în cursul anului 2014 la valori ușor peste cea de 2 la sută.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare calibrarea ansamblului condițiilor monetare reale în sens larg pentru a asigura revenirea și consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, creând astfel premisele necesare redresării treptate a procesului de creditare a sectorului privat al economiei, aceasta contribuind la reluarea pe baze sustenabile a creșterii economice. În acest scop, o atenție prioritară va continua să fie acordată demersurilor de ancorare a anticipațiilor privind inflația la o dinamică convergentă către ținta stabilită pe termen mediu.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță care se menține înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, dar având o asimetrie ceva mai atenuată decât în runda anterioară de prognoză.

Riscul de proveniență externă cu cea mai mare relevanță pentru intervalul de referință provine din potențialul creșterii pe termen mediu a volatilității fluxurilor de capital destinate finanțării activității economice interne, pe fondul incertitudinilor care se mențin cu privire la intervalul de timp necesar redresării economiei UE, cu precădere a celei a zonei euro. Fluxuri ample de capital volatil, în ambele sensuri, pot genera riscuri la adresa stabilității prețurilor și a celei financiare, precum și a redresării sustenabile a creșterii economice. Pe de o parte, materializarea unui scenariu mai puțin favorabil privind creșterea economică a UE ar putea avea ca efect, prin intermediul fenomenului de contagiune, înrăutățirea sentimentului investitorilor cu privire la plasamentele realizate în economiile emergente din zonă și ar constrânge suplimentar cererea de bunuri românești destinate exportului. Aceasta ar conduce, în ultimă instanță, la reducerea fluxurilor de capital adresate economiei românești și la presiuni de depreciere a monedei naționale, cu influențe nefavorabile asupra dinamicii prețurilor interne de consum și a costurilor de atragere a finanțărilor atât pentru sectorul privat, cât și pentru cel public, inclusiv prin intermediul canalului de avuție și bilanț pentru debitorii neacoperiți la riscul valutar. Pe de altă parte, pe fondul incertitudinilor privind perspectivele zonei euro, intrări substanțiale de capitaluri, inclusiv de fluxuri în căutare de câștiguri temporare de randament, inerent instabile, ar amplifica volatilitatea cursului de schimb al monedei naționale și ar împiedica ajustarea ordonată a dezechilibrelor macroeconomice.

Atenuarea, comparativ cu evaluarea anterioară, a balanței nefavorabile a ansamblului riscurilor asociate proiecției provine, în principal, din disiparea tensiunilor politice interne prezente la momentul publicării raportului din noiembrie. Mediul intern generează însă în continuare riscuri de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria de bază, asociate incertitudinilor privind consecvența implementării mix-ului de politici macroeconomice și reforme structurale agreeate cu consorțiul instituțiilor internaționale (UE, FMI și BM). Eventuale abateri de la implementarea la timp și în parametrii conveniți a angajamentelor menționate pot induce o deteriorare a percepției investitorilor cu privire la perspectivele economiei României cu impact nefavorabil asupra volatilității și costurilor surselor de finanțare direcționate către aceasta.

Dinamica viitoare a prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale reprezintă un factor de risc relevant îndeosebi pe termen mediu, în condițiile în care, la acest orizont, menținerea sau accentuarea incertitudinilor din zona euro ar afecta în mod nefavorabil dinamica cursului EUR/USD și, în consecință, pe cea a leului în raport cu dolarul SUA. În același timp, riscuri ale unor abateri nefavorabile de la traiectoria ratei inflației IPC din scenariul de bază continuă să provină și în această rundă din partea dinamicii interne a prețurilor administrate, pe fondul menținerii incertitudinilor cu privire la etapizarea și magnitudinea majorărilor prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale. Totodată, în condițiile ponderii ridicate deținute de produsele alimentare în coșul bunurilor de consum, orice deviații nefavorabile de la ipoteza statuată în scenariul de bază, aceea a unor ani agricoli normali în 2013 și 2014, ar fi de natură să aibă o influență semnificativă asupra traiectoriei proiectate a inflației.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2013	2014
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	108,3	102,8
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,29	1,27
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,14	0,28
Creștere economică în UE efectiv (%)	0,4	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)	1,85	1,92

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

Scenariul de evoluție a cererii externe prevede o dinamică moderată a PIB real UE efectiv¹ de 0,4 la sută în 2013, urmată de un ritm mai accelerat de creștere de 1,5 la sută în 2014, redresarea preconizată fiind, totuși, modestă în raport cu standardele istorice. Comparativ cu Raportul asupra inflației din noiembrie 2012, noua traiectorie proiectată a PIB extern indică o reevaluare în jos pe termen mediu a perspectivelor privind creșterea economică din această zonă. În 2013, influența favorabilă a contribuției exporturilor asupra creșterii economice din UE efectiv este atenuată de continuarea procesului de reducere a gradului de îndatorare atât în sectorul privat, cât și în cel public, și este strict condiționată de absența manifestării unor noi tensiuni pe piețele financiare

¹ UE-27 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 din luna noiembrie 2012, pagina 36.

internaționale. Consolidarea relativă a creșterii economice așteptată pentru anul viitor se datorează revigorării preconizate a consumului și anticipării materializării unor prime efecte favorabile ale reformelor structurale. *Gap*-ul PIB UE efectiv, măsura relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului a impactului exercitat de cererea externă, este revizuit la valori mai puțin negative față de runda precedentă de prognoză² și este proiectat a se înscrie pe o traiectorie în închidere începând cu a doua jumătate a anului curent.

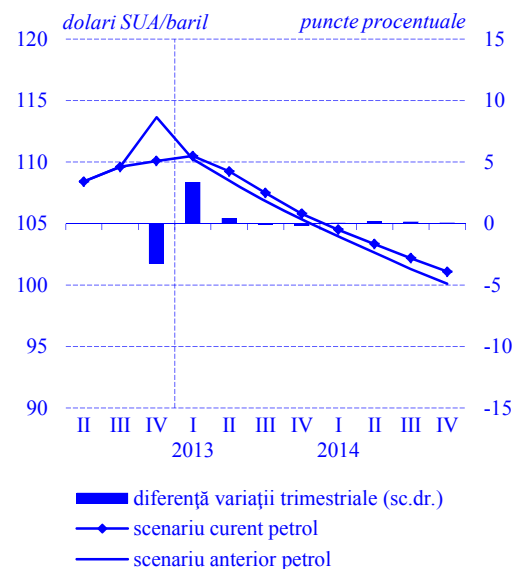
Valorile luate în considerare pentru creșterea medie anuală a indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) din zona euro sunt de 1,85 la sută pentru 2013 și 1,92 la sută pentru 2014, fiind revizuite semnificativ doar pentru 2014 (cu 0,36 puncte procentuale mai jos în acest an față de runda anterioară de proiecție). Decelerarea ritmului de creștere a prețurilor în 2013 comparativ cu 2012 survine pe fondul atenuării dinamicii subcomponentelor energiei și alimentelor. Revizuirea inflației pentru 2014 la un nivel mai diminuat față de runda precedentă este motivată de tendința de scădere a prețurilor materiilor prime și de diminuarea presiunilor inflaționiste exercitate de evoluția costurilor unitare cu forța de muncă.

Valorile medii așteptate ale ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni pentru cei doi ani de prognoză sunt mai reduse decât cele anticipate anterior, având în vedere preconizarea unei creșteri economice mai scăzute în zona euro comparativ cu runda trecută și, implicit, probabilitatea implementării unor noi măsuri de impulsivitate a activității economice. Rata dobânzii externe își menține însă o traiectorie în creștere pe parcursul intervalului de proiecție.

Evoluția cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară depreciere a monedei europene începând din trimestrul al doilea al anului 2013, estimată a persista până la orizontul de prognoză. Revizuirea marginală a cursului de schimb în sens ascendent față de runda precedentă de proiecție este pusă pe seama refacerii treptate a încrederii agenților economici în perspectivele economiei zonei euro.

Proiecția prețului internațional al petrolului Brent este fundamentată pe baza cotațiilor *futures*³ și anticipează o creștere minoră a acestuia în primul trimestru al anului curent, urmată de o scădere graduală către finele intervalului de prognoză până la nivelul de 101,1 dolari SUA/baril, traiectoria revizuită a cotațiilor fiind superioară celei din runda anterioară.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent

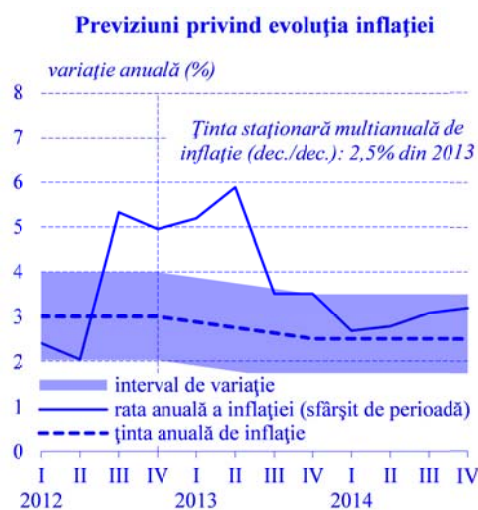


Sursa: Energy Information Administration, ipoteze BNR pe baza datelor Bloomberg

² În paralel cu revizuirea în jos a perspectivelor privind creșterea economică din UE efectiv, a avut loc o reevaluare, în același sens, a ritmului de evoluție a PIB real potențial al zonei.

³ Sursa cotațiilor *futures* este Bloomberg.

1.2. Perspectivele inflației



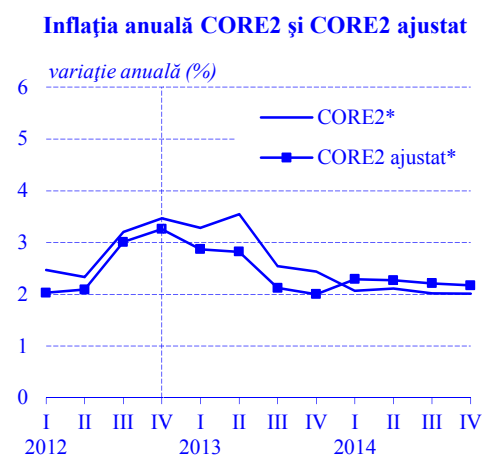
Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual.

Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

variație anuală
(procente, sfârșit de perioadă)

	2013				2014			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă				2,5				2,5
Proiecție	5,2	5,9	3,5	3,5	2,7	2,8	3,1	3,2



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice prevede situarea ratei anuale a inflației IPC la sfârșitul anului 2013 la nivelul de 3,5 la sută, care coincide cu limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale⁴. La finele anului viitor, dinamica anuală a prețurilor de consum este prevăzută a se atenua până la nivelul de 3,2 la sută, valoare situată în interiorul intervalului de variație. Față de raportul precedent, valoarea proiectată pentru sfârșitul anului curent a rămas neschimbată, însă este rezultatul unor reconfigurări ale contribuțiilor inflaționiste ale principalelor componente ale coșului de consum. Astfel, contribuțiile anticipate mai ridicate ale prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice, precum și ale celor administrate sunt de așteptat a fi contrabalansate de dinamica mai favorabilă comparativ cu cea din runda anterioară a indicelui CORE2 ajustat.

Dinamica anuală a prețurilor bunurilor de consum este prevăzută a se accelera temporar pe parcursul trimestrului II al anului curent, reflectând exclusiv evoluția componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale alimentelor cu prețuri volatile (LFO), combustibililor și produselor din tutun și băuturi alcoolice. Scenariul de bază al proiecției macroeconomice este construit pornind de la ipoteza unui an agricol normal în 2013. În aceste condiții, este de așteptat ca rata anuală a inflației IPC să înregistreze o decelerare mai amplă în a doua jumătate a anului curent, în principal pe fondul evoluțiilor favorabile ale prețurilor LFO și ale celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat.

Deși este proiectată pe o traiectorie descendentă până la mijlocul anului curent – pornind de la valoarea de 3,3 la sută la sfârșitul anului trecut și atingând valoarea de 2,8 la sută în iunie 2013 –, rata anuală a inflației CORE2 ajustat rămâne la valori relativ ridicate comparativ cu cele înregistrate în aceeași perioadă a anului anterior. Această evoluție este prognozată, în principal, ca rezultat al majorărilor de prețuri ale produselor alimentare procesate, a căror tracțiune inflaționistă se produce cu un decalaj față de cea a prețurilor alimentare volatile și este de așteptat să persiste până la obținerea noii recolte agricole, precum și al unei temporare inerții a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, sub impactul acestor majorări și al altor creșteri anunțate în prima parte a anului la unele categorii de prețuri exogene sferei de acțiune a politicii monetare. Neanticiparea manifestării pe parcursul următoarelor trimestre ale perioadei de referință a unor șocuri importante de natura ofertei, precum și menținerea unei conduite prudente a politicii monetare, cu impact anticipat favorabil asupra așteptărilor inflaționiste ale agenților economici, vor permite înscrierea ratei

⁴ Începând cu anul 2013, BNR a adoptat o țintă staționară multianuală de inflație, situată la nivelul de 2,5 la sută ± 1 punct procentual.

anuale a inflației CORE2 ajustat pe un trend dezinflaționist mai accentuat în partea a doua a acestui an, atingând valoarea de 2 la sută în decembrie 2013. Pe parcursul anului 2014, rata anuală a indicatorului se va plasa pe o traiectorie relativ stabilă, rămânând până la sfârșitul anului la valori situate în jurul nivelului de 2,2 la sută, similare celor dinaintea producerii șocurilor de ofertă din vara anului 2012.

Pentru anul curent, traiectoria ratei anuale a inflației CORE2 ajustat se plasează sub cea din Raportul asupra inflației din noiembrie, revizuirea la sfârșitul anului fiind de 0,9 puncte procentuale. Presiuni inflaționiste mai reduse la nivelul indicelui CORE2 ajustat, generate de creșterile mai puțin ample ale prețurilor de import și de revizuirea în jos a dinamicii proiectate pentru primul trimestru al anului curent a prețurilor la alimentele procesate, sunt doar parțial contrabalansate de diminuarea relativă a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere⁵. Spre sfârșitul intervalului de proiecție impactul mai puțin dezinflaționist al deficitului de cerere, în condițiile menținerii evaluărilor cu privire la impactul celorlalți factori, determină plasarea ratei anuale a inflației CORE2 ajustat cu 0,1 puncte procentuale mai sus față de raportul anterior.

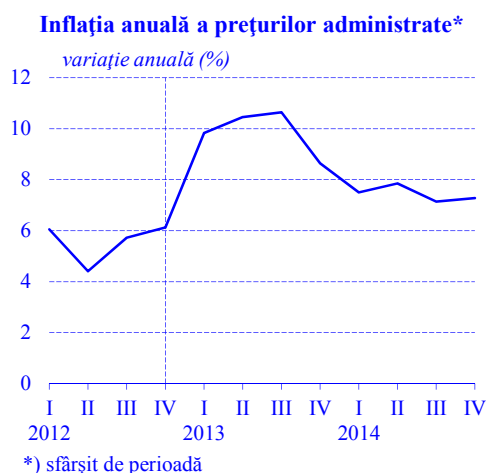
Proiecția curentă prevede o contribuție mai scăzută a dinamicii prețurilor bunurilor din import la inflația CORE2 ajustat pe tot intervalul de proiecție, datorată atât impactului evoluțiilor recente ale indicelui valorii unitare a importurilor de bunuri de consum (mai puțin autovehicule și combustibili)⁶ și cursului de schimb leu/euro, cât și unui scenariu exogen care preconizează o atenuare relativă în runda curentă a dinamicii prețurilor externe relevante. Traiectoria proiectată a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici se plasează la valori mai scăzute, comparativ cu cele previzionate anterior, în principal ca urmare a unei temperări a impactului șocurilor adverse asociate producției agricole interne reduse din anul precedent⁷.

⁵ Pentru detalii, a se vedea secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

⁶ Acest indicator, calculat lunar de către Eurostat pornind de la valorile exprimate în euro ale comerțului internațional cu bunuri și servicii oferă, alături de evoluția cursului de schimb nominal al leului, indicii cu privire la evoluția prețurilor de import ale bunurilor de consum incluse în cadrul indicelui CORE2 ajustat. Ultimele date disponibile pentru luna octombrie indică o scădere a acestui indicator cu 0,3 la sută față de media trimestrului III 2012.

⁷ Șocurile adverse de natura ofertei care au determinat inflamarea așteptărilor inflaționiste ale agenților economici în partea a doua a anului trecut s-au datorat, în principal, presiunilor inflaționiste manifestate pe piețele mărfurilor alimentare, ca urmare a condițiilor meteorologice adverse de pe plan intern. Deși presiunile inflaționiste provenind din această sursă au cunoscut o temperare comparativ cu runda precedentă, totuși ajustările recent anunțate cu privire la majorarea semnificativă a unor categorii de prețuri administrate (în special cele la energia electrică) se vor reflecta, cel mai probabil, și la nivelul așteptărilor inflaționiste din perioadele următoare.

Configurarea traiectoriei ratei anuale a inflației la produsele din tutun și băuturi alcoolice are la bază, în principal, modificările de accize prevăzute în Codul fiscal⁸, actualizarea referinței⁹ (la valorile proiectate) pentru determinarea echivalentului în lei al acestora, precum și realizarea unor ajustări care reflectă anticiparea persistenței pe perioade mai îndelungate a evoluțiilor conjuncturale nefavorabile pe această piață de la sfârșitul anului trecut¹⁰. Pe de o parte, devansările calendarului privind plata accizelor la produsele din tutun, actualizarea referinței de curs valabilă pentru anul 2013, precum și creșterile recente de la sfârșitul anului precedent care sunt anticipate să persiste și la începutul anului curent, iar pe de altă parte, majorările prevăzute în nivelul accizelor aplicabile la produsele din categoria „bere” vor determina o contribuție de 0,4 puncte procentuale la rata anuală a inflației IPC în 2013, valoare revizuită în sus cu 0,1 puncte procentuale față de raportul precedent. Contribuția cumulată a grupeii „tutun și băuturi alcoolice” la rata anuală a inflației IPC este anticipată a fi relativ neutră în 2014.



Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează atât informațiile publicate de către Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei (ANRE), cât și cele mai recente evoluții ale prețurilor energiei electrice și gazelor naturale. În condițiile înregistrării unui nivel semnificativ mai ridicat al inflației prețurilor administrate decât cel anticipat anterior pentru sfârșitul anului trecut, în principal pe seama anunțului cu privire la cuantificarea impactului asupra prețurilor al includerii certificatelor verzi în factura de energie electrică a consumatorilor finali¹¹, scenariul privind evoluția prețurilor administrate preconizează atingerea la finele anului curent a valorii de 8,7 la sută în decembrie 2013, revizuită în sus cu 1,7 puncte procentuale. Pentru sfârșitul anului 2014, în condițiile menținerii aceluiași ipoteze cu privire la etapele anunțate de ANRE pentru dereglementarea piețelor energiei electrice și gazelor naturale, scenariul a rămas nemodificat și prevede o dinamică anuală a subcomponentei de 7,3 la sută.

Scenariul de evoluție a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), deși este construit pe baza ipotezei unor ani agricoli normali

⁸ Ordonanța pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal și reglementarea unor măsuri financiar-fiscale adoptată de Guvern și publicată în Monitorul Oficial al României prevede devansarea modificărilor de accize la produsele din tutun, pentru perioada 2013-2017, din luna iulie în aprilie și majorarea nivelului accizelor aplicabile la produsele din categoria „bere”.

⁹ Conform Codului fiscal, valoarea în lei a accizelor datorată bugetului de stat se determină pe baza cursului de schimb stabilit de Banca Centrală Europeană în prima zi lucrătoare a lunii octombrie din anul precedent, publicat în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene. Astfel, pentru anul fiscal 2013 nivelul referinței pentru calculul în lei al accizelor va fi de 4,5223 lei/euro, valoare mai ridicată cu 5,17 la sută față de cea valabilă în 2012.

¹⁰ Pentru detalii a se vedea Capitolul I. Evoluția inflației.

¹¹ A se vedea comunicatul INS privind indicele prețurilor de consum din luna decembrie 2012.

în 2013 și 2014, prevede înregistrarea unor dinamici încă semnificative¹² în prima jumătate a anului curent, ca urmare a persistenței la nivelul ratei anuale a inflației LFO a impactului recoltei agricole scăzute din 2012. Începând din trimestrul III 2013, sub impactul unui efect de bază favorabil¹³, se anticipează o decelerare importantă a ritmului anual de evoluție a prețurilor LFO până la orizontul proiecției. În aceste condiții, contribuția acestei grupe la inflația anuală IPC – sfârșit de perioadă – pentru anul curent este preconizată a fi aproximativ nulă, iar pentru anul viitor, de 0,3 puncte procentuale.

Inflația anuală la grupa combustibililor este prognozată a se situa la valori mai reduse la sfârșitul anului curent (4,2 la sută) și al celui viitor (3,3 la sută) comparativ cu finele anului 2012 (5,2 la sută), sub impactul traiectoriei descendente favorabile a prețului internațional al petrolului, contrabalansată, doar parțial, de proiectarea unui curs de schimb EUR/USD cu impact mai nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA. Anticiparea unei valori mai reduse în punctul de pornire al proiecției (trimestrul I 2013), dinamica mai favorabilă a cursului de schimb al leului față de dolarul SUA din perioadele recente, precum și revizuirea în jos a impactului așteptărilor privind inflația ale agenților economici asupra acestei categorii de prețuri determină plasarea traiectoriei curente sub valorile publicate anterior.

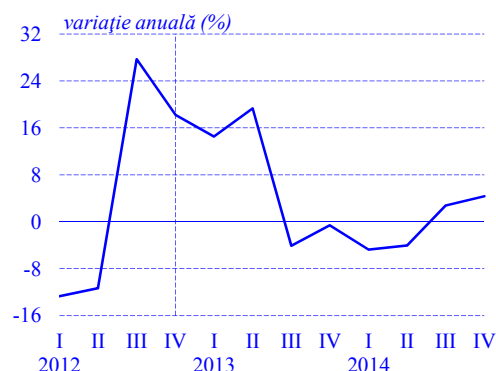
Pe ansamblu, contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale alimentelor cu prețuri volatile (LFO), combustibililor și produselor din tutun și băuturi alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 2,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2013 și de 1,9 puncte procentuale la finele anului viitor.

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

Deviația PIB

Pentru trimestrul IV 2012 se anticipează o atenuare a dinamicii trimestriale negative a PIB real față de trimestrul precedent când, în contextul unei evoluții nefavorabile a sectorului agricol, a fost consemnată o scădere de 0,4 la sută¹⁵. Rata de creștere a PIB real în

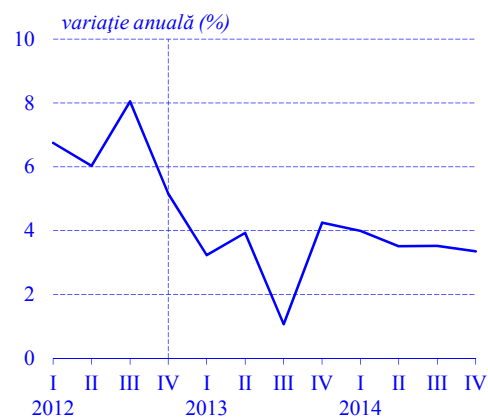
Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2013	2014
Prețuri administrate	1,5	1,3
Combustibili	0,4	0,3
Prețuri LFO	0,0	0,3
CORE2 ajustat	1,2	1,3
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,4	0,0

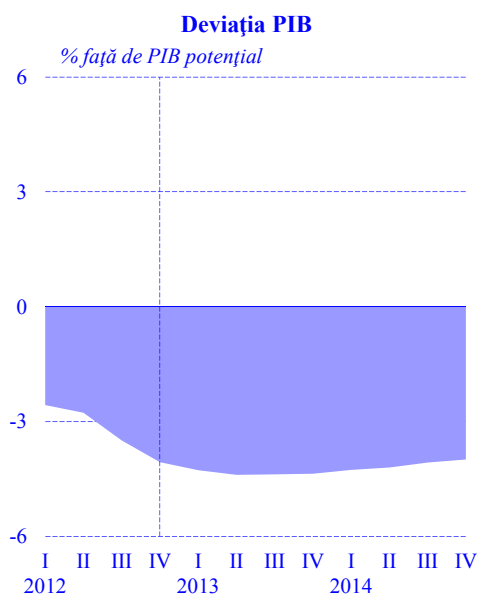
* calcule sfârșit de perioadă: agregarea contribuțiilor componentelor coșului de consum la inflația totală IPC se face folosind cifre cu două zecimale.

¹² Această tendință este accentuată de efectele statistice de bază asociate dinamicilor favorabile ale prețurilor LFO din prima jumătate a anului precedent, precum și de componenta sezonieră specifică evoluției inflației anuale la această subgrupă a coșului IPC.

¹³ Se anticipează că acest efect de bază favorabil va atinge amplitudinea maximă în trimestrul II 2014, reflectând și ipotezele privind dinamica încă ridicată a prețurilor acestei categorii de produse pe parcursul primelor două trimestre ale anului 2013.

¹⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.

¹⁵ Observațiile recente ale seriei ajustate sezonier a PIB real au suferit revizuirii semnificative, astfel că ratele de creștere a PIB real sunt în general inferioare celor aferente runde precedente de prognoză.



Sursa: INS, proiecție BNR

ultimul trimestru al anului 2012 comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior este preconizată a se menține în teritoriu negativ, magnitudinea fiind similară celei înregistrate în trimestrul anterior.

Dinamica PIB potențial și cea a deviației PIB au fost revizuite în cadrul unui amplu proces de reevaluare a evoluției istorice a acestor componente, proces menit să încorporeze rezultatele unor analize interne ale BNR privind dinamica PIB potențial după declanșarea crizei financiare internaționale și persistența, în continuare, a unor rate de creștere relativ reduse a PIB real¹⁶. Astfel, comparativ cu rundele anterioare de analiză și prognoză, ratele de creștere a PIB potențial au fost evaluate ca fiind, în general, mai scăzute atât în perioadele recente, ulterior propagării efectelor crizei financiare asupra economiei românești, cât și în cele preciză (de expansiune economică)¹⁷. Implicit, deviația PIB a fost evaluată la valori pozitive mai mari în perioada de expansiune economică, respectiv negative, dar de mai mică amploare, ulterior declanșării crizei globale. Detalii suplimentare privind reevaluarea dinamicii PIB potențial sunt oferite în caseta intitulată „Reevaluarea dinamicii PIB potențial și a deviației PIB”.

Dinamica PIB potențial pentru anul 2013 este prognozată a fi similară celei din anul anterior, urmând ca pentru anul 2014 să cunoască o relativă îmbunătățire. Pentru 2013 această evaluare reflectă, în principal, o diminuare relativă a contribuției productivității totale a factorilor, în condițiile persistenței constrângerilor referitoare la operațiunile de rețehnologizare a capacităților de producție, inclusiv pe fondul unui volum încă redus de absorbție a fondurilor structurale și de coeziune. În același timp, în sens favorabil acționează atât contribuția stocului de capital, care manifestă o îmbunătățire ca urmare a revenirii puternice a formării brute de capital fix înregistrate pe parcursul anului 2012¹⁸, cât și cea a factorului muncă, al cărui impact este evaluat a deveni ușor pozitiv. Pentru anul 2014, creșterea moderată a dinamicii PIB potențial este anticipată sub ipoteza unor evoluții favorabile pe termen mediu ale percepției asupra riscului pe piețele financiare internaționale, respectiv a restabilirii încrederii investitorilor în economia națională, cu efecte pozitive pentru dinamica fluxurilor de capital, și a eficienței în utilizarea factorilor de producție.

Evaluarea deficitului de cerere din trimestrul IV 2012 indică o adâncire a acestuia față de trimestrul anterior, implicând, *ceteris paribus*, creșterea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea

¹⁶ De altfel, dată fiind necesitatea încorporării unei game largi de informații, analize sau revizuirii de date, procesul de reevaluare a componentei de trend, respectiv a celei ciclice a PIB, are un caracter recurent.

¹⁷ Reevaluări similare ale dinamicii PIB potențial au fost efectuate de către diferite organisme internaționale (FMI, CE, OCDE) și bănci centrale pentru zona euro sau state precum Ungaria și Polonia.

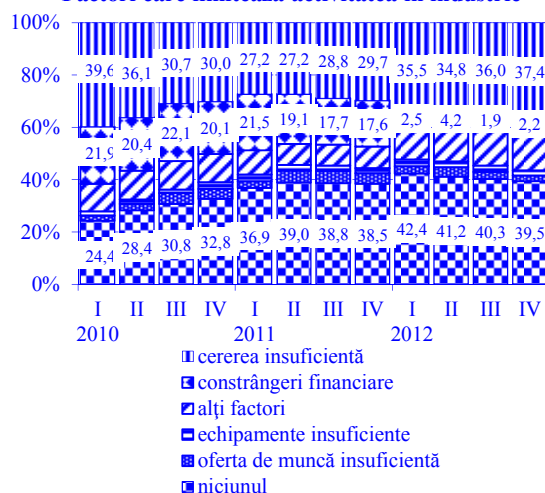
¹⁸ Pe parcursul primelor trei trimestre din 2012, datele publicate au indicat creșteri trimestriale semnificative ale formării brute de capital fix, iar pentru trimestrul IV 2012 se anticipează o nouă creștere trimestrială a acestei componente.

cererii agregate. La adâncirea deficitului de cerere din trimestrul IV contribuie persistența ridicată a acestuia și influența deficitului de cerere externă, în sens contrar acționând efectul stimulat al cursului de schimb real prin intermediul canalului exporturilor nete. Deși caracterul prociclic al componentei discreționare a politicii fiscale (aproximată prin impulsul fiscal) a acționat prin efect direct în sensul adâncirii deficitului de cerere, continuarea consolidării fiscale a contribuit la creșterea încrederii investitorilor internaționali în perspectivele economiei românești și reducerea primei de risc suveran, cu efecte favorabile asupra finanțării externe. Față de runda anterioară de proiecție, deviația PIB din trimestrul III 2012 este evaluată a fi mai puțin negativă, modificare ce încorporează efectul cumulat al reevaluării (menționate mai sus), al determinantilor deviației PIB și ai PIB potențial, al erorii de prognoză aferente trimestrului III 2012 și al revizuirii de către INS a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier.

Adâncirea relativă a deficitului de cerere în trimestrul IV este susținută de evoluția unor indicatori corelați cu poziția ciclică a economiei. Astfel, în primele două luni ale trimestrului IV comparativ cu media trimestrului anterior, indicii producției industriale și volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, exclusiv autovehicule și motociclete, au scăzut cu 0,6 la sută, respectiv cu 1,0 la sută. În același sens acționează și alți indicatori, precum creșterea ponderii agenților economici care invocă factorul „cerere insuficientă” ca element care limitează activitățile de producție în industrie și nivelul încrederii în economie, acesta din urmă măsurat prin intermediul indicatorului ESI. Semnale de sens contrar provin din partea gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie¹⁹, care a crescut față de trimestrul anterior, și a ratei șomajului BIM, care s-a redus ușor până la nivelul de 6,8 la sută în luna noiembrie a anului 2012.

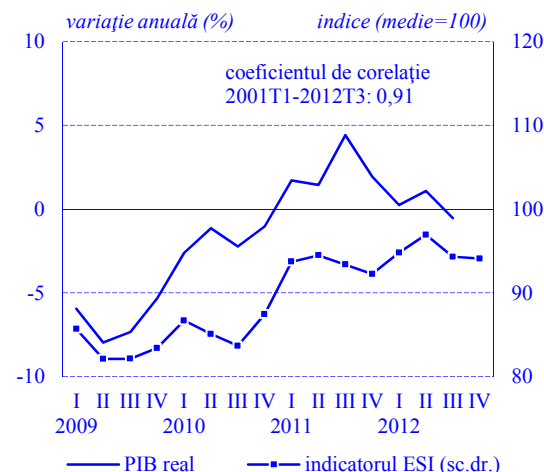
Dat fiind punctul de pornire estimat al indicatorului și sub impactul acțiunii setului de determinanți ai acestuia, deficitul de cerere de pe parcursul următoarelor opt trimestre consemnează, comparativ cu Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2012, valori mai puțin negative, situate însă în continuare la niveluri însemnate și persistente. În sensul reducerii deficitului de cerere față de traiectoria publicată anterior acționează cererea externă, care, în urma revizuirii deviației de la trend a PIB real efectiv în UE la valori mai puțin negative²⁰, este de așteptat să exercite, în termeni relativi, un impact mai puțin restrictiv la adresa activității economice interne, precum și componenta discreționară a politicii fiscale, al cărei impact este, de asemenea, mai puțin restrictiv, însă începând cu trimestrul II 2014, în timp ce repoziționarea cursului de schimb real ca urmare a aprecierii recente a leului în raport cu euro și dolarul SUA este de așteptat să aibă un efect proiectat relativ mai restrictiv.

Factori care limitează activitatea în industrie



Sursa: CE-DG ECFIN

Indicatorul de încredere în economie* și creșterea economică



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

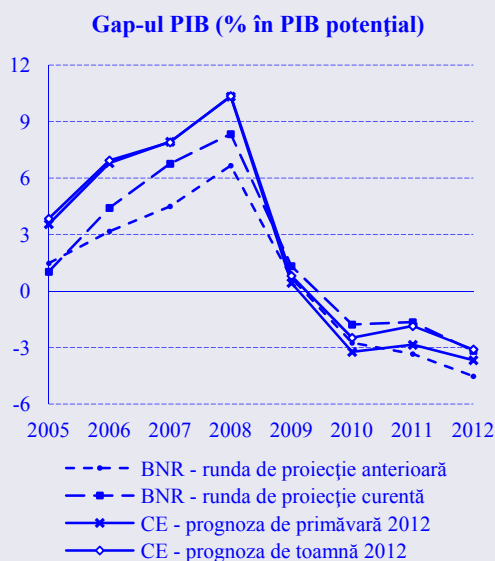
¹⁹ Indicatorul privind factorii care limitează activitățile de producție în industrie, indicatorul ESI și gradul de utilizare a capacităților de producție sunt preluați din sondaje CE-DG ECFIN.

²⁰ Pentru detalii, a se vedea secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

Reevaluarea dinamicii PIB potențial și a deviației PIB

În cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM), procesul de reevaluare a componentelor de trend și a celor ciclice ale variabilelor macroeconomice are un caracter recurent. De exemplu, revizuirea cu frecvență trimestrială a seriei PIB real ajustat sezonier publicate de către INS are implicații asupra valorilor istorice ale deviației PIB și a dinamicii PIB potențial. În acest context, cea mai recentă revizuire a datelor de către INS (ianuarie a.c.) este evaluată a exercita un impact statistic nefavorabil, mai pronunțat în perioadele recente, asupra ratei de creștere estimate a PIB potențial. De asemenea, în cazul unor modificări substanțiale în setul de informații înglobate în MAPM, procesul de reevaluare poate comporta, prin mecanismul filtrului Kalman, diferențe semnificative pentru componentele neobservabile ale unor variabile macroeconomice (de exemplu, trenduri). În plus, în cadrul exercițiului de analiză și prognoză sunt realizate reevaluări periodice ale dinamicii PIB potențial pentru a încorpora o gamă largă de informații și analize coroborative care nu pot fi surprinse în structura modelului.

În cadrul runde curente de analiză și prognoză s-a considerat că persistența unor rate de creștere a PIB reduse, ca urmare a inerției ridicate a efectelor crizei financiare internaționale, sugerează o anumită revizuire în jos, comparativ cu rundele anterioare, a dinamicii PIB potențial. Această revizuire se impune atât pentru perioadele recente, cât și, prin reevaluarea contribuției factorilor fundamentali ai creșterii economice, pentru perioada anterioară (de expansiune economică). Implicite, dar și prin coroborare cu persistența inflației în economia națională datorată factorilor de natura cererii, deviația PIB este astfel reevaluată la valori pozitive mai mari în perioada de expansiune economică, respectiv negative, dar de mai mică amploare în perioada postcriză.



Sursa: Comisia Europeană (European Economic Forecast Spring 2012, European Economic Forecast Autumn 2012), evaluări BNR

Reevaluări calitativ similare ale dinamicilor PIB potențial și deviației PIB au fost efectuate de către diferite organisme internaționale (FMI, CE, OCDE) și bănci centrale pentru zona euro sau state precum Ungaria și Polonia. În particular, pentru România, Comisia Europeană a publicat, începând cu prognoza de toamnă 2006, de două ori pe an, evaluări succesive ale PIB potențial și ale deviației PIB. Odată cu începutul crizei, magnitudinea excesului de cerere aferent perioadei 2006-2008 a fost reevaluată la valori mai ridicate (fapt ce implică dinamici mai puțin accelerate ale PIB potențial). Pe parcursul ultimelor două runde de evaluare din anul 2012, ratele de creștere a PIB potențial pentru ultimii ani au fost reevaluate în reducere, în același timp deficitul de cerere aferent perioadei 2010-2012 fiind ușor diminuat.

Componentele cererii agregate

În trimestrul IV 2012 se anticipează o decelerare a ritmului pozitiv de creștere trimestrială a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, deviația negativă de la tendința de evoluție pe termen mediu a acestuia devenind mai accentuată. Creșterea mai lentă a acestei componente este susținută de încetinirea dinamicii cifrei de afaceri pentru serviciile de piață prestate populației (+3,9 la sută în octombrie și noiembrie față de media trimestrului III, după creșterea de 4,7 la sută înregistrată în trimestrul anterior) și de cvasistagnarea salariului net real (-0,1 la sută în octombrie și noiembrie comparativ cu media trimestrului anterior). În același timp, alți indicatori coincidenți cu evoluția consumului individual efectiv al gospodăriilor populației oferă semnale de sens contrar, cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul, exclusiv autovehicule și motociclete și fluxul de credite de consum în termeni reali înregistrând reduceri (-1,0 la sută în octombrie și noiembrie față de media trimestrului III și, respectiv, -5,1 la sută în trimestrul IV comparativ cu trimestrul anterior). Pentru consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice se prognozează o creștere moderată în trimestrul IV 2012. Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a deficitului bugetului general consolidat a fost de 2,52 la sută (metodologie *cash*) în 2012, în reducere semnificativă comparativ cu anul precedent (4,29 la sută). Valoarea înregistrată depășește ținta de deficit bugetar de 2,2 la sută din PIB agreată cu instituțiile financiare internaționale, în condițiile exogene ale suspendării temporare de către CE a rambursărilor de fonduri europene și ale revizuirii la o valoare inferioară a PIB nominal²¹. Având în vedere evoluțiile pozitive ale consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice din trimestrele anterioare, deviația de la trendul pe termen mediu este apreciată ca fiind pozitivă.

Evoluția pozitivă a consumului individual al gospodăriilor populației pentru ambii ani de proiecție este preconizată pe seama impactului favorabil al majorării anticipate a dinamicii salariale din sectorul privat, pe fondul menținerii ritmului anual pozitiv al PIB și, implicit, a redresării productivității muncii. În acest context, coroborat cu proiectarea unei rate anuale a inflației IPC în reducere semnificativă începând cu a doua jumătate a anului curent, creșterile salariale nominale sunt de așteptat să conducă în timp la

²¹ Conform informării de presă din 25 ianuarie 2013 a MFP „procesul de consolidare fiscală a continuat în anul 2012, deficitul bugetar diminuându-se cu peste 40 la sută față de 2011, de la 4,3 la sută din PIB la 2,5 la sută. Au fost înregistrate influențe negative suplimentare asupra deficitului bugetar din cauza blocării temporare a rambursărilor fondurilor europene ca urmare a deficiențelor constatate în anii anteriori (0,2 la sută din PIB) și din cauza revizuirii descrescătoare a PIB nominal (0,1 la sută din PIB)”.

dinamizarea venitului real disponibil²², cu consecințe favorabile inclusiv asupra evoluției cheltuielilor de consum. După evoluția favorabilă înregistrată pe parcursul trimestrului III și cea anticipată pentru trimestrul IV 2012, consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este proiectat pe o traiectorie ce implică consolidarea dinamicii acestuia pe parcursul intervalului de proiecție.

Pentru formarea brută de capital fix se anticipează continuarea dinamicii trimestriale pozitive și în trimestrul IV 2012, dar într-un ritm sensibil mai redus. Semnalele din economia reală corelate cu evoluția pe termen scurt a celor două componente ale investițiilor (construcții, respectiv investiții în utilaje) au un caracter mixt. Astfel, indicele lucrărilor de construcții a crescut cu 2,7 la sută în octombrie și noiembrie față de media trimestrului III, în timp ce indicatorul de încredere a operatorilor din construcții s-a redus cu 4,6 puncte în trimestrul IV comparativ cu trimestrul anterior. Volumul cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital a avansat în octombrie și noiembrie față de media trimestrului III cu 4,1 la sută, deși creditele noi (total lei și valută) acordate companiilor nefinanciare au scăzut în termeni reali cu 11,5 la sută în trimestrul IV față de trimestrul precedent. În condițiile unei evoluții susținut pozitive a formării brute de capital fix în perioadele recente, deviația de la trendul pe termen mediu a acesteia este evaluată ca fiind ușor pozitivă.

Similar rundeii precedente de proiecție, formarea brută de capital fix este preconizată să își mențină ritmul pozitiv de creștere, superior celui al consumului individual al gospodăriilor, în ambii ani ai proiecției. Revenirea graduală în teritoriul valorilor pozitive a ratei proiectate de creștere a exporturilor reale, coroborată ipotezei unei continuări a îmbunătățirii de către autorități a capacității de atragere a fondurilor europene de postaderare și în condițiile persistenței anticipate a efectelor de antrenare asupra proiectelor de investiții viitoare ale dinamicii favorabile din perioadele recente ale componentei, creează premisele ca formarea brută de capital fix să aibă o contribuție semnificativă la refacerea într-o manieră sustenabilă a cererii interne.

În trimestrul IV 2012 exporturile sunt prognozate a se reduce, ca urmare a efectelor restrictive provenite atât din partea cererii externe, cât și din partea cursului de schimb real mai apreciat. Pentru importuri este anticipată o ușoară creștere trimestrială, pe fondul unei dinamici pozitive modeste a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și al evoluției cursului de schimb real.

²² Cu toate acestea, ratele de creștere proiectate pentru salariul nominal și real sunt anticipate a înregistra, pe intervalul de proiecție, valori sensibil inferioare celor din perioadele anterioare propagării impactului crizei globale asupra economiei românești.

Ca urmare a evoluțiilor menționate, deviațiile de la trendurile pe termen mediu ale exporturilor și importurilor sunt evaluate ca fiind în continuare negative. Un element de incertitudine cu privire la dinamica trimestrială prognozată a importurilor și exporturilor din conturile naționale este asociat datelor parțiale din balanța de plăți care, în octombrie și noiembrie față de media trimestrului III, au înregistrat creșteri semnificative (2,7 la sută în cazul importurilor și, respectiv, 7,0 la sută în cazul exporturilor), deși datele analitice indică faptul că aceste majorări ar fi mai degrabă rezultanta unor efecte de preț decât a unora de volum.

Sub constrângerea unei redresări lente a activității economice din UE efectiv, scenariul de bază prevede menținerea în anul curent a dinamicii exporturilor sub cea a importurilor reale. Pe fondul impulsului favorabil dat de revenirea graduală a cererii interne, acestea din urmă sunt preconizate a înregistra o rată de creștere superioară celei estimate pentru 2012. În 2014, dinamica pozitivă a exporturilor se anticipează a o depăși pe cea a importurilor, pe seama unei mai consistente redresări preconizate a cererii externe. În paralel cu dinamica proiectată a prețurilor bunurilor de export și cea a celor ale bunurilor de import pe intervalul de proiecție, deficitul de cont curent ca pondere în PIB nominal proiectat pentru anii 2013 și 2014 se va menține în apropierea nivelului anticipat pentru 2012, acesta din urmă urmând a se plasa, cel mai probabil, sub valoarea de 4 la sută²³.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari și, respectiv, al celei a cursului de schimb real efectiv al leului²⁴. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin intermediul efectului de avuție și bilanț²⁵.

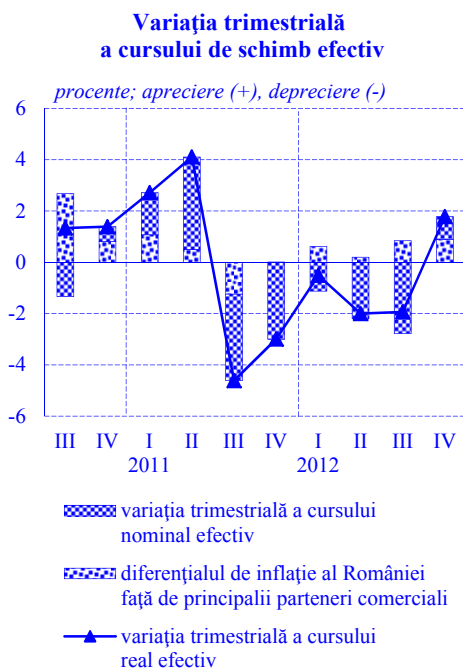
În trimestrul IV 2012, ratele nominale ale dobânzilor în lei²⁶ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari au crescut ușor. Pe fondul dinamicilor reduse ale ratelor nominale,

²³ Pe baza valorilor istorice publicate ale deficitului de cont curent din intervalul ianuarie-noiembrie 2012, precum și a dinamicii prognozate a componentelor acestuia până la sfârșitul anului curent.

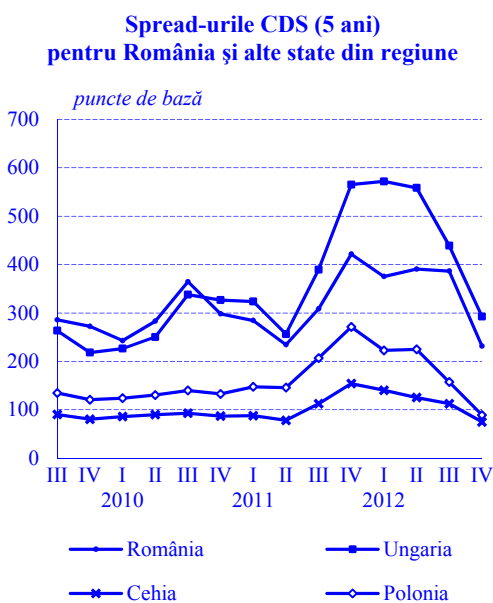
²⁴ Această definiție a condițiilor monetare reale în sens larg este utilizată în cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu.

²⁵ Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă, în cazul agenților economici îndatorați, prin modificarea alocării resurselor disponibile, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte, acordării, respectiv rambursării creditelor în valută.

²⁶ Ratele nominale ale dobânzilor în lei la credite și depozite sunt calculate ca medii ponderate în funcție de valoarea creditelor și, respectiv, a depozitelor corespunzătoare contractelor noi.



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



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

creșterea așteptărilor privind inflația²⁷ în trimestrul IV 2012 a fost reflectată în diminuarea ratelor reale ale dobânzilor atât în cazul depozitelor, cât și în cel al creditelor. Pe ansamblu, deviațiile ratelor reale ale dobânzilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu capătă un caracter stimulativ asupra activității economice viitoare.

Pe parcursul trimestrului IV 2012, comparativ cu media trimestrului anterior, moneda națională s-a apreciat atât în termeni reali, cât și în termeni nominali, această dinamică reflectându-se în deviația cursului de schimb real efectiv²⁸ față de tendința pe termen mediu. Aprecierea trimestrială în termeni reali a leului provine din aprecierea nominală, precum și din diferențialul de inflație pozitiv față de partenerii comerciali. Evoluția cursului nominal efectiv este rezultatul aprecierii puternice a monedei naționale în raport cu dolarul SUA, în condițiile menținerii relativ neschimbate a cotației leului față de euro. Pe fondul acestor evoluții, deviația pozitivă mai redusă a cursului de schimb real față de tendința estimată pe termen mediu sugerează, *ceteris paribus*, comparativ cu trimestrul anterior, o deteriorare marginală a competitivității prin preț a produselor românești, efectul stimulativ asupra cererii agregate viitoare prin canalul exporturilor nete fiind astfel într-o ușoară reducere.

În ultimul trimestru al anului 2012, față de trimestrul anterior, percepția investitorilor asupra riscului suveran al României s-a îmbunătățit²⁹, reflectând atât tendința regională, cât și atenuarea tensiunilor specifice contextului politic intern din trimestrele precedente. Efectul anticipărilor privind evoluția cursului de schimb³⁰ coroborat cu cel al poziționării ratei reale a dobânzii străine sub trendul pe termen mediu sunt doar parțial contrabalansate de situarea primei de risc peste tendința de evoluție pe termen mediu. Prin urmare, în trimestrul IV 2012 caracterul efectului de avuție și bilanț asupra activității economice viitoare devine mai stimulatив.

Potrivit evaluării BNR, ansamblul condițiilor monetare reale în sens larg aferente ultimului trimestru al anului 2012 exercită o influență stimulatивă, în ușoară creștere, asupra activității economice viitoare, acționând, *ceteris paribus*, în sensul atenuării presiunilor dezinflaționiste induse de către deficitul de cerere agregată. În structura setului larg al condițiilor monetare reale, o contribuție semnificativă se datorează efectului stimulatив provenit

²⁷ Informațiile referitoare la acest indicator sunt preluate din Sondajul lunar al BNR derulat în rândul analiștilor bancari.

²⁸ Cursul de schimb în raport cu care se realizează analiza 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.

²⁹ Gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională este corelat cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS).

³⁰ Aproximate prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

din partea cursului de schimb real prin canalul exporturilor nete și efectului de avuție și bilanț, augmentată de caracterul stimulat al ratelor reale ale dobânzilor la depozite, în timp ce ratele reale ale dobânzilor la credite exercită o influență aproximativ neutră în raport cu tendințele pe termen mediu.

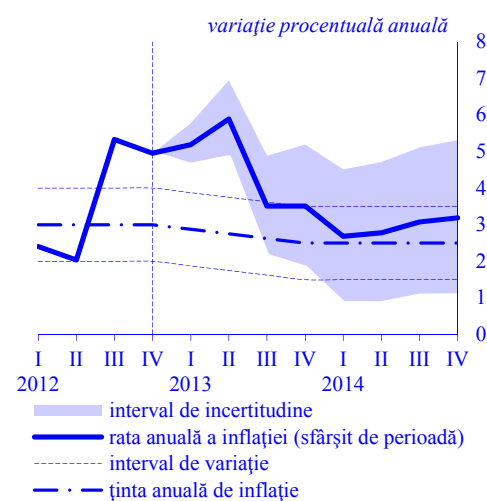
Pe intervalul de prognoză, condițiile monetare reale în sens larg reflectă reconfigurarea influenței factorilor determinanți comparativ cu dinamica proiectată a acestora în Raportul asupra inflației din luna noiembrie. Astfel, re poziționarea cursului de schimb real ca urmare a aprecierii recente a leului în raport cu euro și dolarul SUA este anticipată a exercita un efect comparativ mai restrictiv asupra exporturilor nete pe tot intervalul de proiecție. În același timp, traiectoria ratei dobânzii de politică monetară este prevăzută a asigura, în paralel cu reintrarea și ulterior consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului din jurul țintei, premisele necesare redresării treptate a procesului de creditare durabilă a sectorului privat al economiei, aceasta contribuind la reluarea pe baze sustenabile a creșterii economice. Consistentă cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, influența cumulată a deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor practicate de instituțiile financiare la creditele și depozitele în lei este preconizată a exercita un efect stimulat la adresa activității economice pe întregul interval de proiecție. Similar rundei precedente, impactul deviației de la trend a ratei reale a dobânzii la creditele în valută denominate în lei³¹ se anticipează a fi stimulat pe întreg intervalul, având o intensitate ușor mai redusă în termeni comparativi. La această evoluție, principalul aport revine reconfigurării la valori ceva mai puțin stimulative ale costului real al atragerii de către instituțiile financiare a surselor de finanțare în valută, anticipate a fi ulterior redirecționate către potențialii clienți ai acestora sub formă de credite bancare.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa traiectoriei ratei anuale a inflației IPC din scenariul de bază al proiecției continuă să fie înclinată în sensul unor abateri în sus, însă într-o manieră relativ mai atenuată comparativ cu runda anterioară de prognoză, pe fondul disipării tensiunilor politice interne prezente la momentul publicării Raportului asupra inflației din noiembrie. Această evaluare este cauzată atât de factori interni, cât și externi. Pe plan intern, principalele surse de riscuri asimetrice sunt asociate posibilităților întâzierii privind implementarea fermă și consecventă a setului de politici macroeconomice și reforme structurale deja convenite cu instituțiile internaționale, precum și magnitudinii ajustărilor viitoare de prețuri administrate. Pe plan extern, persistă

³¹ Cele două componente definesc efectul de avuție și bilanț, componentă a setului larg al condițiilor monetare reale. Pentru unele precizări metodologice, a se vedea notele de subsol 25 și 30.

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2012. Erorile de prognoză sunt proporționale cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

incertitudinile cu privire la evoluția situației economice și financiare din zona euro.

Pe plan intern, similar Raportului asupra inflației din luna noiembrie, riscuri de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria de bază provin din incertitudinile care planează în ceea ce privește consecvența implementării setului de politici macroeconomice și reforme structurale agreeate cu instituțiile internaționale (CE, FMI și BM). În pofida eforturilor realizate în cadrul măsurilor de consolidare fiscală în vederea încadrării în țintele prevăzute în cadrul angajamentelor asumate de România, eventuale abateri de la implementarea la timp și în parametri conveniți a angajamentelor menționate pot induce o deteriorare a percepției investitorilor cu privire la economia internă cu impact nefavorabil asupra volatilității și costurilor surselor de finanțare adresate economiei românești.

Riscuri suplimentare pe plan intern sunt asociate dinamicii viitoare a prețurilor administrate, în condițiile în care sunt cunoscute, în urma publicării de către ANRE, datele calendaristice la care urmează să fie operate majorări ale prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, însă magnitudinea și, ca urmare, impactul acestor majorări asupra prețurilor la consumatorii finali sunt incerte. În ceea ce privește dinamica prețurilor interne ale alimentelor, riscurile provenind din această sursă sunt relativ echilibrate pe termen scurt; pe termen mediu însă, ele devin relevante, având în vedere, pe de-o parte, ponderea ridicată a alimentelor în coșul bunurilor de consum finale, iar pe de altă parte, posibilitatea materializării în perioadele viitoare a unor condiții climatice nefavorabile și, implicit, a obținerii unor recolte mai slabe decât cele preconizate în scenariul de bază.

Din perspectiva mediului extern, persistența incertitudinilor cu privire la intervalul de timp necesar refacerii economiei UE, cu precădere a celei a zonei euro, poate genera riscul intensificării volatilității fluxurilor de capital direcționate către economiile emergente, inclusiv România. Ample fluxuri de capital volatil, în ambele sensuri, pot genera riscuri la adresa stabilității prețurilor și a celei financiare, precum și a redresării sustenabile a creșterii economice. Pe de-o parte, o revizuire în jos a perspectivelor viitoare privind creșterea economică a UE ar implica înrăutățirea sentimentului investitorilor cu privire la plasamentele derulate în economiile emergente din zonă și ar constrânge inclusiv cererea de bunuri de export românești. Aceasta ar conduce, în ultimă instanță, la reducerea fluxurilor de capital adresate economiei românești și la presiuni de depreciere a monedei naționale, cu influențe nefavorabile asupra dinamicii prețurilor interne de consum și a costurilor de atragere a finanțărilor atât pentru sectorul privat, cât și pentru cel public, inclusiv prin intermediul canalului de avuție și bilanț pentru debitorii neacoperiți la riscul valutar. Pe de altă parte, pe fondul incertitudinilor privind perspectivele zonei euro, intrări substanțiale de capitaluri, inclusiv fluxuri în căutare de câștiguri

temporare de randament, inerent instabile, ar amplifica volatilitatea cursului de schimb al monedei naționale și ar face mai dificilă ajustarea ordonată a dezechilibrelor macroeconomice.

Referitor la factorii de risc provenind din partea ofertei, de exemplu prețurile materiilor prime de pe piețele internaționale, balanța acestora este apreciată în continuare ca fiind relativ echilibrată pe termen scurt. Pe termen mediu, însă, dinamica acestei categorii de prețuri ar putea fi accentuată de eventualitatea unei depreciere a monedei naționale în raport cu dolarul SUA, alimentată de o evoluție potențial nefavorabilă și volatilă a cursului EUR/USD în eventualitatea menținerii incertitudinilor din zona euro.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor băncii centrale, rata anuală a inflației și-a întrerupt în trimestrul IV trendul ascendent pe care s-a reînscris în iunie, consemnând în octombrie și noiembrie scăderi consistente, urmate de o creștere în luna decembrie – atribuibilă prioritar majorării prețului energiei electrice. Dată fiind amplitudinea relativ mai mică a acestei creșteri, nivelul atins de rata anuală a inflației IPC la finalul anului – de 4,95 la sută – a rămas inferior celui înregistrat la sfârșitul trimestrului anterior. Pe deasupra, în condițiile relativei îmbunătățiri față de așteptări a evoluției dinamicii anuale a prețurilor volatile și a cursului de schimb al leului, precum și ale persistenței deficitului amplu de cerere agregată, rata anuală a inflației, implicit deviația ei față de limita superioară a intervalului de variație din jurul punctului central al țintei stabilite pentru sfârșitul anului 2012 au coborât în a doua parte a intervalului la valori ușor mai joase decât cele previzionate anterior.

Actualizarea, corespunzător celor mai recente date și informații disponibile, a proiecției evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu reconfirmă perspectiva accelerării temporare a inflației pe parcursul primului semestru al anului curent, rata anuală a inflației fiind așteptată să se plaseze în acest interval la valori chiar superioare celor anticipate anterior, în condițiile prefigurării creșterii sensibile față de precedentă proiecție a impactului inflaționist al prețurilor administrate, dar și al celui exercitat în acest interval de prețurile produselor din tutun, în principal ca efect al majorării în devans cu un trimestru a nivelului accizelor specifice. Începând cu cel de-al treilea trimestru al anului, perspectiva inflației consemnează însă o ameliorare în raport cu prognoza precedentă – marginală pe parcursul semestrului II al anului curent, dar semnificativă pe segmentul următor al orizontului de prognoză – succedată de o deteriorare marginală a acesteia spre finalul anului 2014, datorată exclusiv unor factori de natura ofertei. Astfel, rata anuală prognozată a inflației coboară și

se menține de-a lungul trimestrului IV al anului curent la o valoare aflată la limita superioară a intervalului de variație asociat țintei pe termen mediu⁴, pentru ca la începutul anului 2014 ea să reîntre în interiorul acestuia și apoi să se consolideze în următoarele trei trimestre în proximitatea punctului central al țintei.

Relativa ameliorare a perspectivei inflației începând cu cel de-al treilea trimestru al anului curent – implicând o relativă accelerare a procesului dezinflației care se va relua odată cu depășirea vârfului inflației din luna iunie – are ca suport evoluțiile mai favorabile anticipate a fi consemnate de dinamica prețurilor volatile³², dar mai ales de rata anuală a inflației CORE2 ajustat, cu precădere pe segmentul intermediar al orizontului de prognoză. La rândul ei, perspectiva îmbunătățită a componentei de bază a inflației este susținută de reluarea ajustării în scădere a anticipațiilor inflaționiste, în principal pe orizontul mai apropiat de timp, precum și de revizuirea în același sens a dinamicii anuale previzionate a cursului de schimb al leului și a prețurilor de consum externe. Impactul favorabil al acestora este doar în mică măsură atenuat de scăderea relativă, în raport cu precedenta prognoză, a intensității presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate, ce decurge din reducerea dimensiunii estimate a *gap*-ului negativ al PIB, în condițiile revizuirii descrescătoare atât a dinamicii PIB potențial, cât și a ritmului previzionat al creșterii economice, comparativ cu rundele de prognoză anterioare. Până la mijlocul trimestrului III al anului curent, rata anuală proiectată a inflației CORE2 ajustat continuă însă să se mențină la valori superioare celor consemnate anterior începerii creșterii prețurilor produselor alimentare procesate, pentru ca odată cu epuizarea spre finalul trimestrului a efectelor adverse ale șocurilor pe partea ofertei, ea să cunoască o corecție descendentă semnificativă.

Prognoza actuală a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu este marcată de incertitudini semnificative, generatoare de riscuri în ambele sensuri la adresa perspectivei inflației, balanța generală a acestora menținându-și totuși asimetria nefavorabilă. O sursă de asemenea riscuri opuse – a căror balanță cunoaște însă în actualul context o relativă echilibrare – o constituie mediul extern, mai cu seamă evoluțiile din economiile și sistemele bancare ale zonei euro și unele măsuri adresate acestora de autoritățile europene, precum și potențialul lor impact asupra aversiunii față de risc și lichidității pieței financiare internaționale.

Materializarea acestor riscuri ar genera efecte inflaționiste, precum și un impact asupra așteptărilor inflaționiste pe plan intern, în principal prin intermediul relativei înrăutățiri a evoluției cursului de schimb al leului ce ar decurge din scăderea fluxurilor de capital adresate economiei românești, prioritar a celor de natura investițiilor

³² Prețul combustibililor și prețul categoriei legume-fructe-ouă.

de portofoliu. Creșterea, pe acest fond, a costurilor aferente finanțării deficitului fiscal și refinanțării datoriei publice, implicit, atingerea țintei de deficit fiscal în condiții mai dificile, ar putea exercita, de asemenea, în mod direct sau indirect, efecte adverse asupra inflației. În ipoteza unei deteriorări prelungite a dinamicii economiilor unor state europene, este însă de așteptat ca impactul inflaționist al cursului de schimb al leului să fie atenuat pe termen scurt și chiar contrabalansat pe termen mediu de relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, decurgând din încetinirea semnificativă a redresării economiei românești sub impactul prelungirii recesiunii/trenării redresării economiei zonei euro.

În același timp, însă, nu poate fi exclusă posibilitatea ca pe fondul unei eventuale prelungiri/accentuări a sentimentului favorabil al pieței financiare internaționale³³, cursul de schimb al leului să coboare pe un palier inferior celui anticipat, ca urmare a potențialului impuls dat intrărilor de capital pe piața locală de includerea, începând cu luna martie 2013, a obligațiunilor suverane românești în indicii Barclays Capital și JP Morgan privind piețele emergente în monedă locală³⁴, dar și de o posibilă sporire relativă a atractivității raportului randament/risc oferit de plasamentele în monedă națională, în contextul unei perspective favorabile a investitorilor internaționali față de economiile emergente. Posibila consolidare a percepției ameliorate a investitorilor străini asupra perspectivei economiei naționale este însă condiționată de continuarea procesului de consolidare fiscală, accelerarea reformelor structurale, precum și de intensificarea eforturilor de atragere a fondurilor europene, corespunzător angajamentelor asumate în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și BM.

Balanța riscurilor potențial induse la adresa perspectivei inflației și a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu de evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, inclusiv de evoluția prețului petrolului, rămâne, de asemenea, relativ echilibrată, cel puțin pe termen scurt. Evaluarea are în vedere, pe de o parte, perspectiva prelungirii tendinței de slăbire a economiei globale și persistența incertitudinilor asociate acesteia, dar și probabilitatea relativ ridicată a ameliorării, comparativ cu anul anterior, a performanțelor sectorului agricol intern, de natură să atenueze eventualele efecte adverse exercitate de piața externă asupra prețurilor unor produse alimentare. Pe de altă parte, nu poate fi exclusă posibilitatea unei creșteri neașteptate a prețurilor

³³ Cel mai probabil, ca efect al potențialelor progrese înregistrate în reducerea unor dezechilibre, în implementarea reformelor structurale și instituționale în zona euro și în ajustarea bilanțurilor băncilor/sectorului nefinanciar în statele membre, precum și ca urmare a măsurilor de politică monetară implementate de Banca Centrală Europeană.

³⁴ Conform anunțurilor Barclays Capital și JP Morgan din lunile noiembrie 2012, respectiv ianuarie 2013.

internaționale ale materiilor prime, coroborată cu o volatilitate ridicată a cursului EUR/USD.

Mediul intern continuă însă să reprezinte o sursă de riscuri asimetrice la adresa perspectivei inflației, datorită prefigurării reaccelerării inflației în semestrul I 2013, dar mai ales ca urmare a creșterii recente a incertitudinilor privind magnitudinea majorării unor prețuri administrate, în condițiile conturării posibilității suplimentării, față de calendarul de liberalizare aprobat³⁵, a ajustărilor ce vor fi aplicate în acest an tarifelor energiei electrice. Acestora li se alătură incertitudinile privind potențialul impact advers exercitat asupra unor prețuri administrate, dar și asupra altor categorii de prețuri de revizuirea recentă a legislației fiscale în sensul modificării unor taxe și impozite directe³⁶ și a unora indirecte, abordare menită să asigure continuarea procesului de consolidare fiscală. Cu toate că riscul ca aceste șocuri adverse de natura ofertei – anticipate sau potențiale – să genereze efecte de runda a doua³⁷ continuă să fie scăzut, dată fiind perspectiva persistenței pe termen mediu a deficitului de cerere agregată, menținerea conduitei prudente a politicii monetare este esențială în actuala conjunctură.

În vederea ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste și a consolidării perspectivei reînscrierii ratei anuale a inflației în intervalul asociat țintei pe termen mediu, odată cu atenuarea efectelor adverse ale șocurilor de natura ofertei, amplificate tranzitoriu în primul semestru al anului de ajustarea mai amplă a unor prețuri administrate, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 februarie 2013 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an, concomitent cu gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

³⁵ Corespunzător angajamentelor din acordurile convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

³⁶ În special în sectorul energetic și în cel agricol.

³⁷ Prin intermediul deteriorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu.

