



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
mai 2013

Anul IX, nr. 32
Serie nouă



Banca Națională a României

Raport asupra inflației

Mai 2013

Anul IX, nr. 32

Serie nouă

NOTĂ

Unele dintre datele statistice au caracter provizoriu, urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare. În cazul unor indicatori statistici comunicați de INS (productivitatea muncii, prețurile producției industriale, prețurile producției agricole), seriile istorice au fost recalculate, ca urmare a schimbării anului de bază din 2005 în 2010.

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

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 2 mai 2013 și include informațiile disponibile până la data de 26 aprilie 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 |
| BCE | Banca Centrală Europeană |
| BIM | Biroul Internațional al Muncii |
| BM | Banca Mondială |
| CE | Comisia Europeană |
| CRC | Centrala Riscului de Credit |
| DG ECFIN | Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare |
| ESI | indicatorul de încredere în economie |
| Eurostat | Oficiul de Statistică al Comunităților Europene |
| FMI | Fondul Monetar Internațional |
| IAPC | indicele armonizat al prețurilor de consum |
| INS | Institutul Național de Statistică |
| IPC | indicele prețurilor de consum |
| IPPI | indicele prețurilor producției industriale |
| LFO | legume, fructe, ouă |
| MFE | Ministerul Fondurilor Europene |
| MFP | Ministerul Finanțelor Publice |
| 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 | 15 |
| 1.2. Oferta | 18 |
| 2. Piața muncii | 19 |
| 3. Prețurile de import și prețurile de producție | 21 |
| III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE | 23 |
| 1. Politica monetară | 23 |
| 2. Piețe financiare și evoluții monetare | 26 |
| 2.1. Ratele dobânzilor | 26 |
| 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital | 28 |
| 2.3. Moneda și creditul | 30 |
| IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI | 32 |
| 1. Scenariul de bază | 34 |
| 1.1. Ipoteze externe | 34 |
| 1.2. Perspectivele inflației | 36 |
| 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție | 40 |
| 1.4. Riscuri asociate proiecției | 47 |
| 2. Evaluarea de politică monetară | 49 |

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La sfârșitul trimestrului I 2013, rata anuală a inflației IPC s-a situat la 5,25 la sută, plasându-se în continuare deasupra intervalului-țintă stabilit la valoarea staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual începând cu anul curent. Deși rata anuală a inflației IPC la finele acestui trimestru este cu 0,3 puncte procentuale mai ridicată decât cea consemnată la sfârșitul anului 2012, nivelul atins în luna martie se abate cu doar 0,06 puncte procentuale de la cel prognozat de BNR în Raportul asupra inflației din luna februarie.

După cum s-a anticipat în precedentele rapoarte asupra inflației, accelerarea temporară și de dimensiuni modeste din trimestrul I 2013 a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum a fost determinată de factori de natura ofertei. Principalele efecte adverse au fost generate de majorarea tarifelor la energia electrică în luna ianuarie, de creșterea valorii accizelor pe seama modificării nivelului de referință al cursului de schimb utilizat în calculul acestora și de ascensiunea de scurtă durată din lunile ianuarie și februarie a cotațiilor țiteiului pe piața internațională. Impactul acestora asupra ratei anuale a inflației IPC a fost atenuat de efecte de bază favorabile asociate dinamicii prețurilor volatile ale alimentelor (LFO¹) și ale combustibililor.

De asemenea, majorarea inflației IPC a fost temperată în trimestrul I de reducerea cu 0,2 puncte procentuale, comparativ cu sfârșitul anului 2012, a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat², până la nivelul de 3 la sută. La revenirea ratei inflației de bază pe o tendință descendentă au contribuit: efectul exercitat de aprecierea leului față de euro asupra prețurilor de import și prețurilor libere ale serviciilor, disiparea treptată a impactului propagat asupra prețurilor produselor alimentare procesate al recoltei agricole scăzute din anul precedent și persistența deficitului de cerere pe parcursul trimestrului I, elementele menționate mai înainte având contribuții favorabile manifestate în timp asupra anticipațiilor inflaționiste.

Costurile unitare cu forța de muncă în industrie s-au redus marginal în termeni anuali în perioada ianuarie-februarie 2013, după șapte trimestre de creștere. La atenuarea variației anuale au contribuit atât temperarea creșterii salariului mediu brut din industrie, cât și accelerarea în acest interval a dinamicii productivității muncii din acest sector. Sustenabilitatea acestei modificări de tendință și generalizarea ei la nivelul de ansamblu al economiei naționale sunt esențiale pentru consolidarea perspectivelor de revenire pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 5 februarie 2013, 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 indica revenirea ratei anuale a inflației la limita superioară a intervalului-țintă la sfârșitul anului 2013, după o accentuare de natură tranzitorie în prima jumătate a anului, în principal ca urmare a unor ajustări substanțiale ale prețurilor administrate. Principalele riscuri asociate noii prognoze erau generate de menținerea incertitudinilor referitoare la evoluțiile mediului extern, ca sursă potențială de accentuare a volatilității fluxurilor de capital, precum și, pe plan intern, de persistența unor rigidități structurale în economia românească, de posibile

¹ Legume, fructe și ouă.

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

abateri de la corelarea dinamicii salariale cu cea a productivității muncii, precum și de dinamica prețurilor volatile și a celor administrate. Prin deciziile adoptate, Consiliul de administrație al BNR urmărea ancorarea eficace a anticipațiilor privind inflația și consolidarea perspectivei de revenire, pe termen mediu, a ratei anuale a inflației în intervalul asociat țintei în paralel cu redresarea treptată a procesului de creditare a sectorului privat românesc.

Datele statistice publicate ulterior deciziei de politică monetară din 5 februarie 2013 au relevat reluarea dezinflației în luna februarie, după o accelerare temporară a creșterii prețurilor de consum în luna ianuarie 2013. Această evoluție indică menținerea perspectivelor favorabile revenirii ratei anuale a inflației în interiorul intervalului-țintă până la finele anului 2013. În același timp însă, a avut loc materializarea unuia dintre riscurile semnalate în Raportul asupra inflației din luna februarie, prin manifestarea unei volatilități sporite a fluxurilor de capital în condițiile retensionării zonei euro și ale reducerii apetitului pentru risc al investitorilor. În plus, continuau să fie relevante celelalte surse de risc identificate în același raport. Urmărind cu consecvență calibrarea atentă a instrumentelor de politică monetară în scopul ancorării ferme a anticipațiilor privind inflația, al asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu în condiții de stabilitate financiară și al atenuării impactului nefavorabil exercitat de factori externi și interni asupra redresării economiei, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 28 martie 2013, menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Prognoza prevede situarea 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 și, ulterior, revenirea în interiorul intervalului, unde este anticipată a se menține până la orizontul proiecției.

În anul 2012, PIB real a înregistrat o dinamică ușor pozitivă (0,7 la sută), după consemnarea unei creșteri economice mai alerte (de 2,2 la sută) în anul 2011. Pe ansamblul anului 2013, se prevede înregistrarea unei dinamici relativ mai accentuate a PIB comparativ cu cea din anul 2012, impulsionată cu precădere de componentele interne ale cererii. Totodată, surplusul înregistrat în contul curent al balanței de plăți în intervalul ianuarie-februarie 2013, la care a contribuit într-o măsură importantă diminuarea substanțială a deficitului comerțului cu bunuri și servicii, precum și persistența anticipată a acestor evoluții pe parcursul lunilor viitoare fac probabilă înregistrarea la nivelul întregului an a unei performanțe mai bune a exporturilor nete comparativ cu valorile preconizate în raportul precedent. Cu toate acestea, condiționat de maniera anticipat graduală a redresării activității economice a principalilor parteneri comerciali externi ai României, este de așteptat ca exporturile nete să își mențină contribuția negativă la dinamica PIB și în acest an, însă într-o măsură semnificativ atenuată comparativ cu cea înregistrată în anul precedent. 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 relativ mai scăzute decât în anul 2012. Ca urmare, din perspectiva momentului de față 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, la aceasta contribuind inclusiv publicarea de către INS a noilor serii de date din conturile naționale. Intensitatea acestor presiuni este însă prevăzută a se disipa lent pe termen mediu, implicând persistența plasării nivelului efectiv al PIB sub cel potențial la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,2 la sută la sfârșitul anului 2013, cu 0,3 puncte procentuale sub nivelul anticipat în Raportul asupra inflației din luna

februarie 2013, și la 3,3 la sută la sfârșitul anului 2014, cu 0,1 puncte procentuale peste valoarea prognozată anterior.

Revizuirile prognozei ratei inflației pentru finele ambilor ani implică reevaluări ale contribuțiilor principalelor componente ale coșului de consum. Astfel, comparativ cu runda anterioară de prognoză, se anticipează, pe întreaga perioadă de referință, contribuții mai scăzute din partea prețurilor combustibililor, contribuții mai ridicate ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice și doar marginal revizuite în sus din partea prețurilor administrate. În plus, pentru anul curent, în scenariul de bază se prevăd un impact relativ mai favorabil din partea dinamicii prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și o contribuție ușor revizuită în sus din partea dinamicii prețurilor incluse în indicele CORE2 ajustat.

Proiecția curentă prevede menținerea în trimestrul II 2013 a ratei anuale a inflației la valoarea înregistrată în primul trimestru al acestui an (5,3 la sută), urmată de atenuarea semnificativă până la un minim (2,4 la sută) la începutul anului 2014 și ulterior de relativa stabilizare la niveluri situate peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului-țintă.

Preconizarea înregistrării la finele trimestrului II a unei rate a inflației similare celei din martie a.c., în condițiile accelerării în acest trimestru a dinamicii prețurilor unor componente exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile alimentare și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice, se datorează evoluției favorabile înregistrate la nivelul inflației anuale a prețurilor combustibililor și al celei de bază CORE2 ajustat. Reluarea dezinflației în partea a doua a anului 2013 va fi facilitată, în condițiile în care scenariul de bază ia în considerare ipoteza unui an agricol normal, de tranziția de la un efect statistic de bază advers la unul de sens contrar, de așteptat să influențeze favorabil dinamica prețurilor LFO și a celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat.

Rata inflației CORE2 ajustat este prognozată a continua traiectoria descendentă pe care s-a înscris în trimestrul I 2013, decelerând până la un minim de 2,1 la sută la sfârșitul anului curent. După o evoluție relativ stabilă a componentei la niveluri marginal mai ridicate pe restul intervalului de referință, valoarea anticipată a fi atinsă de aceasta atât la finele anului viitor, cât și la orizontul prognozei (trimestrul I 2015) este de 2,2 la sută. Se prevede astfel revenirea ratei anuale a inflației de bază în a doua jumătate a anului 2013 la valori apropiate de cele anterioare producerii șocurilor adverse din anul precedent asupra prețurilor alimentelor și cursului de schimb al leului. Dinamica proiectată a ratei inflației de bază reflectă disiparea treptată a efectelor acestor șocuri, susținută și de aprecierea monedei naționale de la începutul anului curent, precum și de ajustarea treptată în jos a anticipațiilor privind inflația, sub impactul conduitei adecvate a politicii monetare și al absenței preconizate a manifestării unor șocuri adverse de natura ofertei în următoarele opt trimestre. Presiuni dezinflaționiste sunt prevăzute a fi generate în continuare de persistența deficitului amplu de cerere, dar cu o intensitate relativ mai redusă decât în runda anterioară de prognoză, pe fondul reevaluării magnitudinii deviației PIB de la nivelul său potențial. Ca efect cumulat al ansamblului factorilor determinanți, dar cu precădere sub impactul valorilor revizuite ale deviației PIB, traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat se situează doar marginal peste cea din prognoza anterioară pe cea mai mare parte a intervalului de referință.

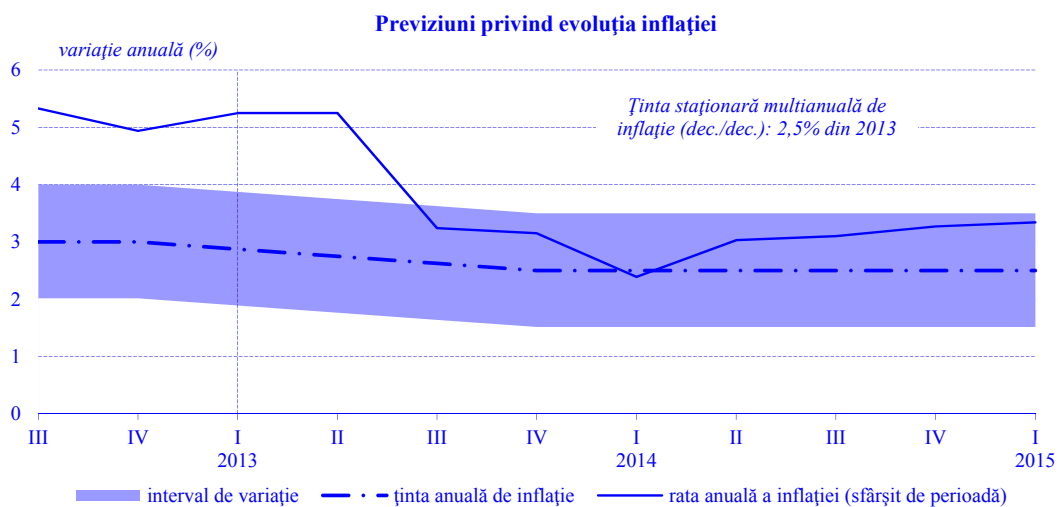
Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare calibrarea ansamblului condițiilor monetare reale în sens larg pentru a asigura revenirea și consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, creând totodată premisele necesare redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei și reluării 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 menținerea unei balanțe ușor înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, aceasta fiind însă mai puțin asimetrică în comparație cu cea aferentă prognozei anterioare.

Riscuri relevante pentru intervalul de referință provin din mediul extern marcat în continuare de incertitudine și sunt asociate posibilității creșterii volatilității fluxurilor de capital orientate către economia românească. Principalele surse de incertitudine sunt fragilitatea manifestată până în prezent de refacerea economiilor principalilor parteneri comerciali ai României din UE și dificultățile întâmpinate recent de sistemele bancare ale unora din țările zonei euro, în condițiile persistenței problemelor sustenabilității datoriilor suverane ale unora dintre aceste economii. În aceste condiții, schimbări frecvente de percepție ale investitorilor pot declanșa fluxuri instabile de capitaluri între economia națională și mediul extern. Indiferent de direcția lor inițială, în măsura în care sunt ample și ușor reversibile, mișcările de capital nesuținute de fundamente macroeconomice pot afecta negativ stabilitatea prețurilor și pe cea financiară, precum și redresarea sustenabilă a creșterii economice. Cu toate acestea, în măsura în care evoluțiile recente favorabile din economia națională vor continua, conturând o îmbunătățire durabilă a fundamentelor macroeconomice, riscul producerii unor fluxuri nesustenabile de capital se va diminua comparativ cu perioadele precedente. Merită astfel remarcat faptul că efectele crizei cipriote asupra economiei românești s-au dovedit a fi limitate, în pofida potențialului de contagiune substanțial ce putea fi presupus anterior.

Rigiditățile structurale care persistă în cadrul economiei naționale împiedică ajustarea factorilor economici interni în sensul atenuării consecințelor șocurilor adverse, indiferent de originea – externă sau internă – a acestora. Ca urmare, orice posibilă întârziere în realizarea unui ansamblu coerent de reforme structurale, precum cel inclus în acordul încheiat de autoritățile române cu consorțiul instituțiilor internaționale (UE, FMI și BM), generează riscuri de propagare și chiar de amplificare a șocurilor nefavorabile asupra inflației și creșterii economice.

În raport cu ipotezele incluse în scenariul de bază actualizat, balanța riscurilor asociate evoluției pe perioada de referință a prețurilor administrate și a celor volatile ale alimentelor apare a fi relativ echilibrată. Dinamica viitoare a prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale continuă să reprezinte și în această rundă de proiecție un factor de risc relevant îndeosebi pe termen mediu, orizont înainte de care nu este de așteptat o revigorare robustă a cererii globale.



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

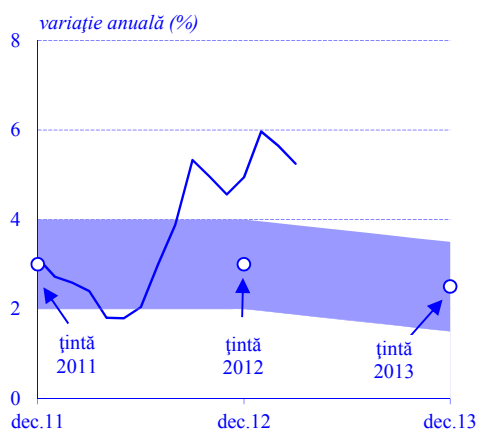
Sursa: INS, proiecție BNR

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 întrevederea epuizării efectelor adverse ale șocurilor de natura ofertei, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 mai 2013 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. În același timp, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea la valoarea de ± 3 puncte procentuale a coridorului format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 9,25 la sută, la 8,25 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost majorată de la 1,25 la sută, la 2,25 la sută.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

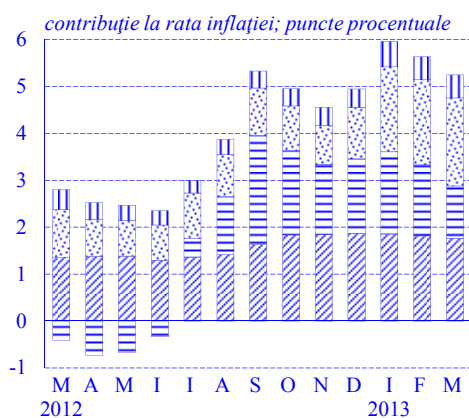
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Rata anuală a inflației

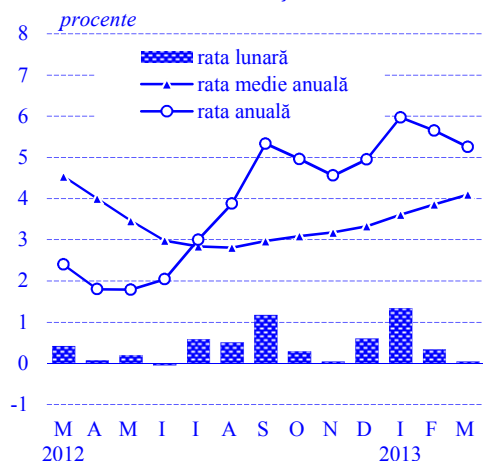


■ tutun și băuturi alcoolice
 ■ prețuri administrate
 ■ prețuri volatile*
 ■ CORE2 ajustat

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

Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



Sursa: INS

Pe parcursul trimestrului I 2013, rata anuală a inflației s-a menținut în afara intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei anuale de 2,5 la sută, situându-se la finele perioadei la 5,25 la sută, în creștere cu 0,3 puncte procentuale față de sfârșitul anului 2012. Nivelul ridicat al inflației s-a datorat în mare măsură ajustării unor tarife administrate și a accizelor la început de an, influența acestora fiind parțial atenuată de manifestarea unor efecte de bază favorabile pe segmentul prețurilor volatile. În sens dezinflaționist au acționat de asemenea persistența deficitului de cerere, accentuarea tendinței de apreciere a monedei naționale în raport cu euro, precum și îmbunătățirea anticipațiilor inflaționiste, factori care au condus la scăderea inflației de bază CORE2 ajustat cu 0,2 puncte procentuale, până la 3 la sută.

Dinamica anuală a prețurilor volatile a continuat să se reducă în trimestrul I 2013, în principal pe seama manifestării unor efecte statistice favorabile. Astfel, rata anuală a subgrupeii LFO s-a diminuat până la 13,2 la sută (-5,1 puncte procentuale), pe seama evoluției prețurilor ouălor, unde, pe lângă corecțiile sezoniere, s-a resimțit și manifestarea unui puternic efect de bază asociat creșterilor din primul trimestru al anului trecut determinate de implementarea legislației comunitare referitoare la condițiile de creștere a păsărilor. Un efect de bază favorabil a generat dezinflație și în cazul combustibililor, în pofida accelerării ratei trimestriale de creștere a prețurilor, determinată de majorarea cursului de schimb la care se calculează acciza în anul curent¹ și de traiectoria ascendentă a cotațiilor țițeiului pe piața internațională în lunile ianuarie și februarie².

Prețurile administrate au exercitat în perioada analizată cea mai însemnată presiune inflaționistă, ritmul anual al acestora accelerându-se la 10,1 la sută (+4 puncte procentuale față de decembrie), în contextul majorării tarifelor la energia electrică în luna ianuarie (10,4 la sută, rată lunară) ca urmare a creșterii prețului MWh, a contribuției pentru cogenerare și a valorii unitare a certificatelor verzi. Influențe de mai mică amploare au exercitat majorarea prețurilor serviciilor comunale și, respectiv, scăderea tarifelor pentru energia termică și transportul feroviar de persoane.

¹ Cursul de schimb luat în calculul accizelor s-a majorat de la 4,3001 lei/euro în anul 2012 la 4,5223 lei/euro în 2013.

² Prețul petrolului Brent a urcat de la 109,3 dolari SUA/baril în luna decembrie 2012 la 116,4 dolari SUA/baril în februarie 2013 și a revenit în luna martie la nivelul din decembrie în condițiile în care impulsul pozitiv dat de anunțarea rezultatelor economice favorabile din SUA și China a fost frânat de apariția unui deficit de cerere din partea rafinărilor, cele mai multe având planificate revizii pentru perioada martie-aprilie (potrivit rapoartelor lunare OPEC privind piața petrolului).

Majorarea cursului de schimb la care se calculează accizele în anul 2013 s-a reflectat în prețurile de consum, mai ales prin intermediul produselor din tutun (rată lunară de 3,6 la sută în ianuarie), contribuția celorlalte produse accizabile fiind modestă. Variații de preț net superioare mediei lunare a ultimilor cinci ani s-au înregistrat însă pe segmentul băuturilor alcoolice în luna martie și au fost, probabil, asociate ajustărilor operate în avans de către producătorii de bere pentru a include efectul aplicării unui nivel mai ridicat al accizei aferente acestui produs începând cu luna aprilie. Sub acțiunea factorilor menționați, rata anuală a componentei „tutun și băuturi alcoolice” a urcat la finele lunii martie la 10,8 la sută (+4 puncte procentuale față de sfârșitul anului anterior).

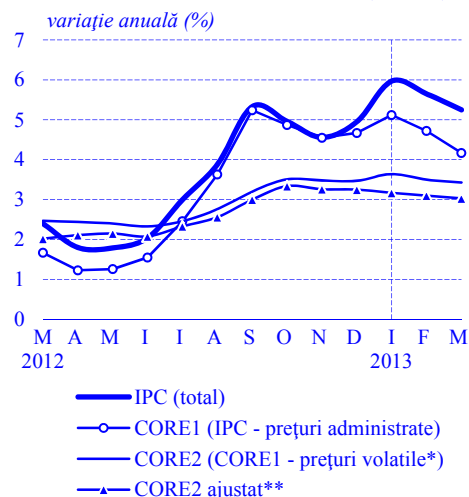
În contrast cu evoluția inflației totale, inflația de bază CORE2 ajustat a urmat o traiectorie descendentă, ajungând în luna martie la o rată anuală de 3 la sută, cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul lunii decembrie 2012. Tendința a fost imprimată de dezinflația generată pe segmentul serviciilor de aprecierea monedei naționale în raport cu euro și de dispariția treptată a presiunilor vizibile la nivelul prețurilor produselor alimentare procesate în a doua parte a anului 2012, pe fondul estimărilor încurajatoare cu privire la recolta agricolă din acest an.

Singura componentă a CORE2 ajustat cu o dinamică anuală în accelerare pe parcursul primului trimestru a fost cea a mărfurilor nealimentare (+0,3 puncte procentuale), însă evoluția s-a datorat aproape integral unei singure categorii de bunuri, și anume „cărți, ziare, reviste”, fiind rezultatul manifestării unui efect de bază nefavorabil. În cazul celorlalte grupe de bunuri nealimentare, pe fondul unui deficit de cerere persistent și al evoluției favorabile a cursului de schimb, ritmurile anuale de creștere a prețurilor s-au menținut constante sau chiar au decelerat.

Anticipațiile inflaționiste ale agenților economici (consumatori, industrie, construcții, comerț și servicii, mediul bancar) s-au ameliorat în primul trimestru al anului, estimările analiștilor bancari privind inflația la sfârșitul anului 2013 coborând cu circa 1 punct procentual față de cele exprimate în trimestrul IV 2012. Dat fiind modul preponderent adaptiv de formare a așteptărilor, probabil cel mai important rol în schimbarea sentimentului l-a avut atenuarea presiunilor inflaționiste în lunile februarie și martie, ulterior saltului din ianuarie.

Rata medie anuală a IAPC a continuat să se accelereze în intervalul analizat (+0,5 puncte procentuale, până la 3,9 la sută), ecartul față de criteriul corespunzător de la Maastricht lărgindu-se la 1,4 puncte procentuale. Decalajul față de media UE a fost similar (1,5 puncte procentuale), la acesta contribuind atât evoluțiile interne (ajustările aplicate unor prețuri administrate și accizelor), cât și dezinflația consemnată în majoritatea statelor membre, ca urmare a scăderii presiunii exercitate de prețurile produselor energetice.

Inflația totală și inflația de bază (CORE)

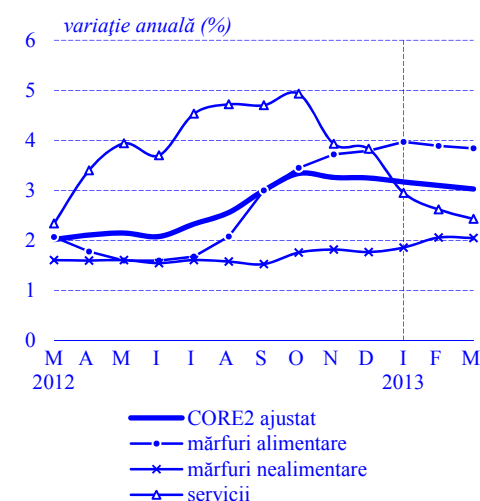


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

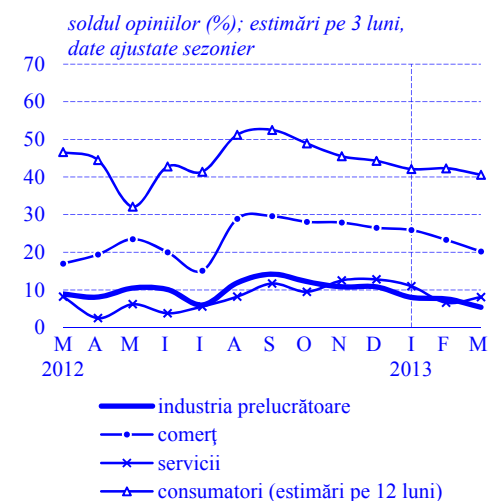
Sursa: INS

Componentele CORE2 ajustat

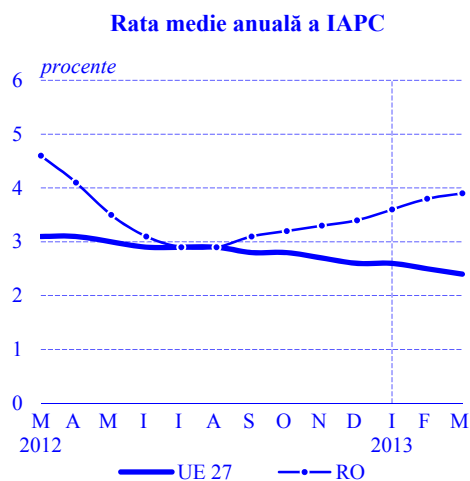


Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN



Sursa: Eurostat

De remarcat în perioada analizată creșterea diferenței dintre rata anuală IPC și IAPC (până la 0,8 puncte procentuale, față de 0,2 puncte procentuale în trimestrul IV 2012), explicată în cea mai mare parte prin discrepanța semnificativă dintre ponderile alocate energiei electrice (5,3 la sută față de 2,1 la sută). Această deosebire a fost determinată de schimbarea metodologiei de calcul al coeficienților de ponderare utilizați pentru calculul IAPC în anul 2012, ca urmare a intrării în vigoare a Regulamentului CE nr. 1114/2010, prin care, pe lângă informațiile furnizate de Ancheta Bugetelor de Familie, se iau în considerare și date referitoare la cheltuiala pentru consum final al gospodăriilor din conturile naționale.

În conformitate cu coordonatele stabilite la adoptarea strategiei de țintire directă a inflației, BNR exprimă ținta de inflație și urmărește îndeplinirea acesteia utilizând ca referință definiția națională a indicelui prețurilor de consum (IPC).

În luna martie 2013, rata anuală efectivă a inflației s-a situat în apropierea proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna februarie, nivelul respectiv fiind depășit cu doar 0,06 puncte procentuale. Diferența s-a datorat subestimării inflației de bază (în special pe componenta nealimentară) și a corecțiilor aplicate prețurilor administrate.

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

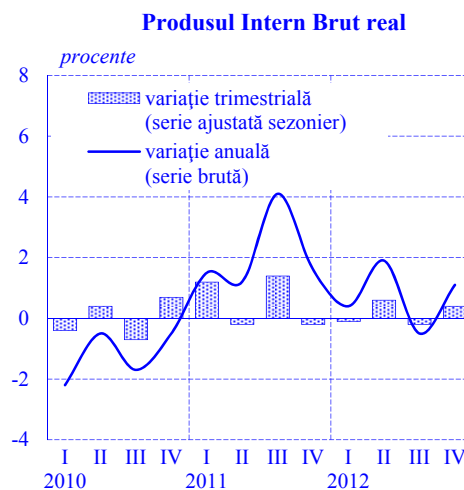
Ultimul trimestru al anului 2012 a marcat o redresare a activității economice, reflectată de creșterea cu 1,1 la sută a PIB real¹ (după o scădere cu 0,5 la sută în trimestrul III). În trimestrele I-IV 2012, dinamica PIB real a oscilat între -0,5 și +1,9 la sută, astfel încât, pe ansamblul anului, creșterea economică s-a temperat semnificativ comparativ cu 2011 (de la 2,2 la sută la 0,7 la sută).

Din perspectiva cererii, inversarea de semn înregistrată în trimestrul analizat de rata anuală de creștere a PIB real a fost imprimată, în principal, de intensificarea dinamicii absorbției interne (atribuită cererii de consum), până la +1,2 la sută. În ceea ce privește cererea externă, deși exporturile de bunuri și servicii au continuat să se restrângă, contribuția negativă a poziției nete la dinamica PIB real s-a îngustat vizibil comparativ cu trimestrul precedent (de la -1,1 la -0,1 puncte procentuale), pe fondul scăderii mai pronunțate a importurilor de bunuri și servicii.

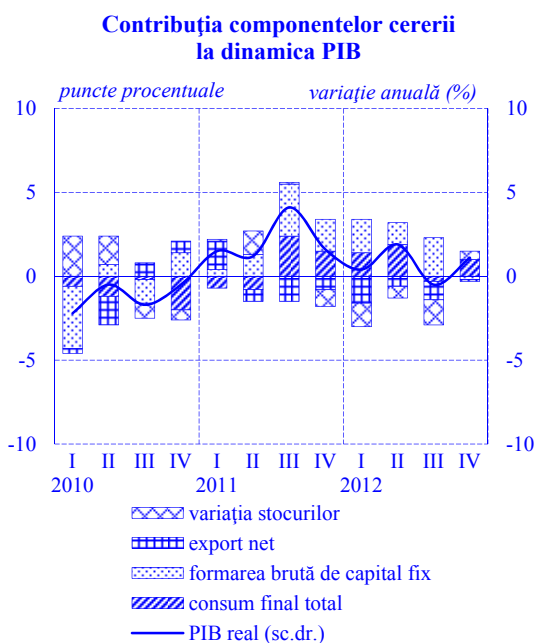
O revigorare a activității economice s-a înregistrat și în termeni trimestriali, însă creșterea cu 0,4 la sută a PIB real (față de -0,2 la sută în trimestrul III) a fost generată în exclusivitate de componenta externă a cererii (contribuție de +2,4 puncte procentuale). În ceea ce privește cererea internă, o dinamică pozitivă a înregistrat doar consumul final al gospodăriilor populației (+0,4 la sută); aceasta a fost însă insuficientă pentru a compensa contracția formării brute de capital fix și a consumului guvernamental (cu 1,7 și respectiv cu 10 la sută), astfel încât absorbția internă s-a redus cu 1,1 la sută.

1.1. Cererea

Reluarea creșterii consumului privat (cu 1,3 la sută față de -0,7 la sută în trimestrul III) a fost asociată, în principal, inversării traiectoriei aferente volumului cheltuielilor efectuate de gospodăriile populației (de la -1,1 la +1,4 la sută) și, în mai mică măsură, dublării ratei anuale de creștere a cheltuielilor pentru consum individual realizate de instituțiile fără scop lucrativ în serviciul populației (până la +5 la sută). Informațiile statistice disponibile sugerează însă că revigorarea consumului privat nu poate fi atribuită niciuneia dintre componentele majore. Pe de o parte, ritmul anual de creștere aferent volumului achizițiilor de mărfuri și servicii de

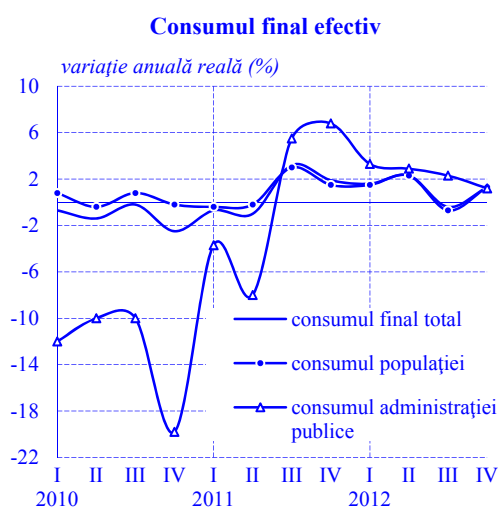


Sursa: INS

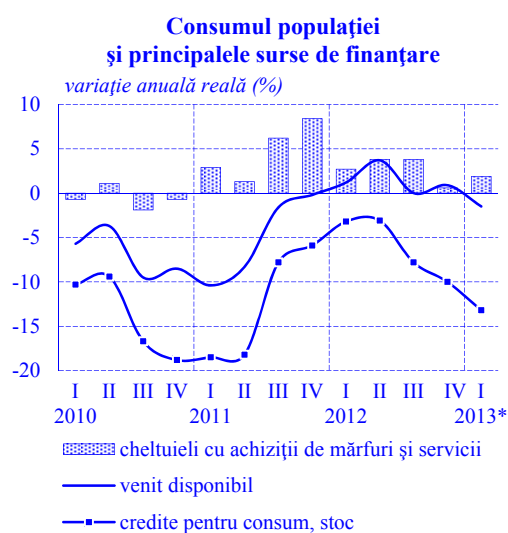


Sursa: INS, calcule BNR

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.



Sursa: INS



*) ian.-feb.

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

piață prestate populației s-a redus până la un nivel apropiat de zero, ca urmare a intensificării declinului pe piața bunurilor durabile și a întreruperii traiectoriei ascendente a cumpărărilor de bunuri de uz curent, îndeosebi alimente și carburanți²; acest rezultat se corelează, de altfel, cu evoluția principalelor surse de finanțare – trenarea venitului disponibil net al populației³ și scăderea în continuare a volumului creditelor de consum (atât ca flux, cât și ca stoc). Pe de altă parte, rezultatele agricole nesatisfăcătoare din anul 2012 fac plauzibilă o nouă contracție a autoconsumului de produse agroalimentare, a achizițiilor de pe piața țărănească, precum și a consumului de produse agricole și neagricole obținute prin prelucrare cu mijloace proprii. Prin urmare, explicații pentru revigorarea cheltuielilor pentru consum individual efectuate de gospodăriile populației ar putea furniza doar unele categorii de servicii – transport de călători⁴, poștă și comunicații, utilități, servicii financiare, chirii (efective și imputate pentru locuințele ocupate de către proprietari) – și/sau o serie de cheltuieli cuprinse în „economia neobservată”.

Consumul final guvernamental și-a redus la jumătate viteza de creștere (până la 1,2 la sută), aportul la dinamica PIB real fiind, în consecință, marginal pozitiv.

În trimestrul IV 2012, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 7 602 milioane lei⁵ (echivalent cu 1,3 la sută din PIB⁶), sensibil inferior celui consemnat în aceeași perioadă din 2011 (10 015 milioane lei⁷, respectiv 1,8 la sută din PIB). În acest interval, tendința de ameliorare a execuției bugetare s-a atenuat, în condițiile în care continuarea amplificării dinamicii negative a cheltuielilor bugetare⁸ (-5,6 la sută, comparativ cu -4,8 la sută în trimestrul precedent) – pe fondul accelerării declinului variației anuale a cheltuielilor de capital (-31,6 la sută) – a fost acompaniată de o scădere în termeni anuali a veniturilor bugetare (-1,2 la sută). La originea acestuia din urmă s-a aflat prioritar comprimarea

² Calcule pe baza seriilor de indici de volum ai cifrei de afaceri în comerț.

³ 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 rezidenți. În trimestrele III și IV 2012, dinamica anuală reală a venitului disponibil a fost de zero la sută, respectiv de +1 la sută.

⁴ Un indiciu îl oferă datele INS privind parcursul pasagerilor, conform cărora trimestrul IV a marcat o revigorare, în termeni reali, atribuită îndeosebi transportului rutier de călători.

⁵ Datele preliminare publicate de MFP cu privire la nivelul deficitului bugetului general consolidat relevă depășirea ușoară a plafonului în valoare absolută convenit cu FMI pentru anul 2012.

⁶ Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna decembrie 2012; pentru 2011 și 2012 s-a utilizat nivelul PIB publicat de INS.

⁷ Datele aferente execuției bugetare din 2011 au fost recalculat de MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2012.

⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

accentuată a veniturilor nefiscale în raport cu perioada similară a anului anterior (-26,5 la sută), doar parțial contrabalansată de plusul de dinamică pe care l-au consemnat în acest trimestru alte încasări, cu precădere cele din taxa pe utilizarea bunurilor, autorizarea utilizării bunurilor sau pe desfășurarea de activități.

Formarea brută de capital fix nu a mai repetat performanța din primele trei trimestre ale anului, creșterile în termeni reali, cuprinse între 5,4 și 11,3 la sută, fiind urmate de o contracție cu 0,6 la sută în trimestrul IV.

O ajustare puternică a volumului investițiilor s-a înregistrat în sectorul public, datele referitoare la execuția bugetară relevând accentuarea de peste 4 ori a pantei descendente a cheltuielilor de capital, cu contribuția determinantă a restrângerii activității de construcții ingineresti.

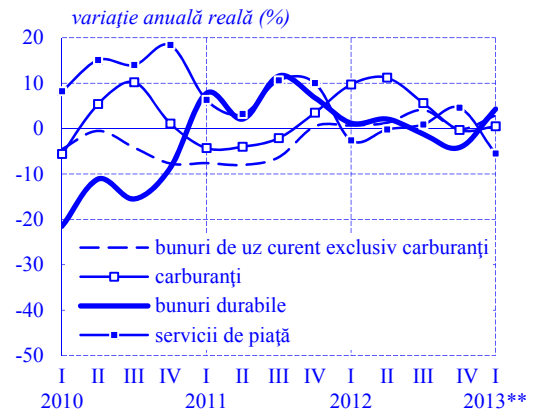
În sens descrescător au evoluat și acumulările de capital efectuate de populație, în condițiile în care investițiile pe segmentul rezidențial au consemnat o nouă restrângere – volumul lucrărilor de construcții de locuințe (atât obiective noi, cât și reparații capitale) și-a accelerat declinul, până la -19 la sută în trimestrul IV. Această traiectorie a fost doar marginal estompată de menținerea interesului populației față de achiziționarea unor locuințe deja construite⁹, poziția „formarea brută de capital fix” surprinzând, în acest caz, numai cheltuielile pentru serviciile asociate transferului de proprietate. Principalul canal de finanțare a tranzacțiilor imobiliare a rămas creditul bancar, trimestrul IV marcând o nouă creștere a stocului creditelor imobiliare contractate de persoanele fizice (cu 12,8 la sută, variație reală¹⁰).

În schimb, cererea de investiții s-a menținut pe trend ascendent la nivelul sectorului corporatist, indicii în acest sens oferind, pe de o parte, dinamica anuală pozitivă (deși în evidentă atenuare) a volumului achizițiilor de utilaje, inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții (15,9 la sută), iar pe de altă parte, redresarea lucrărilor de construcții nerezidențiale, constând în obiective noi și reparații capitale (+22,7 la sută). Din perspectiva modalităților de finanțare, o poziție importantă au continuat să dețină sursele împrumutate – în special în cazul investițiilor în echipamente (stocul creditelor cu această destinație a crescut cu 6 la sută în termeni reali¹⁰) –, dar o evoluție favorabilă au înregistrat și intrările nete sub forma investițiilor străine directe efectuate de nerezidenți, valoarea în euro consemnată în sectorul nebanca majorându-se cu aproape 40 la sută (variație pe ultimele 4 trimestre), în principal pe seama triplării fluxurilor aferente creditelor intra-grup.

⁹ Potrivit informațiilor din piață, pe fondul sensibilității persistente față de diferența de preț între locuințele noi și cele deja construite, efortul investițional al populației a continuat să vizeze cu prioritate piața locuințelor vechi, un rol important revenind programului „Prima casă”.

¹⁰ Calculele au la bază datele furnizate de Centrala Riscului de Credit (CRC).

Achiziții de mărfuri și servicii*

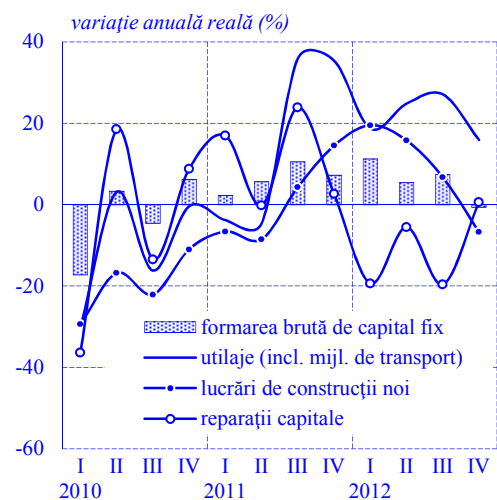


*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

**) ian.-feb.

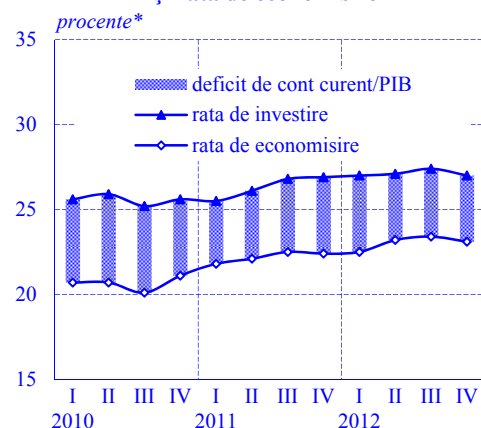
Sursa: INS, calcule BNR

Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

Rata de investire și rata de economisire

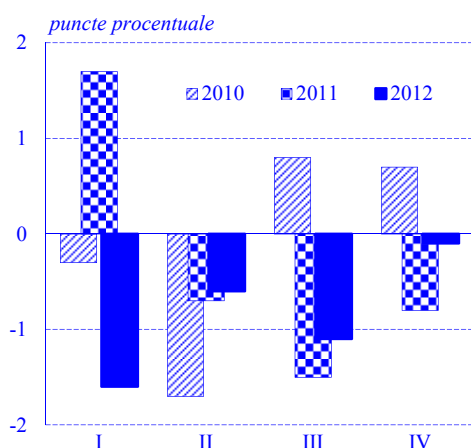


*) media ultimelor 4 trimestre

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

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB

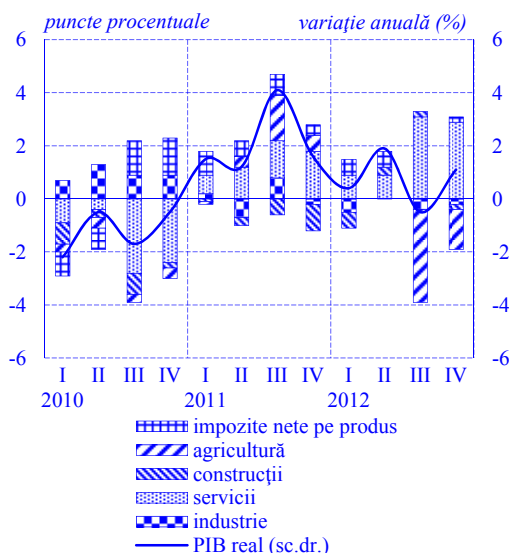


Sursa: INS, calcule BNR

În ceea ce privește cererea externă netă, atenuarea influenței negative a acestei poziții asupra dinamicii anuale a PIB real (până la -0,1 puncte procentuale) a fost generată îndeosebi de evoluția tranzacțiilor cu bunuri (temperarea declinului exporturilor, concomitent cu accentuarea, de peste 4 ori, a contracției importurilor), în timp ce balanța serviciilor și-a înjumătățit ecartul pozitiv de ritm dintre cele două componente (6,7 puncte procentuale). Menținerea pe trend descendent a economiei la nivelul Uniunii Europene¹¹ a continuat să afecteze exporturile de bunuri, însă această influență a fost estompată într-o anumită măsură de redresarea livrărilor extracomunitare¹² – aceste fluxuri, care reprezintă circa o treime din valoarea totală a exporturilor României, s-au majorat în termeni reali cu 0,6 la sută (după ce, în trimestrul III, înregistraseră o ajustare de 3,2 la sută), în principal datorită dinamizării semnificative a vânzărilor de bunuri de consum, inclusiv autovehicule (ritmul anual de creștere aferent volumului fizic a fost aproape dublu comparativ cu trimestrul III, ajungând la +24 la sută).

În cazul importurilor de bunuri, accentuarea pantei descendente (atribuită în exclusivitate relației cu piața comunitară) a fost imprimată de ajustări de volum ale importurilor de bunuri de capital și de autovehicule, de amplitudine mai mare decât cele înregistrate în trimestrul III. Pe o traiectorie descrescătoare (deși mai puțin pronunțată decât în intervalul anterior) au continuat să se plaseze și achizițiile de bunuri intermediare (contracție în termeni reali de 2,7 la sută față de 3,7 la sută în trimestrul III), evoluția fiind corelată cu diminuarea producției de bunuri destinate consumului final – atât pentru export, cât și pentru piața internă¹³.

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

1.2. Oferta

Rezultatele trimestrului IV 2012 relevă, încă o dată, dependența pronunțată a performanțelor economiei românești de evoluția agriculturii. Astfel, în condițiile în care dinamica activității în sectoarele economice neagricole a fost mai lentă decât cea din intervalul anterior (creștere cumulată de 2,8 la sută, față de 3,4 la sută), inversarea traiectoriei PIB real nu ar fi fost posibilă fără temperarea declinului anual al VAB din agricultură (cu 5 puncte procentuale, până la -24,6 la sută) – această evoluție a condus la diminuarea substanțială a efectului de erodare generat de sectorul agricol asupra creșterii economice (de la -3,5 la -1,5 puncte procentuale).

¹¹ PIB real aferent UE27 a suferit o nouă contracție în termeni anuali, de amplitudine similară celei din trimestrul III (-0,6 la sută).

¹² 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 indicele valorii unitare în comerțul internațional.

¹³ Volumul cifrei de afaceri a producției industriale pentru piața internă pe segmentele „bunuri de uz curent”, „bunuri de folosință îndelungată” și „bunuri de capital” s-a diminuat față de perioada similară a anului anterior cu procente cuprinse între 2,1 și 6,6 la sută.

Deși în atenuare de ritm, VAB aferentă serviciilor s-a majorat și în trimestrul IV (cu 6,9 la sută, -0,8 puncte procentuale comparativ cu dinamica din intervalul precedent). Rate pozitive de creștere au înregistrat majoritatea segmentelor, excepție făcând serviciile de intermediere financiară și tranzacțiile imobiliare (-0,5 la sută în fiecare caz). Suportul cel mai consistent pentru evoluția favorabilă a acestui sector a fost din nou asigurat de serviciile informatice și de comunicații (+43,3 la sută în termeni anuali).

VAB din industrie a continuat să se restrângă, deși cu o viteză mai scăzută decât în trimestrul III (-0,8 la sută, variație anuală). Traectoria contrastează însă cu evoluția relevantă de seria indicilor de volum aferenți producției industriale – dublare a ritmului anual de creștere comparativ cu trimestrul anterior, până la 3,4 la sută¹⁴. Divergența ar putea fi explicată, pe de o parte, de o eventuală majorare a consumului intermediar, iar pe de altă parte, de posibila evoluție descrescătoare a unor segmente cuprinse în sectorul industrial numai din perspectiva contabilității naționale (de exemplu, activități relevante din zona „neobservată” a economiei și industria casnică).

O contribuție negativă la dinamica PIB real a revenit și construcțiilor – VAB realizată în acest sector s-a redus cu 1,7 la sută, în condițiile în care regresul activității de construcții rezidențiale și ingineresti a fost doar parțial contrabalansat de redresarea volumului lucrărilor de execuție a unor proiecte nerezidențiale (pe fondul inaugurării unor spații moderne de *retail* de mare suprafață, dar și al lansării unor programe de modernizare a unor centre comerciale).

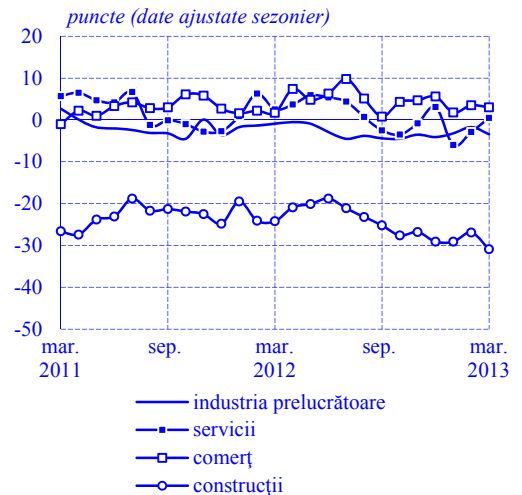
2. Piața muncii

Începutul anului 2013 a consemnat o ușoară ameliorare a evoluțiilor pe piața muncii, reflectată de intensificarea activității de recrutare, stoparea trendului ascendent al ratei șomajului înregistrat, precum și de reducerea dinamicii anuale a costurilor unitare cu forța de muncă. Preocuparea companiilor din sectorul privat pentru controlul cheltuielilor salariale s-a materializat în atenuarea ritmului de creștere a câștigurilor salariale, doar parțial contrabalansată de majorarea salariilor din sectorul bugetar, astfel încât – pe ansamblu – riscurile la adresa inflației s-au diminuat.

Indicii referitoare la consolidarea absorbției de forță de muncă sunt oferite atât de datele ANOFM privind numărul locurilor de muncă vacante și cel al angajărilor (din rândul șomerilor), cât și de menținerea numărului salariaților pe o traiectorie de creștere. În același timp, oferta excedentară de forță de muncă pare să se stabilizeze, atât rata șomajului înregistrat, cât și cea a șomajului BIM rămânând în perioada ianuarie-februarie 2013 la niveluri

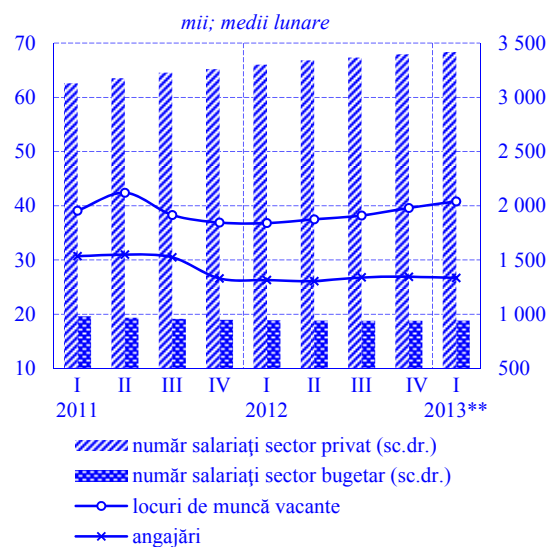
¹⁴ Cele mai alerte dinamici au fost consemnate de industria chimică și de cea de prelucrare a petrolului (+12 și respectiv +9 la sută), dar merită menționată și reluarea creșterii producției de mijloace de transport rutier (+1,6 la sută).

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



Sursa: CE-DG ECFIN

Măsurile ale cererii de forță de muncă*

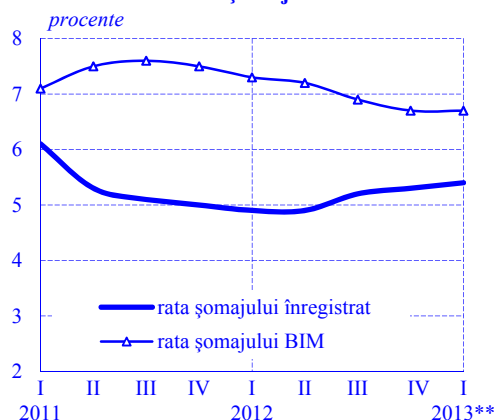


*) date ajustate sezonier

***) ian.-feb.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Rata șomajului*

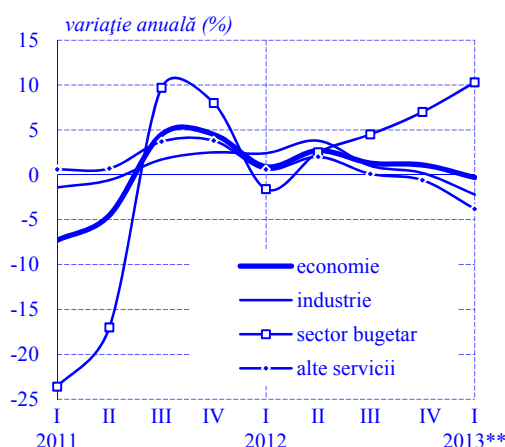


*) date ajustate sezonier

**) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*

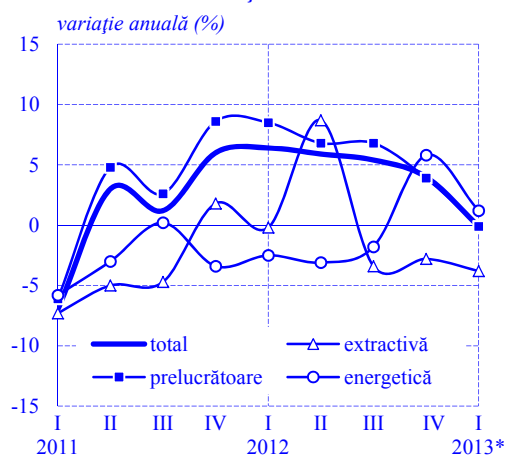


*) deflatat cu IPC

**) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



*) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

similare celor din trimestrul IV 2012¹⁵. Perspectivele pieței muncii pe termen scurt, conturate pe baza opiniilor managerilor agențiilor de recrutare și a sondajelor disponibile¹⁶, sunt caracterizate de continuarea tendințelor din trimestrele precedente, respectiv ritm relativ lent de creare de locuri de muncă pe ansamblul economiei, pe fondul evoluțiilor neuniforme la nivel sectorial. Oportunități de angajare sunt semnalate îndeosebi în servicii informatice, telecomunicații, comerț, unele ramuri ale industriei prelucrătoare (precum industria alimentară, industria auto și ramurile conexe), în timp ce construcțiile, industria petrochimică, sectorul bancar au anunțat disponibilizări.

Câștigul salarial mediu brut s-a majorat cu 5,7 la sută în termeni anuali în perioada ianuarie-februarie 2013, comparativ cu 6,1 la sută în trimestrul IV 2012, ca efect conjugat al traiectoriilor divergente în sectorul privat și, respectiv, bugetar. Comportamentul companiilor private referitor la ajustările salariale la început de an denotă prudență – dinamica salariului brut (-1,8 puncte procentuale pe ansamblul sectorului, până la 2,7 la sută) s-a încetinit în industria extractivă, în cea energetică și în serviciile private și a consemnat o relativă stagnare în industria prelucrătoare și în construcții. În sectorul bugetar, accelerarea de ritm la 17,2 la sută s-a datorat aplicării în luna decembrie 2012 a ultimei etape de majorare a salariilor, în vederea revenirii la nivelul existent înainte de măsurile de austeritate introduse la mijlocul anului 2010. Creșterea salariului minim brut pe țară cu 7,1 la sută (de la 700 lei la 750 lei) începând cu luna februarie 2013 a avut un impact marginal asupra ritmului aferent salariului mediu.

În intervalul ianuarie-februarie 2013, temperarea dinamicii salariului mediu brut a contribuit, alături de redresarea productivității muncii, la ameliorarea situației costurilor unitare cu forța de muncă în industrie (ritm anual de -0,1 la sută, față de 4 la sută în trimestrul IV 2012). În industria prelucrătoare, dinamica acestora a revenit în teritoriu negativ (-0,1 la sută) după șapte trimestre de valori pozitive, însă la nivelul subsectoarelor evoluțiile au rămas eterogene. Progrese au fost vizibile în industria alimentară, chimie, prelucrarea lemnului, echipamente electrice, în timp ce industria tutunului, cea a maselor plastice și metalurgia au înregistrat creșteri substanțiale.

Din perspectiva cererii de consum, evoluția în termeni anuali a venitului disponibil real a fost în continuare favorabilă reluării procesului dezinflaționist. Astfel, după o majorare modestă (1 la sută) în trimestrul IV 2012, acesta a consemnat în perioada ianuarie-februarie 2013 o reducere cu 1,5 la sută, determinată de contracția transferurilor sociale și a veniturilor din exterior, o încetinire de ritm fiind observată și în cazul veniturilor salariale.

¹⁵ Date statistice ajustate sezonier.

¹⁶ Sondajul realizat de DG ECFIN/INS și studiul Manpower privind Perspectivele Angajării de Forță de Muncă.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul IV 2012, creșterea prețurilor materiilor prime agricole (atât pe plan intern, cât și extern) a constituit principalul factor de presiune la nivelul prețurilor de producție și de import, impactul acestuia fiind doar parțial atenuat de persistența unui deficit semnificativ de cerere. Pentru trimestrul următor există perspective de detensionare a piețelor materiilor prime agricole, însă majorarea tarifelor la utilități pentru producătorii interni și creșterea prețurilor externe ale combustibililor formează noi surse de presiune.

În perioada octombrie-decembrie 2012, indicele anual al valorii unitare a importurilor a revenit la valori supraunitare (100,64 la sută față de 99,64 la sută în trimestrul anterior), impactul nefavorabil asupra prețurilor interne fiind atenuat de temperarea tendinței de depreciere a leului în raport cu principalele valute.

Continuarea trendului ascendent al prețurilor materiilor prime agricole pe fondul recoltei slabe din anul 2012 a condus la creșteri ale dinamicii anuale pentru majoritatea mărfurilor alimentare în ultima parte a anului, evoluțiile contrare consemnate la carne și fructe fiind rezultatul exclusiv al manifestării unor efecte de bază. La nivelul mărfurilor nealimentare, accelerarea de ritm pe segmentul produselor farmaceutice a fost parțial compensată de evoluția prețului combustibililor, în corelație cu traiectoria descendentă a cotațiilor internaționale ale petrolului, determinată de perspectiva negativă privind cererea mondială.

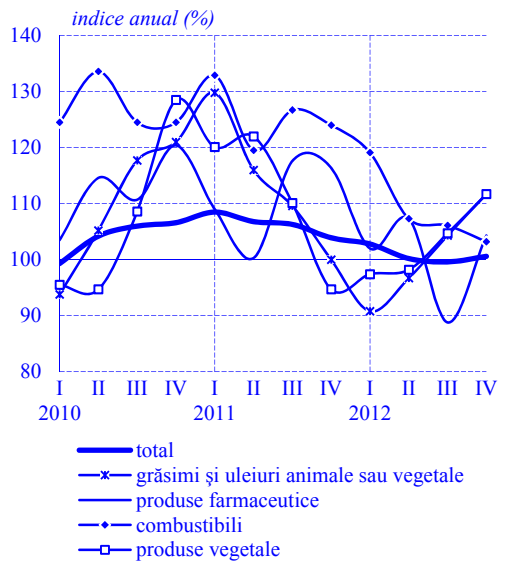
În cazul bunurilor de capital, o contribuție la accentuarea variațiilor anuale negative pe segmentul mijloacelor de transport au avut atât menținerea unor indici subunitari în cazul metalelor, cât și importurile mai mari de mașini *second-hand*.

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a modificat marginal în perioada analizată (+0,3 puncte procentuale, până la 5,3 la sută), în condițiile în care efectul majorării prețurilor materiilor prime agricole (unul dintre principalii factori de presiune semnalati în trimestrul anterior) a fost parțial contracarat de menținerea deficitului de cerere și de temperarea ritmului anual de depreciere a monedei naționale față de principalele valute.

Similar trimestrului precedent, cea mai însemnată accelerare de ritm a fost vizibilă la nivelul prețurilor de producție ale bunurilor de consum (1,8 puncte procentuale, până la 8,0 la sută) și a fost asociată evoluțiilor din industria alimentară, unde producătorii au continuat să transfere în prețuri costurile mai mari cu materia primă agricolă, posibil și ca urmare a faptului că pierderile generate de scăderea cererii interne au fost acoperite prin exporturi.

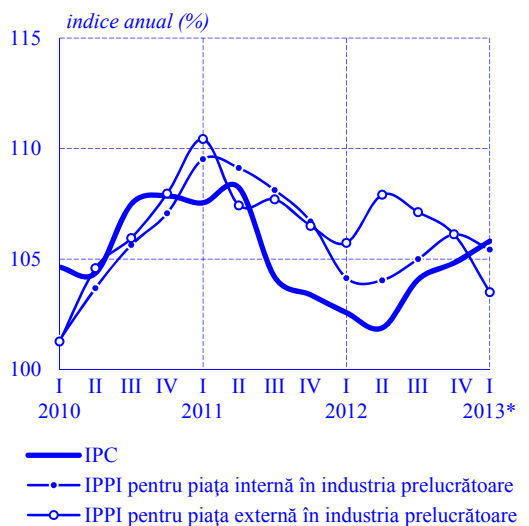
Un plus la dinamica anuală s-a consemnat și în cazul bunurilor intermediare (1,3 puncte procentuale), însă acesta s-a datorat preponderent manifestării unui efect de bază în industria

Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

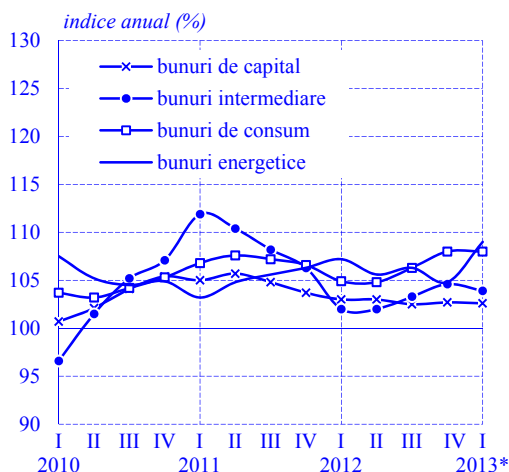
Prețurile producției industriale și de consum



*) ian.-feb.

Sursa: INS

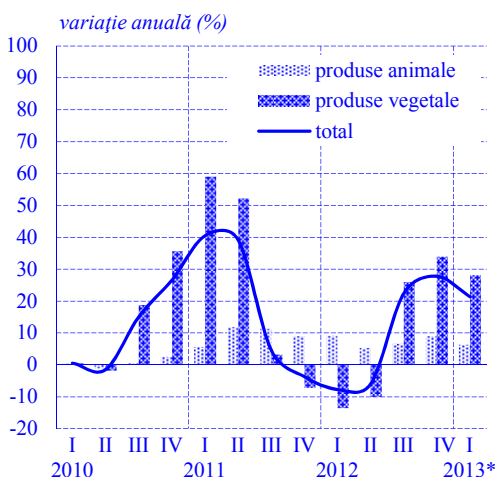
Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



*) ian.-feb.

Sursa: INS

Prețurile producției agricole



*) ian.-feb.

Sursa: INS

metalurgică. Din perspectiva evoluțiilor curente ramura menționată s-a confruntat cu o scădere a prețurilor produselor metalurgice (uneori sub costul materiilor prime din care se produc), pe fondul adâncirii contracției cererii¹⁷ – în acest context, unii producători importanți (ArcelorMittal, Mechel) au luat decizia întreruperii temporare a activității unor combinate.

Singura grupă de bunuri care a înregistrat o scădere a ratei anuale de creștere a prețurilor de producție a fost cea a bunurilor energetice (-1,6 puncte procentuale, până la 4,8 la sută), exclusiv pe seama segmentului de prelucrare a hidrocarburilor; explicația ajustării rezidă în prețurile mai scăzute la importul de petrol și atenuarea deprecierei leului în raport cu dolarul SUA.

Pe fondul recoltei slabe, prețurile producției agricole și-au menținut tendința de creștere în ultimele trei luni ale anului 2012 (rată anuală de 27,8 la sută), efectele fiind vizibile pe ambele segmente, dar în special pe cel vegetal.

Costurile ridicate cu furajele au continuat să afecteze crescătorii de animale, însă acestea s-au reflectat în accelerări ale dinamicii anuale doar în cazul cărnii de porc și de vită. Ieftinirile consemnate pe segmentul cărnii de ovine și de pasăre față de perioada similară a anului trecut au fost probabil determinate de majorarea numărului de sacrificări în primul caz și, respectiv, de creșterea gradului de utilizare a furajelor din producția proprie în cel de-al doilea – rezultat al procesului de verticalizare a activității pe segmentul cărnii de pasăre prin investițiile realizate de unii producători de profil.

Pentru primul trimestru al anului 2013, trendul ascendent al prețului petrolului pe piețele externe, ca urmare a îmbunătățirii estimărilor privind cererea în acest an, ar putea genera presiuni asupra prețurilor bunurilor importate. În sens contrar este posibil să acționeze atenuarea semnificativă a tendinței de depreciere a monedei naționale față de principalele valute, dublată de evoluțiile favorabile pe piețele externe ale unor materii prime – scădere accentuată a prețului metalelor (efect al nivelului ridicat al stocurilor și al cererii reduse) și conturarea unei traiectorii descendente a prețurilor agricole pe fondul perspectivei optimiste privind recolta anului 2013. Semnalele pozitive referitoare la producția agricolă a anului curent, vizibile și pe piața internă, ar putea determina o inversare de tendință și în cazul prețurilor agricole interne. În ceea ce privește prețurile producției industriale pentru piața internă se estimează o accentuare a ritmului de creștere, în condițiile apariției unor noi surse de presiune: (i) recunoașterea în luna ianuarie de către ANRE a unor costuri mai mari la producătorii de energie electrică¹⁸ și (ii) scumpirea cu 5 la sută, în luna februarie, a gazelor naturale livrate operatorilor industriali.

¹⁷ Volumul cifrei de afaceri pentru piața internă în industria metalurgică în trimestrul IV 2012 a înregistrat o scădere în termeni anuali de 14,5 la sută.

¹⁸ De exemplu, +17 la sută în cazul Nuclearelectrica și +76 la sută în cel al Hidroelectrica.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În perioada februarie-martie 2013 Consiliul de administrație al BNR a adoptat două noi decizii de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută și de păstrare a statu-quo-ului ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit¹; totodată, autoritatea monetară a reluat gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar², susținând astfel scăderea nivelului ratelor dobânzilor interbancare și reapropierea cotațiilor pe termen mai lung ale pieței de rata dobânzii-cheie a BNR. O asemenea calibrare a instrumentelor băncii centrale a avut drept scop ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și consolidarea perspectivei revenirii ratei anuale a inflației pe o traiectorie compatibilă cu ținta staționară, precum și crearea premiselor redresării sustenabile a procesului de creditare a economiei românești.

Deciziile din luna februarie ale Consiliului de administrație al BNR au fost adoptate într-un context caracterizat, pe de o parte, printr-o relativă deteriorare a perspectivei inflației pe segmentul foarte apropiat al orizontului de prognoză³, implicit prin amplificarea deviației temporare a ratei anuale prognozate a inflației față de limita superioară a intervalului-țintă, datorate creșterii impactului inflaționist anticipat al prețurilor administrate, dar și al celui al prețurilor produselor din tutun, în condițiile majorării în devans cu un trimestru a nivelului accizelor specifice. Acestea i s-au asociat sporirea incertitudinii privind dimensiunea viitoarelor ajustări de prețuri administrate (dată fiind conturarea posibilității suplimentării, față de calendarul de liberalizare aprobat, a majorării aplicate în anul curent tarifelor energiei electrice), precum și potențialul efect exercitat asupra prețurilor de consum de modificările de impozite și taxe operate recent, în contextul continuării procesului de consolidare fiscală.

Pe de altă parte, reaccelerarea inflației avea un caracter temporar, prognoza trimestrială actualizată reconfirmând perspectiva coborârii ratei anuale a inflației spre finalul anului curent la o valoare aflată la limita superioară a intervalului-țintă, urmată de reintrarea și consolidarea ulterioară a acesteia în interiorul intervalului. Pe segmentul intermediar al orizontului de prognoză previziunile privind inflația consemnau chiar o relativă ameliorare

¹ De 15, respectiv 20 la sută.

² Decizia a fost adoptată în ședința din luna ianuarie 2013 a Consiliului de administrație al BNR.

³ În raport cu proiecția anterioară pe termen mediu (Raportul asupra inflației din noiembrie 2012).

în raport cu proiecția precedentă, având ca suport evoluțiile mai favorabile anticipate a fi consemnate de dinamica prețurilor volatile, dar mai ales de rata anuală a inflației CORE2 ajustat; la rândul ei, perspectiva îmbunătățită a inflației de bază era susținută de ajustarea descendentă a așteptărilor inflaționiste și a dinamicii previzionate a cursului de schimb al leului, impactul acestora fiind doar în mică măsură atenuat de diminuarea marginală, în raport cu precedentă prognoză, a intensității presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate, în condițiile reducerii ușoare a dimensiunii estimate a *gap*-ului negativ al PIB. În plus, asimetria nefavorabilă a balanței riscurilor la adresa perspectivei inflației consemna în contextul dat o relativă atenuare, date fiind recenta ameliorare a percepției investitorilor străini asupra pieței financiare românești și reluarea, pe acest fond, a unor categorii de intrări de capital⁴.

Dimensiunea puseului inflaționist din primele luni ale anului 2013, precum și amplitudinea celui anticipat a se produce în trimestrul II – revizuită marginal în sens descrescător – s-au relevat a fi compatibile cu perspectiva reluării dezinflației în a doua parte a anului, având ca resort epuizarea efectelor adverse ale șocurilor de natura ofertei și anticipata prelungire a valorilor ridicate ale deficitului de cerere agregată, implicit a intensității presiunilor dezinflaționiste ale acestuia. Date fiind însă riscurile la adresa anticipațiilor inflaționiste pe care le putea induce reacelerarea episodică a inflației în trimestrul II⁵, precum și riscul reamplificării volatilității fluxurilor de capital, implicit a celei a cursului de schimb leu/euro, decurgând din recenta retensionare a piețelor externe sub impactul deteriorării situației din Cipru, în cadrul ședinței sale din 28 martie Consiliul de administrație al BNR a decis să prelungească *statu-quo*-ul ratei dobânzii de politică monetară și pe cel al ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Adâncirea recentă, dar și în perspectiva imediată, a deficitului de cerere agregată se contura a fi însă mai modestă decât cea anticipată anterior, date fiind revenirea în teritoriul pozitiv a dinamicii PIB în trimestrul IV 2012, precum și continuarea îmbunătățirii, în luna imediat următoare, a evoluției unor indicatori relevanți pentru cererea de consum și de investiții, implicând o relativă ameliorare a previziunilor pe termen scurt privind ritmul creșterii economice. Revizuirea ascendentă a acestora a fost, totuși, limitată de persistența deteriorării perspectivei activității economice la nivelul UE și al zonei euro⁶, dar și a comportamentului din primele luni ale trimestrului I al masei monetare în sens restrâns – indicator corelat cu activitatea economică – și al creditului acordat sectorului privat.

⁴ De natura investițiilor de portofoliu.

⁵ Sub impactul unui efect de bază nefavorabil și al majorării în devans a accizelor aplicate produselor din tutun.

⁶ Prognozele actualizate ale FMI, CE și BCE privind evoluția PIB în anul 2013 la nivelul UE și respectiv al zonei euro au fost din nou revizuite în sens descendent, toate instituțiile anticipând dinamici anuale negative în zona euro.

Astfel, dinamica anuală⁷ a celui din urmă a continuat să coboare în teritoriul negativ în perioada ianuarie-februarie 2013 (atingând o valoare medie de -5,3 la sută, comparativ cu -2,2 la sută în trimestrul IV 2012), în principal ca efect al accentuării contracției componente în valută (-3,1 la sută, față de -1,9 la sută în octombrie-decembrie 2012, pe baza valorilor exprimate în euro), în condițiile în care variația anuală negativă a componente în lei a rămas în linii mari nemodificată (-0,8 la sută). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat în mare măsură cu rezultatele ediției din luna februarie 2013 a Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare, potrivit cărora băncile anticipau pentru trimestrul I 2013 o diminuare a cererii de credite a societăților nefinanciare și a cererii de credite imobiliare a populației, concomitent cu înăsprirea standardelor de creditare în cazul ambelor sectoare. Pe acest fond, variația anuală a creditelor acordate societăților nefinanciare a continuat să se reducă (-3,4 la sută în perioada ianuarie-februarie, comparativ cu -0,6 la sută în trimestrul IV), exclusiv pe seama componente în valută (la -4,1 la sută, de la -3,0 la sută în precedentele trei luni, pe baza valorilor exprimate în euro); în schimb, creditele în lei acordate acestor entități au avut o evoluție favorabilă (5,1 la sută, față de 4,9 la sută în trimestrul IV). Dinamica medie anuală a creditelor acordate populației și-a accentuat la rândul ei declinul (-6,5 la sută, de la -3,4 la sută în trimestrul IV 2012), în principal ca efect al adâncirii contracției în termeni anuali a împrumuturilor pentru consum (mai ales în cazul celor în valută) și al scăderii ritmului de creștere a împrumuturilor pentru locuințe (atribuibilă exclusiv componente în valută, cea în lei accelerându-și semnificativ creșterea).

Reflectând aceste evoluții, masa monetară și-a majorat valoarea negativă a ratei anuale medii de creștere în perioada ianuarie-februarie 2013 (-4,5 la sută), în principal pe seama evoluției descendente a dinamicii componente sale destinate tranzacțiilor (M1), indusă de contracția depozitelor ON în lei, dar mai ales de cea a numerarului în circulație. 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) a scăzut sensibil la rândul său – rămânând totuși la valori pozitive (1,5 la sută, față de 5,3 la sută în trimestrul IV 2012) –, evoluția asociindu-se diminuării ritmului de creștere a salariului mediu net real. Ponderea medie a plasamentelor la termen în totalul depozitelor populației a continuat însă să crească ușor, indicând menținerea robusteții cererii de bani în scopul economisirii.

În trimestrul I, banca centrală a readoptat maniera de gestionare adecvată a lichidității din sistemul bancar; pentru a atenua restrictivitatea condițiilor lichidității de pe piața monetară, BNR a

⁷ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale exprimate în termeni reali.

majorat treptat pe parcursul lunilor ianuarie și februarie plafonul aferent licitațiilor *repo* săptămânale, iar începând din data de 4 martie, autoritatea monetară a reluat operațiunile *repo* prin procedura licitațiilor fără plafon, în cadrul căroră cererea de lichiditate a băncilor a fost satisfăcută integral. Pe acest fond, ratele dobânzilor tranzacțiilor pieței monetare interbancare și-au reluat scăderea; tendința a fost preluată și de cotațiile ROBOR pe termen mai lung – relevante pentru stabilirea ratelor dobânzilor la creditele noi – care s-au apropiat astfel de rata dobânzii de politică monetară a BNR.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

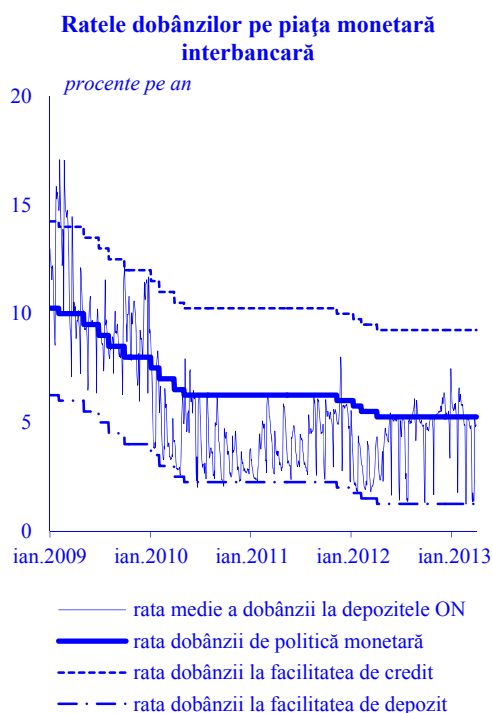
Randamentul mediu al pieței monetare interbancare a consemnat o scădere în trimestrul I 2013, după trei trimestre consecutive de creștere; totodată, cea mai mare parte a ratelor dobânzilor la creditele și depozitele noi s-au diminuat în intervalul decembrie 2012 – februarie 2013. Cursul de schimb leu/euro și-a ameliorat comportamentul în prima parte a trimestrului, beneficiind de schimbarea favorabilă de percepție a investitorilor asupra economiilor emergente, inclusiv asupra economiei și pieței financiare locale. Masa monetară a continuat să-și diminueze 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 stopat tendința crescătoare din precedentele trei trimestre, media acestora coborând în intervalul ianuarie-martie 2013 la 4,81 la sută (-0,66 puncte procentuale față de cea aferentă precedentelor trei luni).

Randamentele ON ale depozitelor interbancare s-au plasat pe parcursul trimestrului I pe un trend descendent, evoluția reflectând ameliorarea condițiilor lichidității, datorată prioritar majorării treptate de către BNR a plafonului sumelor injectate prin intermediul licitațiilor *repo* săptămânale în perioada ianuarie-februarie, respectiv revenirii autorității monetare în luna martie la practica alocării integrale a sumelor solicitate în cadrul acestor operațiuni. O influență similară a avut și acțiunea factorilor autonomi ai lichidității, relevante din această perspectivă fiind injecțiile de lichiditate generate în ultima parte a trimestrului de operațiunile în contul în lei al Trezoreriei, inclusiv pe seama răscumpărărilor nete de titluri de stat efectuate în acest interval de către MFP.

Cotațiile ROBOR1M-12M au receptat la rândul lor impactul modificării condițiilor lichidității și s-au înscris la începutul trimestrului pe un trend ușor descrescător, care s-a accentuat temporar în prima parte a lunii martie. Ca urmare, cotațiile



ROBOR3M s-au realiniat către finele trimestrului ratei dobânzii de politică monetară, media consemnată de acestea în martie, de 5,35 la sută, fiind inferioară cu 0,69 puncte procentuale celei din decembrie 2012. O scădere de amplitudine similară au înregistrat cotațiile aferente scadențelor de 6 și, respectiv, 12 luni (până la 5,62, respectiv 5,64 la sută), care și-au redus astfel ecartul față de rata dobânzii-cheie a BNR.

Pe piața primară a titlurilor de stat, randamentele maxime acceptate și-au menținut la rândul lor tendința de declin amorsată în a doua parte a lunii decembrie; ajustarea descendentă s-a accentuat temporar în luna ianuarie, într-un context caracterizat prin accentuarea creșterii cererii de titluri în lei a nerezidenților, în principal datorită anunțului privind includerea, începând cu luna martie 2013, a obligațiunilor suverane românești în indicele JP Morgan privind piețele emergente în monedă locală. Un asemenea context a favorizat și tendința de prelungire a scadențelor titlurilor emise, ponderea certificatelor de trezorerie scăzând la 26 la sută din volumul emis, față de 40 la sută în trimestrul anterior și 82 la sută în trimestrul III al anului precedent.

Volumul titlurilor de stat în lei puse în circulație pe ansamblul trimestrului⁸ (18,4 miliarde lei) a continuat să fie superior celui anunțat⁹, dar și celui scadent, exclusiv datorită evoluțiilor din ianuarie, când valoarea totală a emisiunilor (care a reprezentat două treimi din volumul trimestrial) a fost aproape dublă în raport cu acești parametri; situația a fost diferită în ultima lună a trimestrului, când autoritatea publică a pus în circulație un volum de titluri similar celui anunțat și a răscumpărat circa jumătate din volumul titlurilor scadente.

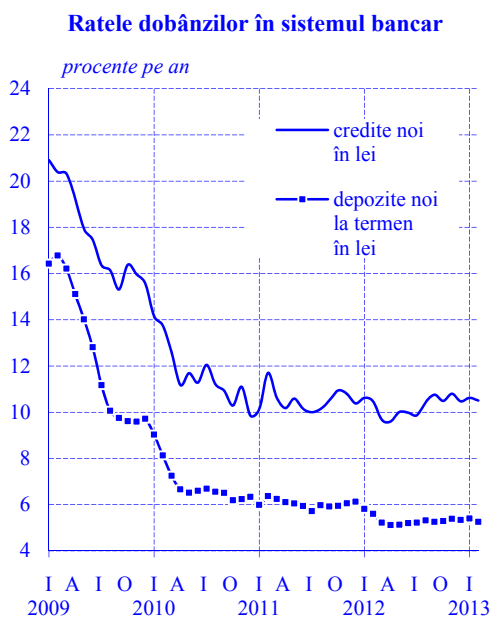
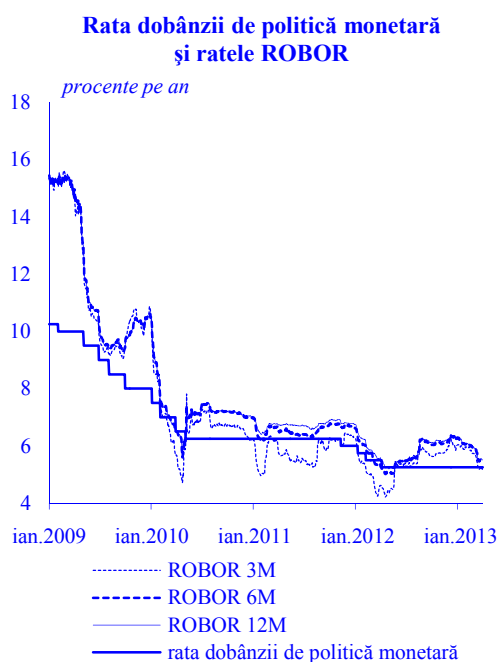
Creșterea susținută a interesului investitorilor nerezidenți pentru obligațiunile în lei emise de MFP a fost receptată și de piața secundară a titlurilor, ea conducând, pe de o parte, la accentuarea, în luna ianuarie, a tendinței de scădere a cotațiilor de referință¹⁰ și, pe de altă parte, la majorarea semnificativă în aceeași lună a volumului tranzacțiilor ireversibile.

Reflectând tendința descendentă a cotațiilor pieței monetare interbancare, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au scăzut în perioada decembrie 2012 – februarie 2013 (cu 0,13 puncte procentuale, până la 5,26 la sută, respectiv cu 0,29 puncte procentuale, până la 10,51 la sută în februarie).

⁸ Totodată, în luna ianuarie MFP a efectuat pe piața locală o emisiune de titluri denominate în euro, în valoare de 503 milioane euro, pe termen de trei ani, la un randament de 3,14 la sută. Pe piețele externe, în luna februarie, MFP a pus în circulație titluri denominate în dolari SUA, în valoare de 1,5 miliarde dolari SUA, pe termen de 10 ani, cu un randament mediu de 4,5 la sută.

⁹ Raportul volum emis-volum anunțat a fost de 163 la sută, ușor superior trimestrului anterior (136 la sută).

¹⁰ Valoarea medie din trimestrul I a acestor cotații a fost inferioară cu 1 punct procentual valorii similare din ultimele trei luni ale anului anterior.



Evoluțiile ratelor dobânzilor au fost omogene ca sens numai în cazul depozitelor noi la termen, randamentul mediu al acestora coborând cu 0,14 puncte procentuale pe segmentul societăților nefinanciare (până la 5,04 la sută) și cu 0,17 puncte procentuale pe cel al populației (până la 5,53 la sută). În schimb, scăderea ratei medii a dobânzii aferente creditelor noi s-a localizat doar la nivelul societăților nefinanciare (- 0,45 puncte procentuale, până la 9,58 la sută); în cazul populației, costul mediu cu dobânda al creditelor noi a continuat să se majoreze, însă mult mai lent decât în perioadele anterioare (+ 0,39 puncte procentuale, până la 12,64 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

| | milioane euro | |
|---|----------------|----------------|
| | 2012 2 luni | 2013 2 luni |
| Contul financiar | 704 | -88 |
| Investiții directe | 163 | 140 |
| - rezidenți în străinătate | -28 | -23 |
| - nerezidenți în România | 192 | 163 |
| Investiții de portofoliu și derivate financiare | 1 773 | 3 205 |
| - rezidenți în străinătate | -52 | -172 |
| - nerezidenți în România | 1 825 | 3 378 |
| Alte investiții de capital | -644 | -2 325 |
| - credite și împrumuturi de la FMI | 0 | -620 |
| - investiții pe termen mediu și lung | -539 | -502 |
| - investiții pe termen scurt | -295 | -554 |
| - numerar și depozite pe termen scurt | 298 | -396 |
| - altele | -107 | -255 |
| Active de rezervă ale BNR (net) („-” creștere/„+”scădere) | -589 | -1 108 |

Cursul de schimb leu/euro și-a accelerat scăderea în prima parte a lunii ianuarie, manifestând ulterior o tendință de stabilizare. Aceasta a fost întreruptă însă la finele primei decade a lunii martie, când creșterea sensibilă a aversiunii globale față de risc, datorită acutizării situației din Cipru, a avut ca efect re poziționarea temporară pe un trend ascendent a ratelor de schimb ale majorității monedelor din regiune, inclusiv a cursului de schimb al monedei naționale.

Leul și-a accentuat în primele decade ale lunii ianuarie tendința de apreciere amorsată la mijlocul lunii decembrie, evoluția fiind susținută de continuarea ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale, dar mai ales de amplificarea sensibilă a interesului investitorilor pentru efectuarea de plasamente pe piața financiară locală, ca urmare a anunțului privind includerea, începând cu luna martie 2013, a obligațiunilor suverane românești în indicele JP Morgan privind piețele emergente în monedă locală¹¹; acest interes a fost susținut și de: (i) evoluția relativ favorabilă în raport cu așteptările analiștilor a unor indicatori relevanți publicați în acest interval – deficitul bugetar, balanța comercială, soldul contului curent¹² și rezervele internaționale, precum și de (ii) perspectiva continuării procesului de consolidare fiscală, relevată de caracteristicile proiectului bugetului de stat pentru 2013 adoptat în acest interval de către guvern și întărită de declarațiile unor oficiali privind posibila abrogare a procedurii de deficit excesiv aplicate României. În aceste condiții, lichiditatea pieței valutare interbancare s-a amplificat, iar tranzacțiile în devize au înregistrat în ianuarie 2013 primul excedent net de după aprilie 2011, sub impactul creșterii la o valoare record a ofertei nete de devize a nerezidenților. Ca urmare, pe ansamblul primei luni a anului 2013, leul a consemnat cea mai amplă apreciere nominală în raport cu euro din iulie 2007 (2,5 la sută), iar cursul mediu de schimb leu/euro a coborât la minimul ultimelor nouă luni. O evoluție opusă ca sens au avut însă ratele de schimb ale

¹¹ Un anunț similar a fost făcut în noiembrie 2012 de Barclays Capital.

¹² În ianuarie, soldul contului curent a înregistrat un excedent de 465 milioane euro (comparativ cu un deficit de 25 milioane euro în perioada similară din 2012).

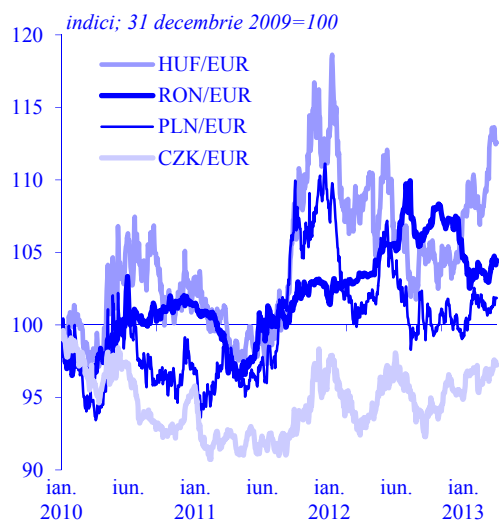
principalelor monede din regiune, care au consemnat în ianuarie creșteri.

Pe parcursul lunii februarie și în prima decadă a lunii martie, cursul de schimb leu/euro s-a menținut într-o bandă îngustă de variație, într-un context caracterizat, pe de o parte, prin consemnarea unor evoluții mixte pe plan intern, cele mai semnificative fiind: (i) diminuarea sensibilă, comparativ cu lunile trecute, a volumului achizițiilor nete de titluri de stat efectuate de nerezidenți, în condițiile cvasiepuizării influenței exercitate, cel puțin asupra anumitor categorii de investitori, de efectul anunțurilor Barclays și JP Morgan; (ii) situarea dinamicii PIB (estimarea semnal privind trimestrul IV 2012) la un nivel ușor superior celui anticipat de analiști și (iii) plasarea altor indicatori relevanți publicați în acest interval la valori inferioare celor așteptate. Pe de altă parte, perioada a fost marcată de o relativă amplificare a aversiunii globale față de risc, în condițiile deteriorării peste așteptări a unor indicatori macroeconomici din principalele state membre ale zonei euro, precum și ale sporirii incertitudinii induse de tensionarea scenei politice în Spania, dar mai ales de situația postelectorală din Italia.

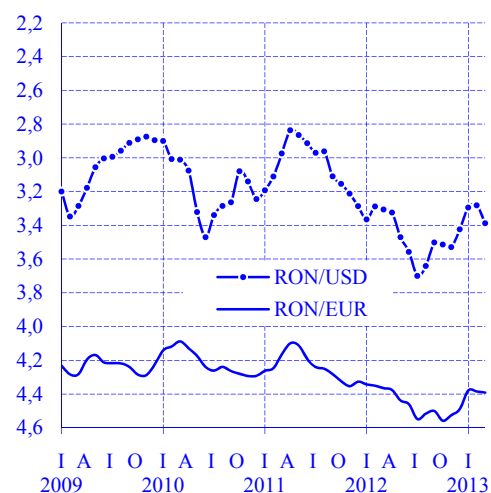
Sporirea în continuare a aversiunii globale față de risc – reflectată inclusiv de scăderea mai rapidă a raportului euro/dolar¹³ – sub impactul unei succesiuni de evenimente externe nefavorabile¹⁴, care a culminat cu tensionarea puternică a situației din Cipru¹⁵, a avut ca efect o nouă accentuare cu caracter episodic a creșterii ratelor de schimb ale monedelor din regiune, inclusiv a cursului leu/euro, aceasta epuizându-se însă odată cu anunțul contrurării unui acord între Eurogrup și autoritățile cipriote referitor la principalele coordonate ale viitorului program de asistență financiară oferită acestui stat.

Ca urmare a acestor evoluții, în intervalul ianuarie-martie leul și-a sporit aprecierea față de euro (2,2 la sută în termeni nominali și 4,0 la sută în termeni reali); aprecierea monedei naționale în raport cu dolarul SUA (1,1 la sută în termeni nominali și, respectiv, 2,8 la sută în termeni reali) a fost însă inferioară celei consemnate în trimestrul anterior, în condițiile în care acesta și-a sporit valoarea pe piețele financiare internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, moneda națională și-a diminuat semnificativ deprecierea nominală față de ambele monede.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Cursul de schimb nominal



¹³ Întărirea dolarului SUA a fost susținută și de situarea peste așteptări a datelor privind economia SUA publicate în acest interval.

¹⁴ Retrogradarea cu o treaptă de către agenția Fitch a rating-ului Italiei (cu perspectivă negativă) și înrăutățirea prognozei BCE privind evoluția economiei din zona euro în perioada 2013-2014.

¹⁵ Inițial sub impactul anunțului privind posibila introducere a unei taxe asupra depozitelor bancare (în contextul discutării potențialului pachet de asistență financiară oferit de UE/FMI) și, ulterior, ca efect al incertitudinii majore generate de respingerea respectivei măsuri de către Parlament și de trenarea adoptării unei soluții alternative.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

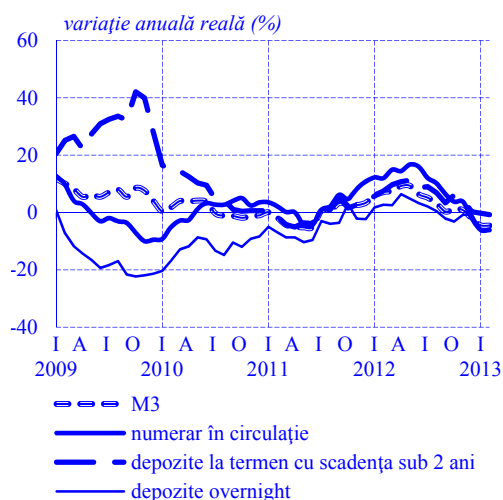
Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali

| | 2012 | | | | 2013 | |
|--|----------------------------|------|-----|------|------|------|
| | I | II | III | IV | ian. | feb. |
| | ritm mediu al trimestrului | | | | | |
| M3 | 6,8 | 8,3 | 2,9 | -0,1 | -4,5 | -4,6 |
| M1 | 5,9 | 8,5 | 3,4 | -0,4 | -6,2 | -5,8 |
| Numerar în circulație | 13,1 | 15,7 | 9,6 | 1,8 | -6,1 | -6,1 |
| Depozite overnight | 2,3 | 4,8 | 0,2 | -1,6 | -6,2 | -5,6 |
| Depozite la termen cu scadența sub 2 ani | 7,7 | 10,2 | 6,4 | 3,5 | -0,3 | -0,7 |

Sursa: INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

În intervalul decembrie 2012 – februarie 2013, ritmul de creștere a masei monetare¹⁶ (M3) și-a accentuat mișcarea descendentă (-3,7 la sută, față de 0,8 la sută în septembrie-noiembrie 2012), evoluția asociindu-se continuării diminuării dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat. Alți determinanți i-au constituit realocarea unor plasamente ale companiilor dinspre depozitele din M3 înspre titlurile de stat și foarte probabila majorare a volumului plăților efectuate de sectorul privat în contul datoriilor acumulate anterior; un efect similar au exercitat unele efecte de bază negative, dar și impactul statistic al creșterii ratei anuale a inflației, precum și cel al temperării deprecierei în termeni anuali a monedei naționale față de euro. Toate aceste influențe au devansat sensibil efectul favorabil exercitat asupra lichidității din economie de amplificarea plăților din fondurile structurale¹⁷.

Similar perioadei anterioare, la scăderea dinamicii M3 au contribuit toate componentele majore ale acestui agregat monetar; viteza de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1) și respectiv cea a depozitelor la termen sub doi ani au intrat, pentru prima oară în ultimul an și jumătate, în teritoriul negativ, iar variația instrumentelor financiare tranzacționabile și-a majorat ușor valoarea negativă¹⁸.

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă adâncirea în teritoriul negativ a dinamicii plasamentelor societăților nefinanciare și diminuarea puternică a variației depozitelor instituțiilor financiare nemonetare, evoluțiile corelându-se, printre altele, cu majorarea volumului plăților efectuate în contul datoriei externe și respectiv a deținerilor de titluri de stat în lei ale acestor entități. Și ritmul de creștere a depozitelor din M3 ale populației a continuat să se reducă, cel mai probabil ca urmare a scăderii dinamicii salariului mediu net real¹⁹, coroborată cu posibila amplificare a volumului rambursărilor de împrumuturi bancare efectuate de persoanele fizice. În cazul ambelor sectoare, decelerarea a continuat să fie determinată exclusiv de componenta în lei, variația celei în valută (exprimată în euro) atingând valori maxime pentru ultimii doi ani și jumătate la populație, respectiv ultimii trei ani la companii; tendința s-a corelat cu atenuarea deficitului balanței comerciale, dar și cu menținerea, în prima parte a intervalului, a cererii ridicate

¹⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2012 – februarie 2013.

¹⁷ Conform calculelor pe baza comunicatelor de presă ale MFE, plățile aferente fondurilor structurale din această perioadă le-au depășit pe cele efectuate în urmă cu un an.

¹⁸ Scăderea s-a datorat în continuare efectului modificării definiției fondurilor de piață monetară.

¹⁹ În perioada decembrie 2012 – februarie 2013, media ritmului de creștere anuală în termeni reali a câștigului salarial net pe total economie a fost cea mai redusă din ultimul an și jumătate.

de devize a companiilor, justificată, probabil, de dorința asigurării sumelor necesare satisfacerii serviciului datoriei externe. În aceste condiții, structura pe categorii de monede a M3 a continuat să se deterioreze, ponderea medie a depozitelor în devize consemnând recordul ultimilor doi ani.

Similar intervalului precedent, din perspectiva principalelor contrapartide ale masei monetare, scăderea ritmului de creștere a acesteia a reflectat declinul dinamicii creditului acordat sectorului privat și respectiv al celei aferente creditului net acordat administrației publice centrale; aceste influențe au fost parțial atenuate de impactul majorării variației activelor externe nete ale sectorului bancar, precum și de cel al încetinirii vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung.

Creditul

În perioada decembrie 2012 – februarie 2013, dinamica anuală²⁰ a creditului acordat sectorului privat a continuat să se adâncească în teritoriul negativ (-4,7 la sută, față de -1,3 la sută în perioada septembrie-noiembrie 2012), evoluția, regăsită atât la nivelul populației, cât și la cel al companiilor, corelându-se cu diminuarea în termeni relativi a volumului de credite noi acordate acestor entități²¹. Din perspectiva structurii pe monede, împrumuturile în valută au consemnat o scădere de ritm mult mai pronunțată, context în care ponderea medie a acestora în totalul creditului acordat sectorului privat a atins minimul ultimului an și jumătate.

Analiza creditelor acordate populației relevă prelungirea efectelor modificărilor aduse la finele anului 2011 cadrului de reglementare în domeniu²², respectiv majorarea dinamicii creditelor în lei în detrimentul celor în valută și contracția creditelor pentru consum, cea din urmă fiind acompaniată de avansul mai rapid al împrumuturilor pentru dezvoltarea afacerilor. La rândul lor, creditele pentru locuințe au continuat să-și majoreze viteza de creștere, beneficiind de prelungirea programului guvernamental „Prima Casă”.

Variația creditului acordat societăților nefinanciare a intrat în teritoriul negativ, evoluția corelându-se cu deteriorarea percepției de risc a băncilor²³, dar și cu posibilul apel al firmelor la liniile de credit acordate anterior și neutilizate; similar perioadei precedente, creditul în valută a consemnat cea mai mare pierdere de ritm, aceasta fiind indusă în principal de componenta pe termen scurt.

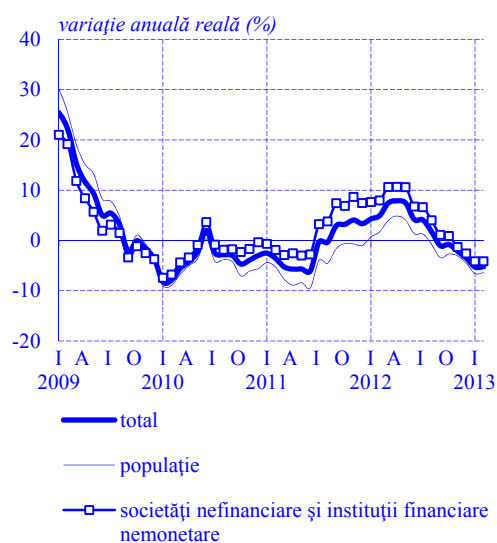
²⁰ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2012 – februarie 2013.

²¹ Pe baza datelor de la CRC privind creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată, comparativ cu cele din anul anterior.

²² Regulamentul BNR nr. 24/2011 privind creditele destinate persoanelor fizice.

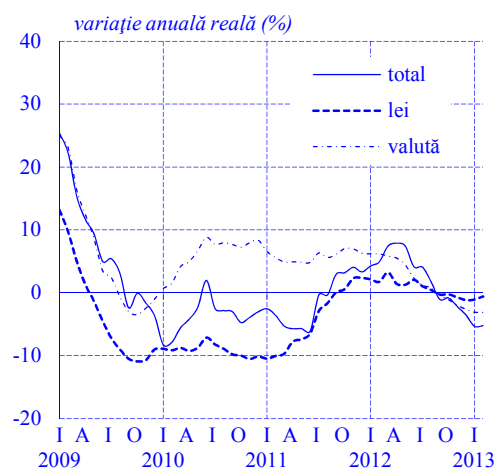
²³ Conform ultimei ediții a Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare, publicat în februarie 2013.

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,2 la sută la sfârșitul anului 2013, cu 0,3 puncte procentuale sub nivelul anticipat în Raportul asupra inflației din luna februarie 2013, și la 3,3 la sută la sfârșitul anului 2014, cu 0,1 puncte procentuale peste valoarea prognozată anterior.

Revizuirile prognozei ratei inflației pentru finele ambilor ani implică reevaluări ale contribuțiilor principalelor componente ale coșului de consum. Astfel, comparativ cu runda anterioară de prognoză, se anticipează, pe întreaga perioadă de referință, contribuții mai scăzute din partea prețurilor combustibililor, contribuții mai ridicate ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice și doar marginal revizuite în sus din partea prețurilor administrate. În plus, pentru anul curent, în scenariul de bază se prevăd un impact relativ mai favorabil din partea dinamicii prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și o contribuție ușor revizuită în sus din partea dinamicii prețurilor incluse în indicele CORE2 ajustat.

Proiecția curentă prevede menținerea în trimestrul II 2013 a ratei anuale a inflației la valoarea înregistrată în primul trimestru al acestui an (5,3 la sută), urmată de atenuarea semnificativă până la un minim (2,4 la sută) la începutul anului 2014 și ulterior de relativa stabilizare la niveluri situate peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului-țintă.

Preconizarea înregistrării la finele trimestrului II a unei rate a inflației similare celei din martie a.c., în condițiile accelerării în acest trimestru a dinamicii prețurilor unor componente exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile alimentare (LFO) și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice, se datorează evoluției favorabile înregistrate la nivelul inflației anuale a prețurilor combustibililor și al celei de bază CORE2 ajustat. Reluarea dezinflației în partea a doua a anului 2013 va fi facilitată, în condițiile în care scenariul de bază ia în considerare ipoteza unui an agricol normal, de tranziția de la un efect statistic de bază advers la unul de sens contrar, de așteptat să influențeze favorabil dinamica prețurilor LFO și a celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat.

Rata inflației CORE2 ajustat este prognozată a continua traiectoria descendentă pe care s-a înscris în trimestrul I 2013, decelerând până la un minim de 2,1 la sută la sfârșitul anului curent. După o evoluție relativ stabilă a componentei la niveluri marginal mai ridicate pe restul intervalului de referință, valoarea anticipată a fi atinsă de aceasta atât la finele anului viitor, cât și la orizontul prognozei (trimestrul I 2015) este de 2,2 la sută. Se prevede astfel revenirea ratei anuale a inflației de bază în a

două jumătate a anului 2013 la valori apropiate de cele anterioare producerii șocurilor adverse din anul precedent asupra prețurilor alimentelor și cursului de schimb al leului. Dinamica proiectată a ratei inflației de bază reflectă disiparea treptată a efectelor acestor șocuri, susținută și de aprecierea monedei naționale de la începutul anului curent, precum și de ajustarea treptată în jos a anticipațiilor privind inflația, sub impactul conduitei adecvate a politicii monetare și al absenței preconizate a manifestării unor șocuri adverse de natura ofertei în următoarele opt trimestre. Presiuni dezinflaționiste sunt prevăzute a fi generate în continuare de persistența deficitului amplu de cerere, dar cu o intensitate relativ mai redusă decât în runda anterioară de prognoză, pe fondul reevaluării magnitudinii deviației PIB de la nivelul său potențial. Ca efect cumulat al ansamblului factorilor determinanți, dar cu precădere sub impactul valorilor revizuite ale deviației PIB, traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat se situează doar marginal peste cea din prognoza anterioară pe cea mai mare parte a intervalului de referință.

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 totodată premisele necesare redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei și reluării 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 menținerea unei balanțe ușor înclinate în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, aceasta fiind însă mai puțin asimetrică în comparație cu cea aferentă prognozei anterioare.

Riscuri relevante pentru intervalul de referință provin din mediul extern marcat în continuare de incertitudine și sunt asociate posibilității creșterii volatilității fluxurilor de capital orientate către economia românească. Principalele surse de incertitudine sunt fragilitatea manifestată până în prezent de refacerea economiilor principalilor parteneri comerciali ai României din UE și dificultățile întâmpinate recent de sistemele bancare ale unora din țările zonei euro, în condițiile persistenței problemelor sustenabilității datoriilor suverane ale unora dintre aceste economii. În aceste condiții, schimbări frecvente de percepție ale investitorilor pot declanșa fluxuri instabile de capitaluri între economia națională și mediul extern. Indiferent de direcția lor inițială, în măsura în care sunt ample și ușor reversibile, mișcările de capital nesusținute de fundamente macroeconomice pot afecta negativ stabilitatea prețurilor și pe cea financiară, precum și redresarea sustenabilă a creșterii economice. Cu toate acestea,

în măsura în care evoluțiile recente favorabile din economia națională vor continua, conturând o îmbunătățire durabilă a fundamentelor macroeconomice, riscul producerii unor fluxuri nesustenabile de capital se va diminua comparativ cu perioadele precedente. Merită astfel remarcat faptul că efectele crizei cipriote asupra economiei românești s-au dovedit a fi limitate, în pofida potențialului de contagiune substanțial ce putea fi presupus anterior.

Rigiditățile structurale care persistă în cadrul economiei naționale împiedică ajustarea factorilor economici interni în sensul atenuării consecințelor șocurilor adverse, indiferent de originea – externă sau internă – a acestora. Ca urmare, orice posibilă întârziere în realizarea unui ansamblu coerent de reforme structurale, precum cel inclus în acordul încheiat de autoritățile române cu consorțiul instituțiilor internaționale (UE, FMI și BM), generează riscuri de propagare și chiar de amplificare a șocurilor nefavorabile asupra inflației și creșterii economice.

În raport cu ipotezele incluse în scenariul de bază actualizat, balanța riscurilor asociate evoluției pe perioada de referință a prețurilor administrate și a celor volatile ale alimentelor apare a fi relativ echilibrată. Dinamica viitoare a prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale continuă să reprezinte și în această rundă de proiecție un factor de risc relevant îndeosebi pe termen mediu, orizont înainte de care nu este de așteptat o revigorare robustă a cererii globale.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Evoluția așteptată a variabilelor externe

| | valori medii anuale | |
|--|---------------------|------|
| | 2013 | 2014 |
| Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril) | 104,0 | 97,7 |
| Cursul de schimb dolar SUA/euro | 1,30 | 1,28 |
| Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.) | 0,22 | 0,33 |
| Creștere economică în UE efectiv (%) | 0,04 | 1,53 |
| Inflația anuală din zona euro (%) | 1,74 | 1,70 |

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

Scenariul de creștere economică a principalilor parteneri externi¹ prevede o dinamică anuală a PIB real UE efectiv² aproape nulă în 2013, revizuită în scădere cu 0,4 puncte procentuale comparativ cu Raportul asupra inflației din februarie 2013, urmată de o creștere de 1,5 la sută în 2014, valoare nemodificată față de runda precedentă de proiecție. Efectele nefavorabile persistente resimțite la nivelul activității de creditare din UE, precum și continuarea implementării măsurilor de consolidare fiscală, în paralel cu reechilibrarea bilanțieră ocazionată de gradul în continuare ridicat de îndatorare a entităților din sectorul privat, sunt preconizate a constrânge activitatea economică din această zonă pe tot parcursul anului curent. Pentru 2014, în contextul detensionării graduale a accesului la sursele de finanțare bancare, al îmbunătățirii treptate a condițiilor de pe piața forței de muncă și al consolidării așteptate a

¹ UE27, excluzând România.

² Indicator calculat pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE. 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.

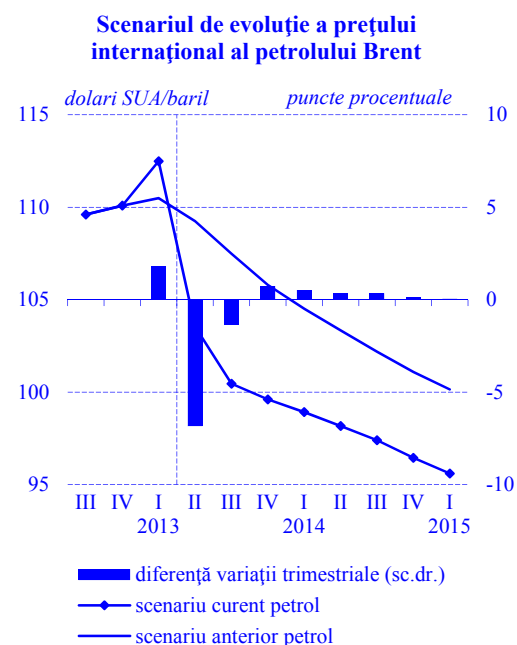
cererii globale pentru exporturile zonei, se preconizează revenirea investițiilor ca principal determinant al creșterii economice. Pe ansamblu, revirimentul anticipat rămâne însă modest în raport cu standardele istorice, pe fondul menținerii incertitudinilor referitoare la soluționarea crizei datorilor suverane și la refacerea stabilității sistemului financiar-bancar european. În aceste condiții, deviația PIB UE efectiv de la nivelul său potențial, măsura relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului a impactului cererii externe, este revizuită la valori mai pronunțat negative comparativ cu exercițiul anterior pe întregul interval de proiecție.

Ritmul de creștere medie anuală a indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) din zona euro este preconizat a decelera față de cel de 2,5 la sută înregistrat în 2012 și a persista la valoarea de 1,7 la sută în ambii ani de proiecție, traiectorie revizuită în jos cu 0,11 puncte procentuale pentru 2013 și, respectiv, cu 0,22 puncte procentuale pentru 2014. Această evoluție se datorează în continuare atenuării dinamicii subcomponentelor energiei și, într-o mai mică măsură, alimentelor, ca urmare a disipării impactului creșterilor anterioare ale prețurilor acestora, în ipoteza în care nu sunt anticipate șocuri importante de natura ofertei în intervalul analizat. Revizuirea inflației pentru cei doi ani de prognoză la un nivel mai diminuat comparativ cu runda precedentă este rezultatul adâncirii *gap*-ului PIB extern, dar și al atenuării creșterilor anterioare semnificative ale prețurilor materiilor prime și ale impozitelor indirecte în unele țări membre.

Traietoria ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni, preconizată a înregistra valori minime istorice, reflectă eforturile politicii monetare a BCE de susținere a redresării economice. Astfel, scenariul curent prevede o reducere a ratei dobânzii externe pe parcursul anului 2013, urmată de o ușoară revenire a acesteia în 2014, când se așteaptă o creștere economică pozitivă la nivelul zonei euro.

Evoluția cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară depreciere a monedei europene față de dolarul SUA pe parcursul întregului interval de proiecție, la finele căruia paritatea dintre cele două monede este preconizată a se situa la valoarea de 1,27 dolari SUA/euro³. Revizuirea marginală a cursului de schimb în sens ascendent pentru 2014 față de runda precedentă de proiecție este pusă pe seama restabilirii treptate a încrederii agenților economici în perspectivele economice ale zonei euro.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures*⁴ și anticipează continuarea tendinței recente de scădere a acestuia⁵ pe întregul interval de prognoză, pe fondul cererii globale slabe și al anticipării unor



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

³ Sursa: *Consensus Economics*.

⁴ Sursa: Bloomberg.

⁵ În ipoteza că tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu nu se vor intensifica.

schimbări în structura coșului de consum al materiilor prime energetice în defavoarea petrolului. Traectoria curentă este revizuită în jos comparativ cu cea din runda precedentă, ritmul de reducere a cotațiilor trimestriale fiind mai pronunțat la începutul intervalului de proiecție față de cel preconizat anterior.

1.2. Perspectivele inflației

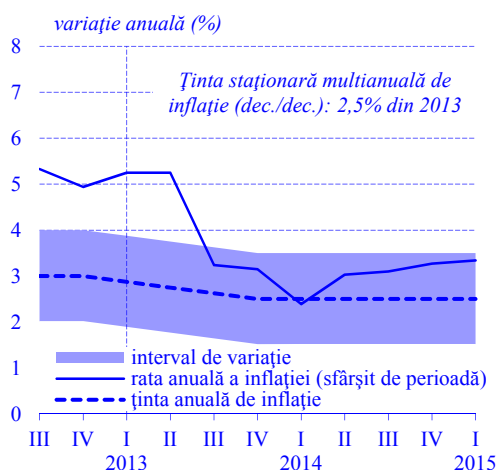
Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC la valoarea de 3,2 la sută la sfârșitul anului 2013 și de 3,3 la sută la finele anului următor, niveluri situate în intervalul de variație din jurul țintei centrale de inflație⁶. Valoarea proiectată pentru sfârșitul anului curent a fost revizuită în jos cu 0,3 puncte procentuale față de cea publicată în raportul anterior, ca rezultat al anticipării unor contribuții mai favorabile din partea prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), dar mai ales ale celor ale combustibililor. Influențe de sens opus, dar de mai mică amploare, sunt anticipate a proveni din partea dinamicii proiectate a prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice și din cea a inflației CORE2 ajustat. Pentru anul următor, valoarea proiectată a fost revizuită în sus cu 0,1 puncte procentuale pe fondul unor contribuții cumulate mai ridicate ale prețurilor administrate și ale prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice, în timp ce inflația combustibililor este prevăzută a exercita o contribuție ușor mai favorabilă asupra dinamicii anuale a prețurilor de consum⁷.

Preconizarea înregistrării la finele trimestrului II a unei rate a inflației similare celei din martie anul curent, în condițiile accelerării dinamicii unor componente exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile alimentare (LFO) și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice – se datorează evoluției favorabile înregistrate a prețurilor combustibililor și a ratei inflației CORE2 ajustat. Scenariul de bază al proiecției macroeconomice este construit pornind de la ipoteza unor ani agricoli normali în 2013 și 2014. În aceste condiții, este de așteptat ca începând cu a doua jumătate a anului curent rata anuală a inflației IPC să înregistreze o decelerare semnificativă, în principal pe fondul evoluțiilor favorabile, comparativ cu cele din cursul anului 2012, ale prețurilor LFO și ale celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat. În același

⁶ Începând cu anul 2013, BNR a adoptat o țintă staționară multianuală de inflație, situată la nivelul de 2,5 la sută ±1 punct procentual.

⁷ Ponderile folosite în calculul contribuțiilor componentelor coșului IPC la dinamica anuală a prețurilor de consum corespund valorilor comunicate de Institutul Național de Statistică în luna februarie 2013, ulterior publicării Raportului precedent asupra inflației. Comparativ cu ponderile utilizate în runda anterioară, cele curente relevă o importanță mai ridicată a prețurilor administrate, concomitent cu o ușoară scădere a ponderilor celorlalte componente în totalul coșului IPC. Astfel, ponderea componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri administrate, LFO, combustibili și prețuri ale produselor din tutun și băuturi alcoolice – a crescut cu aproximativ 0,3 puncte procentuale exclusiv pe seama majorării ponderii prețurilor administrate, în timp ce ponderea aferentă indicelui CORE2 ajustat s-a redus cu aceeași valoare.

Previziuni privind evoluția 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)

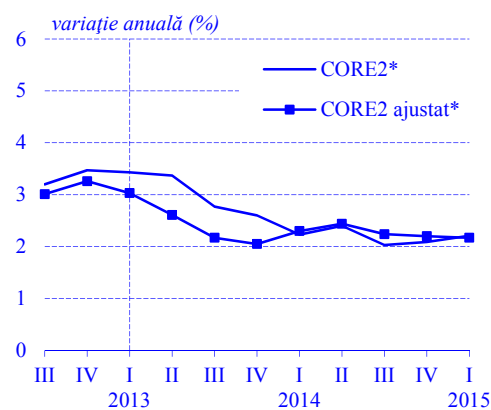
| | 2013 | | | 2014 | | | | 2015 |
|-----------|------|-----|-----|------|-----|-----|-----|------|
| | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 |
| Țintă | | | 2,5 | | | | 2,5 | |
| Proiecție | 5,3 | 3,2 | 3,2 | 2,4 | 3,0 | 3,1 | 3,3 | 3,3 |

sens, al susținerii dezinflației, la nivelul indicelui IPC se așteaptă să acționeze și temperarea, la sfârșitul anului, a dinamicii anuale a prețurilor administrate.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată să își continue tendința descrescătoare din cursul trimestrului I 2013⁸ până la sfârșitul anului curent, când este preconizată să atingă valoarea de 2,1 la sută, nivel doar marginal inferior celui proiectat a fi atins la finele anului viitor (2,2 la sută). Dezinflația prognozată la nivelul indicelui CORE2 ajustat este anticipată a se produce pe fondul disipării – în contextul statuării pentru anul curent, dar și cel viitor, a ipotezei unui an agricol normal – a impactului majorărilor de prețuri ale produselor alimentare procesate din a doua parte a anului precedent, al unei traiectorii descrescătoare a așteptărilor privind inflația ale agenților economici⁹, susținute de persistența ridicată a deficitului de cerere de pe întregul interval al proiecției.

Traietoria proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat se situează ușor peste cea din Raportul asupra inflației anterior pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, revizuirea în sus fiind egală cu 0,1 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, în timp ce valoarea proiectată pentru finele anului viitor reconfirmă prognoza anterioară. Presiunile inflaționiste marginal mai ridicate la nivelul indicelui CORE2 ajustat sunt generate de proiectarea la valori mai reduse a deficitului de cerere¹⁰ și de plasarea anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici pe o traiectorie descendentă, însă la valori ușor mai ridicate decât în runda anterioară. În sensul temperării acestor presiuni acționează revizuirea în jos a dinamicii prețurilor alimentelor procesate¹¹, proiectată pentru prima jumătate a anului curent. Deși presiunile inflaționiste provenind din partea șocurilor adverse de natura ofertei s-au moderat încă de la finele anului precedent, ajustările de la începutul anului curent cu privire la majorarea semnificativă a unor categorii de prețuri administrate, în special cele la energia electrică livrată consumatorilor casnici, s-au reflectat inclusiv sub forma unor așteptări inflaționiste mai ridicate pe întregul interval de prognoză. Comparativ cu runda precedentă, prețurile de import au o contribuție mai puțin favorabilă la inflația de bază doar în prima parte a intervalului de prognoză, pe fondul

Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

⁸ Pornind de la valoarea de 3,17 la sută înregistrată în luna ianuarie și reducându-se până la 3,03 la sută în martie. Pentru detalii suplimentare, a se vedea Capitolul I. Evoluția inflației.

⁹ Neanticiparea manifestării pe parcursul următoarelor trimestre ale perioadei de referință a unor șocuri importante de natura ofertei, precum și menținerea unei conduite adecvate a politicii monetare vor exercita un impact favorabil asupra traiectoriei așteptărilor inflaționiste ale agenților economici, prevăzută a se reduce continuu pe parcursul intervalului proiecției.

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

¹¹ În principal ca urmare a unei temperări mai rapide decât se anticipa anterior a presiunilor inflaționiste provenind din partea șocurilor adverse de natura ofertei care au determinat majorarea prețurilor la această categorie de produse în partea a doua a anului trecut.

efectelor persistente ale valorilor mai ridicate¹² înregistrate la sfârșitul anului 2012, inclusiv pe seama dinamicii mai puțin favorabile a cursului de schimb nominal efectiv al leului din aceeași perioadă¹³. În a doua parte a intervalului, dinamica prețurilor de import se plasează pe o traiectorie mai redusă, în principal pe seama unui scenariu exogen care preconizează o atenuare relativă în runda curentă a dinamicii prețurilor externe relevante.

Scenariul de evoluție a ratei inflației la produsele din tutun și băuturi alcoolice este configurat în principal pe baza calendarului prevăzut în Codul fiscal din 2013 pentru modificarea nivelului accizelor aplicabile acestor produse și a actualizării la valorile proiectate a referinței cu privire la cursul de schimb utilizat pentru determinarea echivalentului în lei al acestora. Noul Cod fiscal prevede o creștere suplimentară a accizelor aplicabile la produsele din categoria „bere” în luna aprilie a anului curent, precum și o devansare a calendarului privind modificările de accize prevăzute la produsele din tutun, din luna iulie în luna aprilie. Aceste modificări nu sunt așteptate a induce un impact inflaționist suplimentar la nivelul ratei anuale a inflației¹⁴, în condițiile în care erau cunoscute și la momentul publicării precedentului Raport asupra inflației. Cu toate acestea, contribuția inflaționistă prognozată a grupei „tutun și băuturi alcoolice” la rata anuală a inflației IPC este de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului în curs și de 0,1 puncte procentuale la finele anului 2014. Ambele valori sunt mai mari cu câte 0,1 puncte procentuale față de cele din proiecția precedentă, în principal pe fondul unor rate mai ridicate decât cele anticipate anterior înregistrate la începutul anului curent.

Similar runde de prognoză anterioare, scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează atât informațiile publicate de către Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul

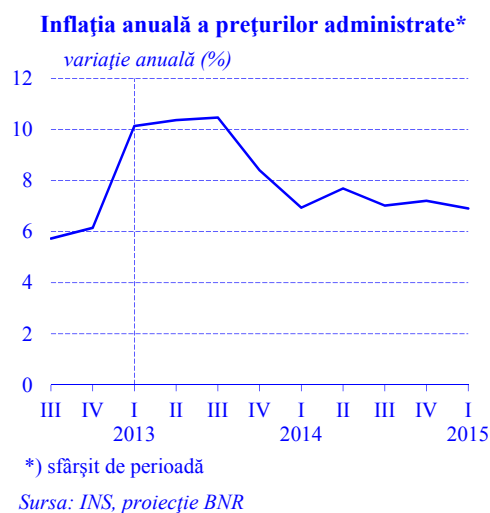
¹² Indicele valorii unitare (IVU) a importurilor de bunuri de consum (mai puțin autovehicule și combustibili) a crescut în trimestrul IV comparativ cu trimestrul III 2012 cu 1,3 la sută (față de 0,3 la sută, cât se anticipa anterior, extrapolându-se dinamica înregistrată în luna octombrie la nivelul întregului trimestru), pe fondul înregistrării unor rate relativ ridicate ale inflației externe efective la sfârșitul anului trecut. IVU a importurilor este calculat lunar de Eurostat pornind de la valorile exprimate în euro ale comerțului internațional cu bunuri și servicii și oferă, alături de evoluția cursului de schimb nominal al leului, indicii cu privire la dinamica prețurilor bunurilor de consum din import incluse în agregatul CORE2 ajustat.

¹³ Analizele cantitative realizate în cadrul băncii centrale, bazate pe estimări econometrice, au pus în evidență o asimetrie în ceea ce privește impactul variației cursului nominal de schimb asupra inflației prețurilor de import, în sensul că deprecierea monedei naționale față de principalele valute se transmite în prețurile de consum într-o măsură mai ridicată decât aprecierea.

¹⁴ Una dintre ipotezele adoptate este aceea a absenței efectelor de runda a doua asupra prețurilor altor categorii de produse ale creșterilor preconizate ale accizei la tutun, considerându-se faptul că aceste majorări sunt preanunțate (prevederile Codului fiscal) și, în plus, afectează grupuri relativ limitate de consumatori.

Energiei¹⁵, cât și cele mai recente evoluții ale diferitelor categorii de prețuri administrate. Prognoza pentru rata anuală a inflației prețurilor administrate se situează la 8,4 la sută în decembrie 2013 și la 7,2 la sută la sfârșitul anului 2014, valori situate sub nivelurile anticipate în runda precedentă. Cu toate acestea, contribuția prețurilor administrate la rata anuală a inflației IPC la sfârșitul celor doi ani ai proiecției a fost ușor revizuită în sus¹⁶ față de runda precedentă, pe fondul creșterii cu 0,7 puncte procentuale a ponderii bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate în totalul coșului IPC. În structură, subcomponentele energie electrică și apă, canal, salubritate și-au majorat ponderile în coșul IPC într-o măsură relativ mai redusă comparativ cu gazele naturale și celelalte subcomponente ale grupei produselor cu prețuri administrate¹⁷. În condițiile în care ipotezele de fundamentare a creșterilor diferitelor categorii de prețuri administrate în a doua parte a anului 2013 au rămas nemodificate față de proiecția din februarie și ale înregistrării în primul trimestru al anului curent a unor valori mai ridicate ale prețurilor la energia electrică și ale celor ale grupei apă, canal, salubritate, revizuirea în jos a coordonatelor scenariului de evoluție a prețurilor administrate se datorează exclusiv diminuării relative a ponderii deținute în structura indicelui a subcomponentelor cu dinamici anuale mai pronunțate și, respectiv, a creșterii importanței relative a celor care și-au menținut ritmul de creștere.

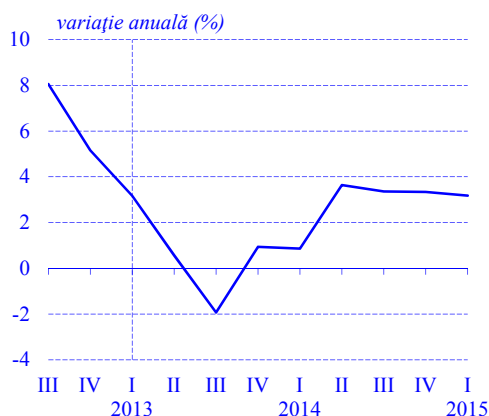
În ipoteza unor recolte normale în 2013 și 2014, inflația anuală LFO este anticipată a se înscrie pe o traiectorie dezinflaționistă începând din a doua parte a anului curent, pe fondul consumării în totalitate a impactului nefavorabil determinat de recolta agricolă redusă din anul 2012 și, implicit, al manifestării unui efect statistic de bază favorabil. Contribuția grupei la rata anuală a inflației IPC sfârșit de perioadă este de -0,2 puncte procentuale la finele anului curent, cu 0,2 puncte procentuale mai mică decât în runda anterioară de prognoză (în principal pe fondul unor evoluții mai favorabile înregistrate în prima parte a anului). Pentru anul viitor, contribuția anticipată se menține, similar raportului precedent, la aproximativ 0,3 puncte procentuale.



¹⁵ Detalii cu privire la etapele de parcurs pentru liberalizarea pieței de energie electrică și a celei de gaze naturale în conformitate cu Memorandumul aprobat de Guvernul României pot fi consultate pe *website*-ul ANRE la adresele: <http://www.anre.ro/documente.php?id=868> și, respectiv, <http://www.anre.ro/documente.php?id=695>.

¹⁶ A crescut cu 0,02 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și cu 0,04 puncte procentuale la finele celui viitor.

¹⁷ Subcomponentele energie electrică și apă, canal, salubritate și-au majorat ponderile în coșul prețurilor de consum de la 5,2 la sută la 5,28 la sută și, respectiv, de la 2,67 la sută la 2,77 la sută, într-o manieră mai redusă comparativ cu gazele naturale și restul subcomponentelor grupei, care și-au mărit ponderea de la 3,28 la sută la 3,46 la sută și, respectiv, de la 6,45 la sută la 6,81 la sută.

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*

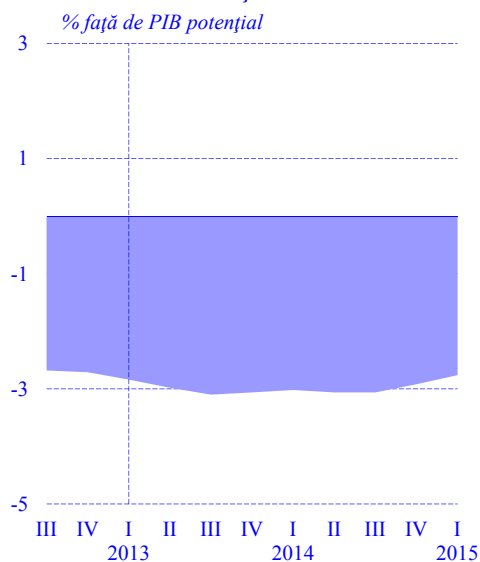
*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

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

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

Deviația PIB

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală corespunzătoare grupei combustibililor este prognozată a atinge 0,9 la sută la sfârșitul anului curent, valoare mai redusă cu 3,3 puncte procentuale decât cea din runda precedentă și, respectiv, 3,3 la sută la finele celui viitor, valoare similară celei anticipate anterior.

La reconfigurarea traiectoriei inflației combustibililor își aduc aportul valoarea semnificativ mai scăzută a componentei din trimestrul II 2013¹⁸, evoluția proiectată a cursului de schimb EUR/USD cu impact mai favorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA, precum și preconizarea unei decelerări mai accentuate a prețului petrolului Brent în prima parte a intervalului de prognoză față de proiecția anterioară. O influență de sens contrar, dar mai redusă ca magnitudine, revine revizuirii marginale în sus a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, cu impact și asupra acestei categorii de prețuri.

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 1,9 puncte procentuale la sfârșitul anului 2013 și de 2 puncte procentuale la finele anului viitor.

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

În primul trimestru al anului 2013 se anticipează continuarea dinamicii pozitive a PIB real față de trimestrul anterior, când a fost consemnată o creștere de 0,4 la sută. Comparativ cu runda precedentă de prognoză, dinamica activității economice pentru anul 2012 a fost revizuită în sens ascendent prin publicarea de către INS a noilor serii de date din conturile naționale. Aceasta a avut ca efect înregistrarea unor rate de creștere trimestriale ale PIB superioare celor proiectate anterior pentru finele anului trecut, precum și revizuirea în același sens a prognozei pentru primul trimestru al anului curent. În termeni anuali, rata de creștere a PIB real din trimestrul I este preconizată a rămâne în teritoriu pozitiv, magnitudinea fiind similară celei înregistrate în trimestrul anterior.

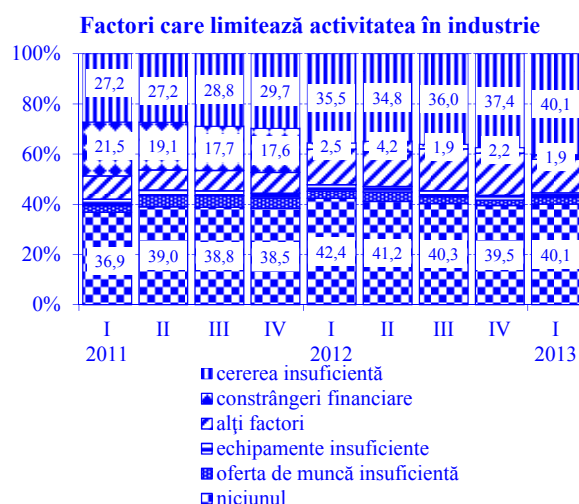
În condițiile menținerii pe intervalul de prognoză a contribuției ușor pozitive a stocului de capital și a productivității totale a factorilor, precum și în contextul îmbunătățirii recente a contribuției aferente forței de muncă, cu efecte pozitive asupra dinamicii din anii

¹⁸ În principal pe fondul unei dinamici mai favorabile anticipate în acest trimestru pentru prețul internațional al petrolului Brent.

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

următori, creșterea PIB potențial pentru anul curent este proiectată a fi similară celei din anul anterior, urmând ca pentru anul 2014 acesta să cunoască o ușoară accelerare. Proiecția dinamicii PIB potențial este formulată sub ipoteza consolidării graduale a încrederii investitorilor în economia națională, în contextul unei tendințe regionale, cu efecte pozitive asupra dinamicii fluxurilor de capital și a eficienței în utilizarea factorilor de producție. Majorarea moderată a stocului de capital pe intervalul de prognoză se manifestă ca urmare a creșterii anticipate a formării brute de capital fix²⁰. De asemenea, pe fondul anticipării unei evoluții favorabile a populației ocupate, factorul muncă este proiectat a avea o contribuție ușor pozitivă la creșterea PIB potențial. Referitor la dinamica productivității totale a factorilor pe intervalul de prognoză, aceasta este proiectată a rămâne la valori pozitive, însă semnificativ mai reduse comparativ cu perioada anterioară declanșării crizei economice. Această evoluție este susținută de atenuarea lentă a constrângerilor privind cheltuielile destinate re tehnologizării capacităților de producție, inclusiv pe fondul unei ameliorări treptate a ratei de absorbție a fondurilor europene structurale și de coeziune.

Evaluarea deficitului de cerere din trimestrul I 2013 indică o adâncire marginală față de trimestrul anterior, implicând, *ceteris paribus*, ușoara accentuare a presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate. Comparativ cu runda precedentă de proiecție însă, în contextul revizuirii de către INS a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier, deviația PIB din trimestrul IV 2012 este evaluată a fi mai puțin negativă, modificare ce încorporează efectul cumulat al reevaluării determinanților deviației PIB²¹, precum și cel al erorii de prognoză pe termen scurt a PIB. Variația deficitului de cerere din trimestrul I al anului curent față de trimestrul anterior cumulează persistența relativ ridicată a acestuia, influența semnificativă a deficitului de cerere externă, precum și caracterul prociclic al componentei discreționare a politicii fiscale (aproximată prin intermediul impulsului fiscal)²², contribuții

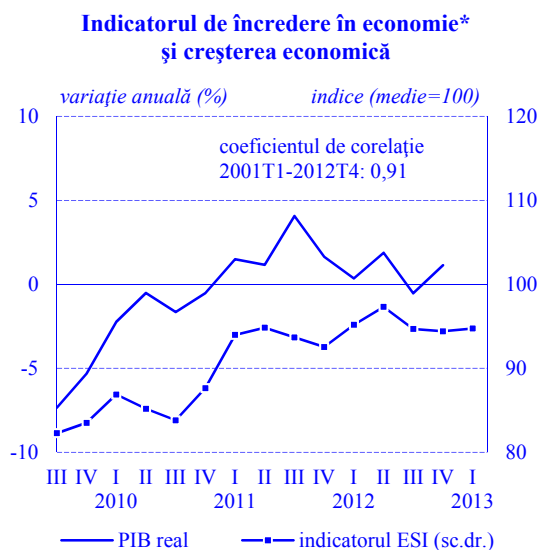


Sursa: CE-DG ECFIN

²⁰ În ansamblul contribuțiilor factorilor determinanți la PIB potențial, modificările dinamicii anuale a formării brute de capital fix se transmit doar marginal în dinamica anuală a stocului de capital datorită diferențelor majore în termeni de ordin de mărime dintre formarea brută de capital fix și stocul de capital.

²¹ Dată fiind necesitatea încorporării unei game largi de informații, analize sau revizuirii de date, procesul de reevaluare a componente de trend, respectiv a celei ciclice a PIB, are un caracter recurent. De altfel, în cadrul runde anterioare de prognoză, dinamica PIB potențial și deviația 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. Detalii suplimentare privind procesul de reevaluare a dinamicii PIB potențial, respectiv a componente ciclice a PIB, întreprins în cadrul runde anterioare de proiecție, sunt oferite în caseta cu titlul „Reevaluarea dinamicii PIB potențial și a deviației PIB” din Raportul asupra inflației din februarie 2013, pagina 41.

²² Caracterul prociclic mai pronunțat al impulsului fiscal în primul trimestru al anului comparativ cu restul trimestrelor se datorează unui tipar sezonier al evoluției cheltuielilor și a veniturilor bugetului general consolidat, acestea determinând o mai bună performanță bugetară care se înregistrează de regulă în acest trimestru.



contrabalansate parțial de efectul stimulativ al cursului de schimb real prin intermediul canalului exporturilor nete.

Adâncirea deficitului de cerere în trimestrul I este susținută doar parțial de evoluția altor indicatori corelați cu poziția ciclică a economiei. Astfel, semnale care indică reducerea în continuare a deviației PIB provin din creșterea ponderii agenților economici care invocă factorul „cerere insuficientă” ca element care limitează activitățile de producție în industrie, precum și de la situarea ratei șomajului BIM ușor peste tendința pe termen mediu. Semnale de sens opus sunt oferite de plasarea gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie peste tendința de evoluție pe termen mediu și de dinamica pozitivă a producției industriale.

Pe intervalul de prognoză, deficitul de cerere își menține persistența, fiind preconizat a descrie o traiectorie în ușoară închidere pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție, ceea ce comportă presiuni dezinflaționiste în relativă atenuare. În sensul diminuării deficitului de cerere de pe parcursul intervalului de proiecție acționează atât cererea externă pe măsura refacerii treptate a activității economice din UE, cât și condițiile monetare în sens larg. Comparativ cu Raportul asupra inflației din februarie 2013, deficitul de cerere se situează la valori mai reduse, indicând, în termeni relativi, presiuni dezinflaționiste de mai mică amploare asupra inflației de bază CORE2 ajustat. Pe lângă revizuirea în sus de către INS a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier, în sensul reevaluării *gap*-ului PIB la valori mai puțin pronunțate decât cele publicate anterior, acționează, pe parcursul întregului interval de prognoză, accentuarea caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale în sens larg, precum și existența unui rezidual pozitiv. Acest rezidual este atribuibil unor influențe precum cele conjuncturale surprinse în prognozele exogene și care nu sunt explicate de factorii cu influență sistematică incluși în modelul de analiză și prognoză pe termen mediu sau cele induse de eforturile de creștere a ratei de absorbție a fondurilor europene structurale și de coeziune. Efecte în sensul adâncirii deficitului de cerere în termeni comparativi provin din partea cererii externe, aproximată prin deviația de la trend a PIB real din UE efectiv, al cărei impact la adresa activității economice interne este mai restrictiv pe întregul interval de prognoză, ca urmare a revizuirii acestei deviații la valori mai pronunțat negative²³, precum și din partea componentei discreționare a politicii fiscale, măsurate prin intermediul impulsului fiscal, al cărei impact este mai restrictiv, în termeni comparativi, cu precădere în 2014.

Componentele cererii agregate

În trimestrul I 2013 se anticipează o ușoară accelerare 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 fiind astfel diminuată. Această

²³ Pentru detalii, a se vedea secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

dinamică este susținută de evoluția cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul, cu excepția autovehiculelor și motocicletelor, în creștere cu 1,9 la sută în perioada ianuarie-februarie față de media trimestrului IV 2012, precum și de o ușoară redresare a încrederii consumatorilor (+2,3 puncte). Pe de altă parte, o serie de alți indicatori coincidenți cu evoluția consumului individual efectiv al gospodăriilor populației oferă semnale de sens contrar: salariul real a scăzut cu 3,7 la sută în intervalul ianuarie-februarie comparativ cu media trimestrului anterior, iar fluxul de credite noi de consum s-a restrâns puternic în termeni reali (-29,7 la sută în perioada ianuarie-februarie față de media trimestrului anterior). Pentru consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice se prognozează o stagnare în trimestrul I 2013, susținând procesul de consolidare fiscală. Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a deficitului bugetului general consolidat a fost de 0,67 la sută (metodologie *cash*) în martie 2013, doar marginal mai ridicată comparativ cu perioada similară din anul precedent (0,58 la sută). Având în vedere dinamica negativă a consumului public din trimestrele anterioare, deviația de la trendul pe termen mediu este apreciată ca fiind de sens negativ.

Consumul individual al gospodăriilor populației este prognozat a continua evoluția pozitivă pe parcursul ambilor ani de proiecție. Această dinamică este anticipată a fi favorizată de creșterea preconizată a gradului de ocupare a forței de muncă din sectorul privat și, indirect, de redresarea graduală a productivității muncii, cu impact favorabil asupra dinamicii salariale. Aceste evoluții se așteaptă să determine, în condițiile unei proiecții a ratei anuale a inflației IPC în reducere semnificativă cu începere din partea a doua a anului curent, o dinamizare a venitului real disponibil al gospodăriilor populației cu efecte favorabile asupra cheltuielilor de consum ale acestora. Pe de altă parte, dinamica acestei componente este în continuare sub influența constrângerilor care afectează atât cererea, cât și oferta de credite și se dovedesc a avea un caracter persistent accentuat. Evoluția consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice este proiectată pe o traiectorie ce implică consolidarea dinamicii acestuia pe parcursul intervalului de proiecție, respectiv anticiparea unei reduceri a acestei componente în anul curent și revenirea la valori pozitive în anul 2014.

Pentru formarea brută de capital fix se anticipează revenirea dinamicii trimestriale în trimestrul I 2013 în teritoriu pozitiv. 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 și pe ansamblu sugerează doar o creștere ușoară a acestei componente. Astfel, în perioada ianuarie-februarie comparativ cu media trimestrului anterior, indicele lucrărilor de construcții a scăzut cu 1,8 la sută, în timp ce permisele noi de construcții au crescut cu 13 la sută. În mod similar, volumul cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital a scăzut

în perioada ianuarie-februarie față de media trimestrului IV 2012 cu 2,6 la sută, deși producția industrială a bunurilor de capital în aceeași perioadă a avansat cu 4,6 la sută. În condițiile unei evoluții nefavorabile a formării brute de capital fix în ultimul trimestru al anului 2012, urmată de o ușoară revenire în trimestrul I 2013, deviația de la trendul pe termen mediu a acesteia este evaluată ca fiind ușor negativă.

Formarea brută de capital fix este preconizată să înregistreze, pe parcursul intervalului de prognoză, o consolidare a dinamicii pozitive anticipate pentru primul trimestru al anului curent. Dinamica prognozată cumulează un set de ipoteze favorabile care cuprinde îmbunătățirea gradului de ocupare a populației active și o dinamică pozitivă a fluxurilor de investiții străine directe, în contextul unei redresări, chiar dacă lente, a exporturilor și al unei ulterioare creșteri a ratei de absorbție a fondurilor europene. În sens contrar redresării accelerate a formării brute de capital fix acționează constrângerile de natură persistentă în materie de creditare la nivel internațional. Astfel, pe ansamblu, dinamica acestei componente este prognozată a fi pozitivă pentru ambii ani de proiecție, în accelerare pe parcursul anului 2014 față de anul curent, cu o magnitudine însă semnificativ mai redusă comparativ cu perioada anterioară declanșării crizei financiare.

În trimestrul I 2013 exporturile sunt prognozate să crească (după reducerea înregistrată în anul anterior) pe seama încorporării în proiecție a informațiilor din balanța de plăți privind evoluția acestora în primele două luni ale anului curent²⁴, corelată cu dinamica favorabilă a producției industriale (+1,9 la sută în perioada ianuarie-februarie față de media trimestrului IV). Pentru importuri este anticipată, de asemenea, o creștere trimestrială, pe fondul efectului de antrenare provenit din partea evoluției favorabile a exporturilor²⁵ și al dinamicii cursului de schimb real. Ca urmare a evoluțiilor menționate, deviațiile de la trendurile pe termen mediu ale exporturilor și importurilor sunt evaluate ca fiind în continuare negative, dar în reducere comparativ cu perioadele anterioare.

Evoluțiile pozitive ale exporturilor de bunuri și servicii de la începutul anului curent aferente subcategoriilor „mașini și echipamente de transport” și „produse chimice și produse conexe” sunt anticipate a continua pe parcursul trimestrelor viitoare. Această evaluare are în vedere atât perioadele contractuale pe termene mai lungi specifice acestor ramuri industriale, cât și anticiparea unei dinamici pozitive a cererii externe adresate acestor produse, în condițiile în care aceste

²⁴ Dinamica pozitivă a exporturilor este susținută în principal de evoluția favorabilă a grupelor „mașini și echipamente de transport” (în creștere cu 9,7 la sută în primele două luni ale anului 2013, comparativ cu perioada similară din anul anterior – pondere de 42,4 la sută în total exporturi) și, respectiv, „produse chimice și produse conexe” (creștere de 25,8 la sută în aceeași perioadă – pondere de 6,7 la sută în total exporturi).

²⁵ Datele parțiale din balanța de plăți exprimate în euro susțin creșterea atât a exporturilor, cât și a importurilor (5,1 și respectiv 2,0 la sută în perioada ianuarie-februarie față de media trimestrului IV al anului 2012).

categoriile de exporturi sunt orientate preponderent spre economiile emergente din afara Uniunii Europene. Pe fondul acestor evoluții și al preconizării unei îmbunătățiri relative a competitivității externe, datorată scăderii costurilor unitare cu forța de muncă într-o manieră mai accentuată comparativ cu partenerii comerciali, exporturile sunt anticipate a înregistra o dinamică pozitivă pe parcursul anului curent, după reducerea semnificativă înregistrată în 2012. Cu toate acestea, prognozele prudente privind redresarea cererii externe relevante pentru totalitatea exporturilor României implică, pe parcursul intervalului de proiecție, o dinamică anuală pozitivă a exporturilor ușor inferioară celei a importurilor reale, acestea din urmă aflându-se inclusiv sub incidența unei reveniri mai alerte a cererii interne. Date fiind structura pe categorii de bunuri și servicii a exporturilor și importurilor de bunuri și servicii românești și menținerea anticipată în 2013 și 2014 la niveluri favorabile a prețurilor de export ale bunurilor domestice²⁶, deficitul de cont curent al balanței de plăți este proiectat în reducere comparativ cu 2012. În aceste condiții, din perspectiva actuală nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative asupra cursului de schimb al monedei naționale până la orizontul proiecției.

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 leului²⁷. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin intermediul efectului de avuție și bilanț²⁸.

În trimestrul I 2013, ratele nominale ale dobânzilor în lei²⁹ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari au prezentat o evoluție diferită: dobânzile la depozite au înregistrat o relativă stagnare, în timp ce dobânzile la credite au scăzut ușor. Pe fondul dinamicilor marginale menționate ale ratelor nominale, diminuarea așteptărilor privind inflația³⁰ în trimestrul I 2013 s-a

²⁶ Dinamicile semnificativ mai ridicate ale deflatorului exporturilor comparativ cu cele ale deflatorului importurilor din a doua parte a anului precedent vor determina, cel mai probabil, datorită efectului statistic de tip *carry-over*, înregistrarea unui ritm de creștere mediu anual mai ridicat în cazul deflatorului exporturilor în 2013. Din punct de vedere metodologic, ritmurile medii anuale de creștere a PIB și a componentelor acestuia (atât în cazul indicilor de volum, cât și în cel al indicilor de preț) sunt influențate atât de evoluțiile din anul curent, cât și de cele survenite pe parcursul anului precedent.

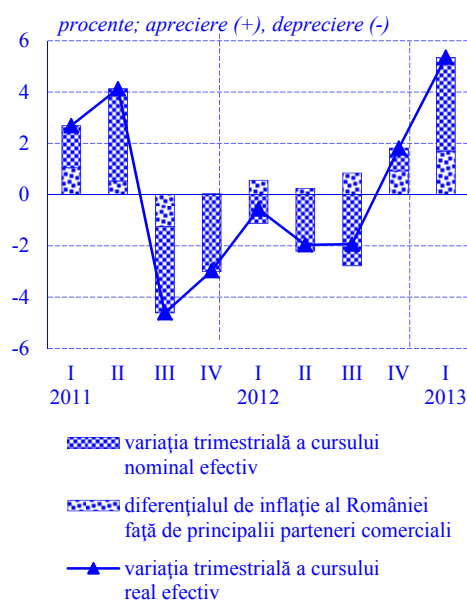
²⁷ Această definiție a condițiilor monetare reale în sens larg este utilizată în cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu.

²⁸ 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.

²⁹ 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.

³⁰ Informațiile referitoare la acest indicator sunt preluate din Sondajul lunar al BNR derulat în rândul analiștilor bancari.

Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

transpus într-o ușoară majorare a 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 sugerează în continuare un caracter stimulativ asupra activității economice viitoare³¹, însă în ușoară diminuare comparativ cu trimestrul IV 2012.

Pe parcursul trimestrului I 2013, comparativ cu media trimestrului anterior, moneda națională a continuat să se aprecieze atât în termeni reali, cât și în termeni nominali, evoluție ce s-a reflectat în deviația cursului de schimb real efectiv³² de la tendința pe termen mediu. Aprecierea trimestrială în termeni reali a leului provine din aprecierea nominală, precum și din diferențialul pozitiv de inflație față de partenerii comerciali. Dinamica cursului nominal efectiv este determinată de aprecierea monedei naționale atât în raport cu dolarul SUA, cât și față de euro. În contextul acestor evoluții, deviația cursului de schimb real față de tendința estimată pe termen mediu sugerează, *ceteris paribus*, comparativ cu trimestrul anterior, un impact ușor restrictiv asupra cererii agregate viitoare prin canalul exporturilor nete.

În primul trimestru al anului 2013, comparativ cu trimestrul anterior, percepția investitorilor asupra riscului suveran³³ al României a continuat să se îmbunătățească, reflectând, pe lângă factori fundamentali, inclusiv o tendință regională. Impactul favorabil determinat de poziționarea ratei reale a dobânzii străine sub trendul pe termen mediu coroborat cu efectul anticipațiilor privind evoluția cursului de schimb³⁴ sunt contrabalansate într-o mică măsură de situarea primei de risc ușor peste tendința de evoluție pe termen mediu. Astfel, în ansamblu, în trimestrul I 2013 efectul de avuție și bilanț indică, față de trimestrul anterior, un impact stimulativ în reducere asupra activității economice viitoare.

Potrivit evaluării BNR, ansamblul condițiilor monetare reale în sens larg aferente trimestrului I 2013 sugerează un impact ușor stimulativ asupra activității economice viitoare. În structura setului larg al condițiilor monetare reale, impactul stimulativ aferent efectului de avuție și bilanț, precum și cel al ratelor reale ale dobânzilor la depozite sunt parțial contrabalansate de efectul restrictiv provenit din partea cursului de schimb real transmis prin canalul exporturilor nete, în timp ce ratele reale ale dobânzilor la credite exercită un efect aproximativ neutru.

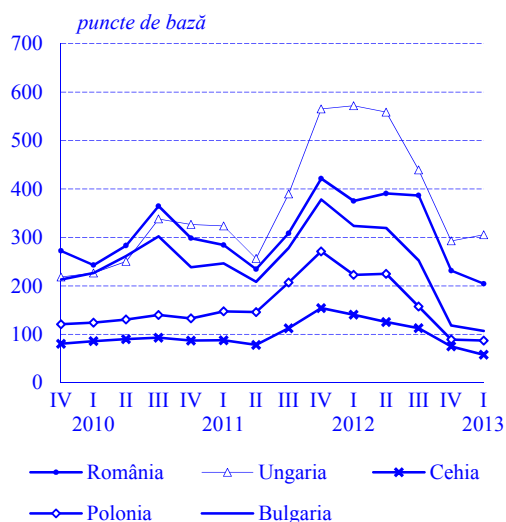
³¹ În cazul ratei reale a dobânzii la credite, deviația de la tendința pe termen mediu își menține caracterul aproximativ neutru asupra activității economice din trimestrele viitoare.

³² 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.

³³ Gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională este corelat cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS).

³⁴ Aproximate prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

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



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna februarie, condițiile monetare reale în sens larg sunt proiectate a exercita pe parcursul intervalului de proiecție o influență mai stimulative la adresa activității economice, drept consecință a unor modificări în ceea ce privește impactul factorilor determinanți. Astfel, cursul de schimb real este preconizat să exercite un efect comparativ mai puțin restrictiv asupra exporturilor nete pe tot intervalul analizat, în timp ce impactul deviației de la trend a ratei reale a dobânzii la creditele în valută denominate în lei se anticipează a fi mai stimulative pe cea mai mare parte a intervalului³⁵. Această evoluție reprezintă rezultatul proiectării unor valori mai stimulative în cazul efectului de avuție și de bilanț al cursului de schimb, la care contribuie favorabil îmbunătățirea percepției de risc a investitorilor asupra economiei naționale, în contextul anticipării menținerii la un nivel redus a deficitului bugetar și a celui de cont curent pe intervalul de proiecție, precum și al includerii datoriei publice în cadrul unor indici reprezentativi pentru piețele emergente³⁶.

Similar rundei precedente, traiectoria ratei dobânzii de politică monetară este calibrată pentru a asigura reintrarea și, ulterior, consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei prin ancorarea eficace a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, contribuind, astfel, la crearea premiselor necesare obținerii unei creșteri economice sustenabile pe termen mediu și lung. Impactul cumulat al deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele bancare denominate în lei, consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, este preconizat a-și menține efectul stimulative la adresa cererii agregate pe întreg intervalul, deși de o intensitate ușor mai redusă față de runda anterioară.

1.4. Riscuri asociate proiecției

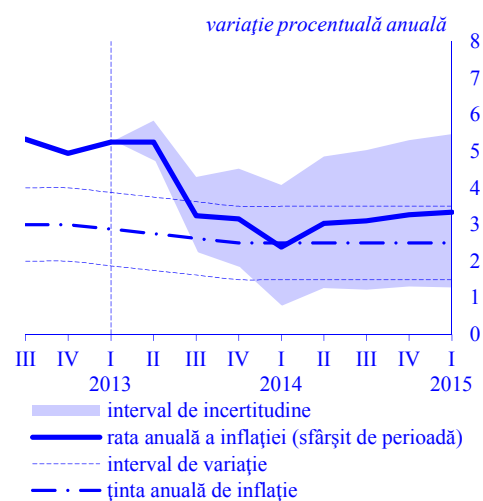
Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației IPC continuă să fie înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, gradul de asimetrie fiind însă mai redus în runda curentă de prognoză comparativ cu cea precedentă.

Această configurare a balanței riscurilor este cauzată atât de factori externi, cât și interni: pe plan extern, aceștia sunt asociați incertitudinilor care planează asupra situației economice și financiare din zona euro, în timp ce pe plan intern, în contextul continuării în perioadele recente a procesului sustenabil al consolidării fiscale în linie cu angajamentele asumate în acordurile convenite cu UE, FMI și BM, factori relevanți de risc rămân cu precădere asociați posibilității neîndeplinirii ferme a setului de reforme structurale convenit cu instituțiile internaționale.

³⁵ Cumulat, cele două componente menționate definesc efectul de avuție și bilanț în cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu și reprezintă impactul cumulat al deviației de la trend a ratei reale a dobânzii la creditele în valută și al variației așteptate a deviației cursului de schimb real efectiv.

³⁶ GBI-EM, de către JP Morgan și cel aferent Barclays Capital.

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 corelate cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Riscuri relevante pentru intervalul de referință, a căror balanță este relativ echilibrată, provin din partea mediului extern și sunt asociate unor posibile intensificări ale volatilității fluxurilor de capital direcționate către economiile emergente, cu efecte potențial nefavorabile la adresa finanțării activității economice interne. Aceste riscuri sunt generate de fragilitatea manifestată de refacerea într-un ritm lent a economiilor principalilor parteneri comerciali ai României din UE, potențial amplificat în contextul dificultăților întâmpinate recent de sistemele bancare ale unora din țările zonei euro, în condițiile persistenței problemelor sustenabilității datoriiilor suverane ale unora dintre aceste economii. În acest context, schimbări frecvente de percepție ale investitorilor pot declanșa fluxuri volatile de capitaluri între economia națională și mediul extern, cu potențial de amplificare a fragmentării financiare în plan regional, sensul exact al acestor influențe asupra economiei României fiind dificil de indicat *a priori*. Indiferent de direcția lor inițială, în măsura în care sunt ample și ușor reversibile, mișcările de capital nesuținute de fundamente macroeconomice pot afecta negativ stabilitatea prețurilor și pe cea financiară, precum și redresarea sustenabilă a creșterii economice. Cu toate acestea, în măsura în care evoluțiile recente favorabile din economia națională vor continua, conturând o îmbunătățire durabilă a fundamentelor macroeconomice, riscul producerii unor fluxuri nesustenabile de capital se va diminua comparativ cu perioadele precedente. Merită astfel remarcat faptul că efectele crizei cipriote asupra economiei românești s-au dovedit a fi limitate, în pofida potențialului de contagiune substanțial ce putea fi presupus anterior.

Pe plan intern, principalele riscuri de abatere în sus a ratei inflației de la valorile prognozate sunt asociate mai ales rigidităților structurale care persistă în cadrul economiei naționale, de natură a constrânge o ajustare flexibilă a factorilor economici interni, necesară asigurării rezilienței economiei românești în fața șocurilor adverse, fie acestea de origine externă sau internă. Ca urmare, orice întârziere în realizarea eficientă și la timp a unui ansamblu coerent de reforme structurale, precum cel inclus în acordul încheiat de autoritățile române cu consorțiul instituțiilor internaționale (UE, FMI și BM), ar fi de natură să genereze, pe termen scurt, dar mai ales pe termen mediu, riscuri de propagare și amplificare a șocurilor nefavorabile asupra inflației și creșterii economice.

În raport cu ipotezele incluse în scenariul de bază, balanța riscurilor asociate evoluției pe perioada de referință a prețurilor administrate și a celor volatile ale alimentelor apare a fi relativ echilibrată. În pofida diminuării relative a incertitudinii asociate evoluției viitoare a prețurilor administrate în condițiile publicării de către autoritățile de profil a unor calendare de eliminare a prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică, cuantificarea explicită a impactului pe care fiecare etapă a liberalizării o va avea asupra prețurilor la consumatori continuă să fie marcată de

incertitudini³⁷. În ceea ce privește evoluția dinamicii prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă incertitudini inerente legate de condițiile climatice, cu potențial de a influența oferta de produse agricole și de a se concretiza în abateri ale ratei inflației IPC de la traiectoria acesteia din scenariul de bază. Incertitudinile provenind din această sursă sunt cu atât mai ample cu cât bunurile alimentare continuă să dețină o pondere relativ ridicată în coșul bunurilor de consum finale.

Balanța riscurilor provenind din partea materiilor prime pe piețele internaționale este apreciată ca fiind echilibrată pe termen scurt; pe termen mediu și lung nu este însă exclusă o accentuare a volatilității dinamicii prețurilor acestor categorii de produse posibil potențate de amplitudini ridicate ale evoluției cursului de schimb EUR/USD. Acestei evaluări i se adaugă și posibilele accelerări în viitor ale tendințelor structurale de pe piețele internaționale³⁸, care mențin relevanța acestui factor de risc pentru evoluția viitoare a inflației interne.

2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor băncii centrale, rata anuală a inflației a consemnat la începutul anului 2013 o nouă creștere, urmată de două scăderi succesive de mai mici dimensiuni, nivelul atins de aceasta în martie, de 5,25 la sută, rămânând deasupra celui înregistrat în decembrie 2012, implicit deasupra limitei superioare a intervalului țintei staționare. Relativa accelerare a inflației s-a datorat aproape în exclusivitate ajutării unor prețuri administrate, precum și majorărilor de accize efectuate în prima lună a anului, contribuția principală având-o creșterea accizelor aplicate produselor din tutun. Impactul inflaționist al acestor factori a fost doar parțial contrabalansat de cel exercitat – inclusiv pe fondul ameliorării evoluției cursului de schimb al leului și al manifestării unor efecte de bază favorabile – de scăderea dinamicii anuale a prețurilor volatile, precum și de decelerarea inflației CORE2 ajustat, în condițiile persistenței deficitului de cerere agregată, dar și ale menținerii conduitei prudente a politicii monetare.

În contextul revizuirii considerabile a unora din ipotezele ei principale, prognoza trimestrială actualizată a evoluțiilor macro-economice pe termen mediu relevă o semnificativă ameliorare, în raport cu proiecția anterioară, a perspectivei pe termen scurt a inflației. Astfel, valorile anticipate a fi consemnate de rata anuală a

³⁷ De exemplu, nu există certitudini cu privire la absența unui impact al ajustărilor de prețuri la gaze naturale și energie electrică operate la consumatorii noncasnici asupra celor ale consumatorilor finali, după cum nu sunt încă disponibile studii de impact ale autorităților de profil care să permită o transpunere exactă a etapelor prevăzute pentru liberalizarea pieței energiei electrice în creșteri preconizate, la fiecare moment de timp, ale tarifelor acestora.

³⁸ De exemplu, creșterea consumului de produse alimentare în economiile emergente, precum și reducerea suprafețelor cultivabile în țările din Asia.

inflației în trimestrul II al acestui an sunt comparabile cu cea atinsă în luna martie, fiind prin urmare sensibil mai scăzute decât cele prognozate anterior. Totodată, reînscriserea ratei anuale prognozate a inflației în intervalul țintei staționare de inflație se produce în devans cu două trimestre față de proiecția precedentă, respectiv în trimestrul III, iar la finele anului curent aceasta coboară la 3,2 la sută, nivel inferior celui anticipat anterior. Ameliorarea are drept principal determinant acțiunea mai favorabilă a factorilor de natura ofertei, decurgând din revizuirea descendentă a dinamicii anuale anticipate a prețurilor volatile și a prețurilor administrate, aceasta fiind doar parțial compensată de ajustarea în sens opus a dinamicii așteptate a prețurilor produselor din tutun.

Pe cel de-al doilea segment al orizontului proiecției, valorile prognozate ale ratei anuale a inflației se situează la niveluri similare sau doar marginal deasupra celor previzionate anterior (3,3 la sută la finalul anului 2014), ele menținându-se astfel în jumătatea superioară a intervalului țintei staționare. Din perspectiva conducerii politicii monetare relevant este faptul că, alături de relativa ameliorare a comportamentului așteptat al prețurilor volatile și al prețurilor produselor din tutun, un resort major al revenirii și al consolidării ulterioare a ratei anuale previzionate a inflației în interiorul intervalului-țintă îl constituie corecția descendentă anticipată a fi consemnată de rata anuală a inflației de bază, pe fondul epuizării efectelor adverse exercitate asupra prețurilor alimentelor procesate de șocurile de natura ofertei, precum și cantonarea ulterioară a acesteia într-un spațiu aflat sub punctul central al țintei. De-a lungul celei mai mari părți a orizontului de prognoză, valorile previzionate ale ratei anuale a inflației CORE2 ajustat sunt aproape neschimbate comparativ cu cele anticipate anterior, în condițiile în care impactul ajustării descendente a așteptărilor inflaționiste, așteptate a avea loc cu o încetinire marginală, precum și cel al diminuării ușoare, față de precedentă prognoză, a intensității presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, decurgând din reducerea dimensiunii estimate a acestuia (ca urmare a revizuirii crescătoare a datelor istorice, dar mai cu seamă a previziunilor referitoare la dinamica PIB) sunt contrabalansate de cel generat de scăderea dinamicii anuale anticipate a cursului de schimb al leului.

Adecvarea reacției politicii monetare la contextul prefigurat de actuala prognoză pe termen mediu a inflației continuă să fie constrânsă de persistența incertitudinilor, dar și de cea a unei relative asimetriei a balanței riscurilor asociate acesteia. O sursă importantă de incertitudini, dar și de riscuri în ambele sensuri continuă să o reprezinte mediul extern, mai cu seamă evoluțiile din economiile și sistemele bancare ale zonei euro și politicile configurate de autorități în vederea soluționării durabile a problemelor acestora, precum și potențialul lor impact asupra încrederii și lichidității piețelor financiare internaționale.

Data fiind sensibilitatea ridicată a sentimentului investitorilor internaționali față de aceste evoluții, nu poate fi exclus riscul unei posibile amplificări viitoare a presiunilor de depreciere a leului și al deteriorării, pe acest fond, a evoluției inflației, sub impactul scăderii fluxurilor nete de capital destinate economiei românești ce ar putea fi antrenată de o eventuală înrăutățire a conjuncturii europene, asociată foarte probabil cu o creștere a aversiunii globale față de risc. Impactul advers astfel exercitat asupra cursului de schimb al leului, implicit asupra inflației, dar și asupra costurilor finanțării deficitului fiscal și datoriei publice ar putea fi amplificat de recenta creștere a volumului titlurilor de stat denumite în lei deținute de nerezidenți, coroborată cu potențiala reorientare a acestui capital spre investiții de portofoliu percepute a fi mai puțin riscante, inclusiv spre instrumente de datorie suverană emise de alte state. În ipoteza unei deteriorări prelungite a conjuncturii europene și a sentimentului pieței internaționale, 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, în condițiile prelungirii recesiunii/trenării refacerii economiei zonei euro, dar și ale manifestării efectului de avuție și bilanț al ratei de schimb.

În aceeași măsură însă, este posibilă și o creștere a presiunilor în sensul aprecierii leului în raport cu principalele monede, generatoare de efecte dezinflaționiste, în ipoteza menținerii/ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale³⁹ și a potențialei prelungiri, pe acest fond, a impactului stimulativ exercitat asupra intrărilor de capital străin de includerea obligațiunilor suverane românești în indicii Barclays și JP Morgan privind piețele emergente în monedă locală, precum și de persistența atractivității plasamentelor în monedă națională. Aceasta din urmă ar decurge inclusiv din continuarea procesului de consolidare fiscală, accelerarea reformelor structurale, precum și intensificarea eforturilor de atragere a fondurilor europene, corespunzător angajamentelor asumate în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și BM. La rândul ei, implementarea angajamentelor asumate în astfel de acorduri susține consecvența în timp a *mix*-ului de politici macroeconomice, aceasta permițând adecvarea prudentă a conduitei politicii monetare la perspectiva reînscriserii în trimestrul III a ratei anuale a inflației în intervalul-țintă, în condițiile asigurării ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste, dar și ale ameliorării transmisiei semnalelor de politică monetară – dependentă în mare măsură de refacerea încrederii consumatorilor și investitorilor în evoluția viitoare a economiei.

³⁹ Cel mai probabil, ca efect al disipării temerilor legate de situația unor economii europene, dar și al progreselor înregistrate în reducerea unor dezechilibre, în implementarea reformelor structurale și instituționale și în ajustarea bilanțurilor băncilor/sectorului nefinanciar în statele zonei euro, precum și ca urmare a măsurilor de politică monetară implementate de Banca Centrală Europeană.

În ceea ce privește potențialele riscuri la adresa perspectivei inflației induse de mediul extern prin intermediul evoluției prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, incluzând prețul petrolului, balanța lor pare a rămâne relativ echilibrată, cel puțin pe termen scurt, în condițiile în care aceste prețuri ar putea consemna abateri în ambele sensuri de la traiectoria previzionată. Determinante din această perspectivă sunt, pe de o parte, ritmul redresării economiei globale și parametrii cererii de asemenea bunuri, influențate decisiv de evoluția economiei Chinei și, pe de altă parte, situația producției mondiale și cea a stocurilor, inclusiv a celor de produse agricole, dependente în bună măsură de condițiile meteorologice. Caracterul echilibrat al evaluării balanței acestor riscuri derivă inclusiv din probabilitatea relativ ridicată a ameliorării, comparativ cu anul trecut, a performanțelor sectorului agricol intern, de natură să atenueze eventualele efecte adverse exercitate de piața externă asupra prețurilor unor produse alimentare.

Atenuarea, pe acest fond, inclusiv a riscurilor induse de mediul intern la adresa inflației și a anticipațiilor inflaționiste este accentuată de reechilibrarea în actualul context a balanței riscurilor asociate ajustărilor de prețuri administrate, ale căror repere majore sunt oferite de calendarele de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale aprobate de autorități, corespunzător angajamentelor din acordurile convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

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 întrevederea epuizării efectelor adverse ale șocurilor de natura ofertei, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 mai 2013 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. În același timp, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea la valoarea de ± 3 puncte procentuale a coridorului format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 9,25 la sută, la 8,25 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost majorată de la 1,25 la sută, la 2,25 la sută.

