



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
august 2013

Anul IX, nr. 33
Serie nouă



Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

August 2013

Anul IX, nr. 33

Serie nouă

NOTĂ

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

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

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 august 2013 și include informațiile disponibile până la data de 29 iulie 2013.

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

Lista abrevierilor

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
BVB	Bursa de Valori București
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>
OPCOM	Operatorul pieței de energie electrică și de gaze naturale din România
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
1M	1 lună
3M	3 luni
6M	6 luni
12M	12 luni

Cuprins

SINTEZĂ	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
1. Cererea și oferta	15
1.1. Cererea	15
1.2. Oferta	18
2. Piața muncii	19
3. Prețurile de import și prețurile de producție	20
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	33
1. Scenariul de bază	36
1.1. Ipoteze externe	36
1.2. Perspectivele inflației	37
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	40
1.4. Riscuri asociate proiecției	50
2. Evaluarea de politică monetară	52

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La sfârșitul trimestrului II 2013, rata anuală a inflației IPC a continuat să se plaseze, în principal ca urmare a efectelor reziduale ale unor șocuri adverse tranzitorii, deasupra limitei superioare a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei stabilite, începând cu anul curent, la valoarea staționară de 2,5 la sută. Nivelul atins în luna iunie a fost de 5,37 la sută, cu 0,12 puncte procentuale mai ridicat atât față de cel consemnat la finele trimestrului I, cât și față de cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna mai. În același timp, la finele trimestrului II, atât rata medie anuală a inflației IPC, cât și rata anuală calculată pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum s-au situat la valori inferioare celei de 5 la sută, atingând 4,97 la sută și, respectiv, 4,5 la sută.

Accelerarea marginală din trimestrul II 2013 a ritmului anual de creștere a indicelui prețurilor de consum a fost imprimată de factori de natura ofertei. Determinante în acest sens au fost creșterea accizelor la produsele din tutun în luna aprilie – evoluție anticipată în raportul anterior – și presiunile mai ample decât cele așteptate asupra prețurilor volatile ale alimentelor. Impactul acestora asupra ratei anuale a inflației IPC a fost atenuat de reducerea dinamicii anuale a prețurilor combustibililor, datorată scăderii cotațiilor internaționale ale țițeiului, dar și aprecierii leului față de dolarul SUA, în prima parte a trimestrului II.

Majorarea ratei anuale a inflației IPC a fost temperată în trimestrul II și de reducerea în continuare, cu 0,2 puncte procentuale comparativ cu sfârșitul trimestrului I, a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat¹, până la nivelul de 2,85 la sută. La menținerea tendinței descendente a ratei inflației de bază a contribuit semnificativ disiparea treptată a impactului advers al recoltei agricole scăzute din anul precedent asupra prețurilor alimentelor procesate, influență anticipată a se accentua pronunțat în lunile următoare. În sens favorabil au acționat de asemenea persistența deficitului de cerere, precum și ameliorarea anticipațiilor privind inflația. Este de așteptat ca efectul cumulat al acestor factori să devină dominant în trimestrul III.

Costurile unitare cu forța de muncă în industrie s-au redus în termeni anuali în perioada aprilie-mai 2013, după opt trimestre de creșteri consecutive. Reducerea s-a datorat accelerării substanțiale în acest interval a dinamicii productivității muncii, precum și temperării creșterii salariului mediu brut din acest sector, vizibilă încă de la începutul anului curent. Aceste evoluții sugerează că, pe termen scurt, sectorul industrial generează presiuni reduse la adresa inflației prin intermediul costurilor cu salariile. Pentru consolidarea perspectivelor de revenire și menținere pe termen mediu ale ratei inflației în interiorul intervalului-țintă este necesară păstrarea unei corelații adecvate între creșterea salariilor și cea a productivității muncii la nivelul ansamblului economiei naționale.

¹ Măsură a inflației de bază, care elimină din calculul IPC total o serie de prețuri asupra cărora influența politicii monetare (prin gestionarea cererii agregate) este puțin semnificativă sau nulă: cele administrate, volatile (legume, fructe, ouă, combustibili), ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 2 mai 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 releva, comparativ cu cea prezentată în Raportul din luna februarie, îmbunătățirea pe termen scurt a perspectivelor inflației, prevăzând reîntrirea în interiorul intervalului de variație asociat țintei în a doua parte a anului 2013. Decizia Consiliului de administrație a avut drept scop consolidarea acestor perspective prin adecvarea în continuare a politicii monetare în vederea ancorării eficiente a așteptărilor privind inflația. În același timp, decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară a avut în vedere riscurile asociate noii prognoze, generate în principal de volatilitatea fluxurilor de capital orientate către economia românească, în contextul unui mediu internațional marcat de fluctuații ale sentimentului de risc față de activele clasei economiilor emergente, precum și de persistența rigidităților structurale ale economiei naționale. Totodată, în scopul temperării volatilității ratelor dobânzilor pe piețele monetară și bancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la ± 3 puncte procentuale de la ± 4 puncte procentuale.

Ulterior deciziei de politică monetară, rata anuală a inflației IPC din luna mai a înregistrat o creștere marginală față de luna martie, pe fondul majorării prețurilor volatile alimentare și a unor accize (în cursul lunii aprilie). Cu toate acestea, la sfârșitul lunii iunie, actualizarea proiecției pe termen scurt reconfirmă prognozele anterioare ale băncii centrale, anticipând reducerea într-un ritm relativ mai rapid a ratei inflației începând din luna iulie și revenirea acesteia în lunile septembrie-octombrie 2013 în interiorul intervalului-țintă. Se confirmau de asemenea perspectivele consolidării unei tendințe descendente pe termen scurt a ratei inflației de bază CORE2 ajustat. Principalele riscuri asociate perspectivelor pe termen scurt ale inflației continuau să fie generate de volatilitatea fluxurilor de capital în contextul internațional existent – ilustrată și de oscilațiile reacțiilor investitorilor în economiile emergente la semnalele transmise de președintele Fed privind perspectivele reducerii magnitudinii relaxării cantitative – precum și de persistența rigidităților structurale cunoscute ale economiei naționale. În ședința din 1 iulie 2013, analizând ansamblul celor mai recente evoluții macroeconomice, Consiliul de administrație al BNR a apreciat că reconfirmarea perspectivelor pe termen scurt și mediu de revenire și menținere ale ratei inflației în interiorul intervalului-țintă permite relaxarea graduală a conduitei politicii monetare, în condițiile asigurării unei ancorări eficiente a anticipațiilor inflaționiste și acordării atenției necesare evoluțiilor mediului intern și internațional. Ca urmare, a fost luată decizia reducerii ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,00 la sută pe an, de la 5,25 la sută.

Perspectivile inflației

Prognoza prevede revenirea ratei anuale a inflației IPC în intervalul de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale în trimestrul III 2013 și menținerea în interiorul acestuia până la orizontul proiecției.

Prognoza macroeconomică anticipează o accelerare semnificativă a creșterii economice în anul 2013, după avansul modest (0,7 la sută) din anul precedent. Factorul determinant al creșterii economice în acest an este prevăzut a fi contribuția exporturilor nete. Aceasta este impulsionată în principal de performanța deosebită a exporturilor, înregistrată de la începutul anului, însă anticipată a se atenua ulterior, dar într-o măsură care asigură pe ansamblul anului o creștere mult mai rapidă a exporturilor comparativ cu cea a importurilor. Ritmul scăzut de creștere a acestora

din urmă este explicat în principal de proiecția unei contribuții modeste a cererii interne la creșterea economică în 2013, în condițiile unui consum final cvasistagnant și ale unei dinamici negative a investițiilor. Pentru anul 2014 se prevede o accelerare marginală a creșterii PIB, însă în condițiile unei relansări semnificative a principalelor componente ale cererii interne. Redresarea acesteia din urmă va impulsiona inclusiv dinamica importurilor, implicând revenirea la o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea economică. Reducerea accentuată a deficitului comerțului cu bunuri și servicii în anul curent este anticipată a contribui la situarea ponderii în PIB nominal a deficitului de cont curent al balanței de plăți la valori semnificativ mai scăzute decât în anul 2012, atât în 2013, cât și în 2014. Ca urmare, date fiind ipotezele scenariului de bază al proiecției, nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative generate de poziția externă asupra cursului de schimb al monedei naționale până la orizontul proiecției. Deficitul de cerere rămâne semnificativ și persistent, dar a fost revizuit pe întregul interval 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 relativ lent pe termen mediu, implicând situarea nivelului efectiv al PIB sub cel potențial până la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,1 la sută la sfârșit de an, atât pentru 2013, cât și pentru 2014, valori situate cu 0,1 și, respectiv, 0,2 puncte procentuale sub nivelurile prognozate în Raportul asupra inflației din luna mai 2013.

Actualizarea prognozei ratei inflației implică reevaluări ale contribuțiilor principalelor componente ale coșului de consum. Astfel, comparativ cu runda anterioară de prognoză, pentru finele ambilor ani revizuirea în jos a proiecției este determinată de contribuții mai scăzute ale dinamicii prețurilor administrate și ale inflației CORE2 ajustat și, pentru sfârșitul anului 2014, și ale dinamicii prețurilor combustibililor. În anul 2013, efectele factorilor cu evoluții mai favorabile decât cele anticipate anterior sunt parțial compensate de revizuirii în sus ale dinamicilor prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), ale celor ale combustibililor și ale accizelor (pentru tutun și alcool).

Proiecția prevede reducerea rapidă a ratei anuale a inflației în cursul trimestrului III 2013, de la 5,37 la sută în iunie la 3,0 la sută în septembrie. Ulterior, rata inflației este proiectată a se menține la valori care nu vor depăși 3,1 la sută până la sfârșitul anului 2014, cu atingerea unui minim de 2,1 la sută în trimestrul I 2014. Pentru prima jumătate a anului 2015 se prevede o creștere ușoară a ratei inflației până la 3,3 la sută, valoare situată în limitele intervalului-țintă.

Prognozarea unei dezinflații substanțiale în prima parte a intervalului de proiecție este susținută de ipoteza, inclusă în scenariul de bază, a unui an agricol 2013 normal, comparativ cu cel puternic nefavorabil 2012. Această anticipare implică disiparea treptată a șocurilor adverse de natura ofertei din anul precedent și 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. La reducerea inflației este de așteptat să contribuie semnificativ și decelerarea până în trimestrul I 2014 a ritmurilor anuale de creștere a prețurilor administrate și a prețurilor produselor din tutun.

Rata inflației CORE2 ajustat este prognozată a continua traiectoria descendentă pe care s-a înscris în prima jumătate a anului curent, coborând până la un minim de 1,8 la sută în trimestrele III și IV 2013. Pe lângă epuizarea deja menționată a efectelor șocurilor adverse de ofertă din 2012, dar în relație cu aceasta, decelerarea inflației de bază va fi susținută de

ameliorarea treptată a anticipațiilor privind inflația, sub impactul calibrării unei conduite adecvate a politicii monetare pe parcursul următoarelor opt trimestre.

Proiecția inflației de bază prevede menținerea unor rate de creștere sub 2 la sută până la mijlocul anului 2014. Pentru restul perioadei de referință, se anticipează că, sub impactul consolidării activității economice interne, reflectată într-o ușoară diminuare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere, și pe fondul disipării treptate a efectelor de bază favorabile din 2013, rata inflației CORE2 ajustat va urca și se va stabiliza la valori situate ușor peste 2 la sută.

Comparativ cu prognoza anterioară, revizuirea în jos a ratei inflației CORE2 ajustat pe cea mai mare parte a intervalului (din care -0,2 și -0,1 puncte procentuale pentru finele anilor 2013 și, respectiv, 2014) este rezultatul proiectării unor ritmuri mai scăzute de creștere a prețurilor de import și a prețurilor alimentelor procesate și al unor valori mai reduse ale anticipațiilor privind inflația. Presiuni dezinflaționiste sunt prevăzute a fi generate în continuare de persistența deficitului de cerere, dar cu o intensitate mai redusă decât în runda anterioară de prognoză, pe fondul reevaluării la valori mai puțin negative a deviației PIB de la nivelul său potențial.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare calibrarea prudentă a 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. Conform evaluării Consiliului de administrație al BNR, la orizonturi apropiate atingerea acestor obiective este compatibilă cu relaxarea graduală a conduitei politicii monetare, condiționată de asigurarea unei ancorări eficiente a anticipațiilor inflaționiste și de absența producerii la aceste orizonturi a unor șocuri adverse din partea mediului intern și internațional.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată, pe termen scurt, în sensul unor abateri în jos de la scenariul de bază, în timp ce pe termen mediu apar a fi ușor mai accentuate riscurile unor abateri de sens contrar.

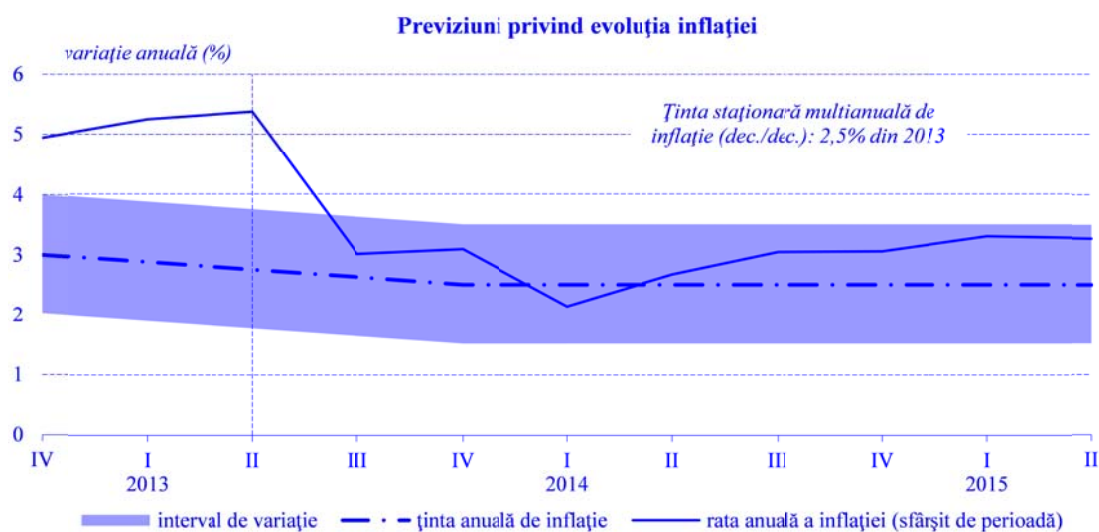
Posibilitatea ca la orizonturi apropiate rata inflației să se plaseze la valori situate sub cele proiectate este sugerată de informații survenite ulterior finalizării proiecției macroeconomice și, deci, care nu au fost incluse în scenariul de bază. Acestea includ semnalele privind recolta internă foarte bună pe segmentul alimentelor cu prețuri volatile (LFO) și pe cel al unor materii prime agricole încorporate în produsele alimentare procesate, precum și anunțul guvernului privind decizia reducerii, cu începere de la 1 septembrie 2013, a cotei TVA pentru făină și pâine.

Mediul extern, marcat în continuare de incertitudine, continuă să fie sursa unor riscuri a căror materializare ar putea genera șocuri adverse asupra inflației. Aceste riscuri sunt, în principal, asociate posibilității creșterii volatilității fluxurilor de capital orientate către economia românească, în contextul mai larg al variabilității apetitului pentru risc al investitorilor față de economiile emergente în ansamblu. O importantă sursă de incertitudine o constituie orizontul refacerii dinamicii PIB în economiile principalilor parteneri comerciali ai României, date fiind repetatele revizuri nefavorabile ale prognozelor de creștere economică a UE și persistența problemelor de sustenabilitate a datoriilor suverane și a celor asociate calității bilanțurilor bancare ale unor țări din zona euro. Abateri nefavorabile de la scenariul de bază ale coordonatelor cererii externe ar afecta negativ creșterea economică internă. Aceasta ar atrage deteriorarea percepției investitorilor asupra perspectivelor economiei românești, cu un probabil impact negativ asupra primei de risc asociate plasamentelor investitorilor străini în monedă

națională, și reducerea fluxurilor de capital destinate finanțării economiei naționale. În plus, incertitudinile cu privire la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american, reflectate în scăderea apetitului global pentru risc, ar fi de natură să amplifice pericolul reducerii fluxurilor de capital destinate economiilor emergente, inclusiv României. Indiferent de sursa generatoare, materializarea unor reduceri substanțiale ale resurselor de finanțare a creșterii economice ar declanșa presiuni de depreciere a monedei naționale cu efecte negative asupra stabilității prețurilor și a celei financiare.

Pe plan intern, rigiditățile structurale care persistă în cadrul economiei naționale împiedică ajustarea factorilor economici în sensul atenuării cu eficiență sporită a 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 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.

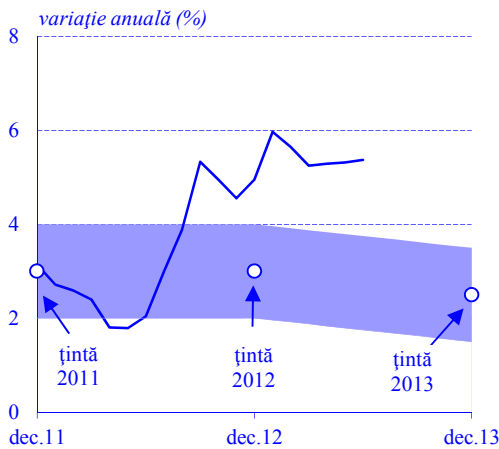


Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva reintrării sustenabile a ratei anuale a inflației în intervalul țintei staționare la finalul trimestrului III al acestui an, precum și probabilitatea mai ridicată ca, în perioada imediat următoare, aceasta să consemneze o abatere în sens descendent de la traiectoria prognozată, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 august 2013 reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 4,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

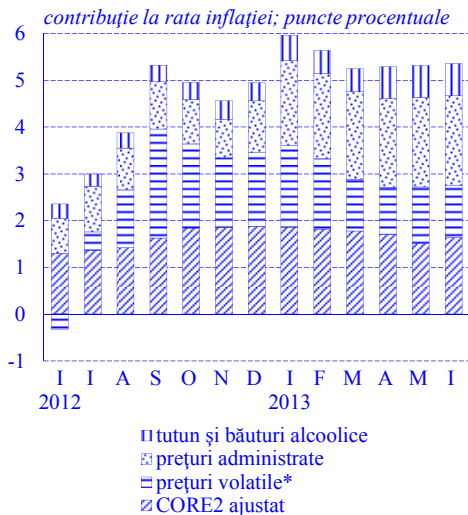
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

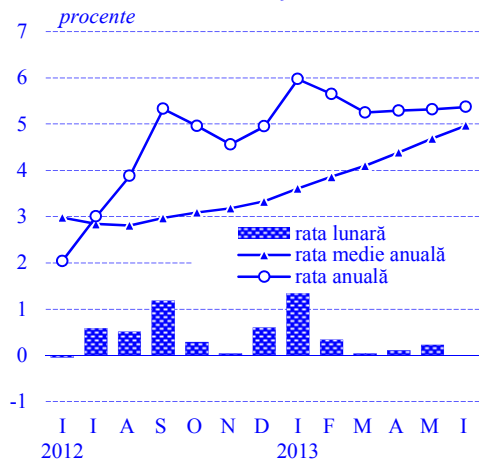
Rata anuală a inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



Sursa: INS

La finele trimestrului II 2013, rata anuală a inflației IPC s-a situat la 5,37 la sută, depășind în continuare intervalul de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei anuale de 2,5 la sută, ca urmare a impactului cumulat al șocurilor adverse anterioare și curente de natura ofertei. Comparativ cu sfârșitul intervalului precedent, rata anuală a inflației s-a majorat cu 0,12 puncte procentuale, în condițiile în care efectului inflaționist anticipat al creșterii unor accize în luna aprilie i s-au adăugat presiuni temporare din partea prețurilor volatile alimentare, contracarate însă de atenuarea dinamicii prețurilor combustibililor. Spre deosebire de inflația totală, inflația de bază CORE2 ajustat și-a menținut tendința descendentă (până la 2,85 la sută în iunie 2013), reflectând persistența deficitului de cerere agregată, influențele în general favorabile ale prețurilor materiilor prime agroalimentare asupra prețurilor alimentelor procesate și relativa îmbunătățire a anticipațiilor inflaționiste.

Rata anuală de creștere a prețurilor volatile s-a plasat la sfârșitul perioadei analizate la un nivel similar celui din luna martie 2013, rezultat al evoluțiilor divergente ale celor două componente. Astfel, prețurile mărfurilor alimentare (LFO) au consemnat o accelerare de ritm de 3,4 puncte procentuale, determinată, pe de o parte, de majorări atipice ale prețurilor externe pe segmentul „citricelor și fructelor meridionale”, iar pe de altă parte, de epuizarea unor efecte favorabile de bază. În sens contrar a acționat reducerea dinamicii anuale a prețurilor combustibililor până la niveluri apropiate de zero, pentru prima dată după aproape patru ani. Aceasta s-a datorat, în esență, scăderii cotațiilor internaționale ale țițeiului¹, influența fiind accentuată în prima parte a trimestrului II de aprecierea monedei naționale față de dolarul SUA.

Spre deosebire de intervalul anterior, ajustările consemnate de prețurile administrate au fost modeste în ansamblu, constând în majorări ale tarifelor unor servicii (apă, canal, salubritate și transport urban). Cu toate acestea, variația anuală a prețurilor administrate a rămas ridicată (10,4 la sută la finele trimestrului II), contribuind cu circa o treime la rata inflației IPC, mai ales ca urmare a creșterilor aplicate tarifelor energiei electrice și gazelor naturale în perioada iulie 2012 – ianuarie 2013.

¹ Prețul petrolului Brent a înregistrat niveluri medii de circa 103 USD/baril în cele trei luni analizate, în scădere față de 109,7 USD/baril în martie 2013, printre principalii factori de influență numărându-se, conform rapoartelor lunare OPEC privind piața petrolului, perspectivele privind dinamica modestă a economiei globale (persistența trenării activității economice din zona euro și temperarea creșterii în China, în mod special) și majorarea ofertei de țiței.

Dinamica anuală a prețului tutunului a depășit, de asemenea, nivelul de 10 la sută (+3,2 puncte procentuale în intervalul analizat), consecință a devansării din luna iulie în aprilie a calendarului de majorare a accizelor aplicate acestor produse. O magnitudine semnificativ mai redusă a avut contribuția inflaționistă a creșterii accizei la bere, pe care, de altfel, companiile de profil au inclus-o parțial în prețuri încă din luna martie.

Impactul nefavorabil exercitat de evoluția subgrupurilor exogene asupra inflației totale IPC a fost atenuat de temperarea cu încă 0,2 puncte procentuale a ritmului anual de creștere a indicelui CORE2 ajustat – măsură relevantă din perspectiva sferei de influență a politicii monetare. Alături de persistența deficitului de cerere agregată, în sensul reducerii inflației de bază au acționat îndeosebi factori caracteristici grupei mărfurilor alimentare, respectiv tendințele în general favorabile pe piețele materiilor prime agroalimentare (cereale, zahăr, ulei de floarea soarelui, excepție făcând carnea de pasăre și de porc) și perspectivele optimiste privind recolta agricolă.

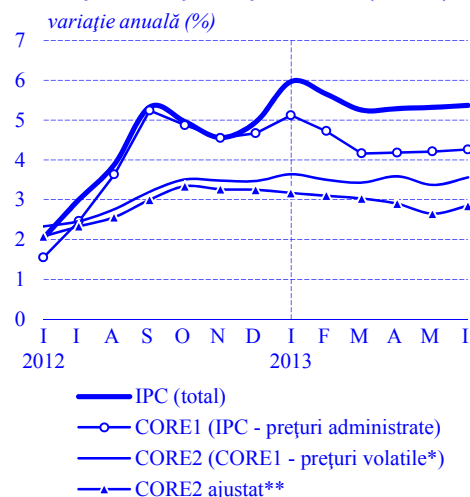
Celelalte două grupe ale inflației de bază au înregistrat modificări marginale de ritm. Dinamica anuală a componentei mărfurilor nealimentare s-a plasat în continuare pe o traiectorie ușor ascendentă, explicată însă de factori diferiți față de cei din trimestrul anterior. Mai precis, presiunile inflaționiste nu au mai fost localizate la nivelul unei singure categorii de mărfuri (respectiv cărți, ziare și reviste), ci au afectat majoritatea componentelor, în special segmentul bunurilor de uz curent, în corelație cu accelerarea creșterii prețurilor externe². Evoluția cursului de schimb al monedei naționale³ a fost neuniformă pe parcursul trimestrului analizat, contribuind doar în primele două luni la scăderea inflației de bază – atât prin impactul asupra inflației importate, cât și prin intermediul produselor cu prețuri exprimate în euro –, pentru ca în luna iunie deprecierea leului față de principalele valute să determine întreruperea acestei tendințe. Totuși, ritmul anual de creștere a prețurilor serviciilor de piață s-a atenuat ușor la sfârșitul trimestrului II față de luna martie 2013, în mare măsură datorită ajustării primelor de asigurare.

Anticipațiile agenților economici privind inflația au cunoscut o relativă ameliorare în trimestrul II 2013, comparativ cu intervalul precedent, tendința fiind vizibilă în cazul comerțului și serviciilor, al consumatorilor, precum și al analiștilor bancari. Excepție a făcut sectorul industrial, în care modificarea marginală a așteptărilor (în medie) a fost rezultatul opiniilor divergente exprimate în principalele ramuri industriale.

² Aproximate prin prețurile pentru piața externă ale producătorilor industriali de bunuri de consum din UE15.

³ Chiar dacă deprecierea leului din prima parte a perioadei analizate a fost urmată de o depreciere mai amplă, în termeni anuali aceasta a fost atenuată de un efect de bază favorabil.

Inflația totală și inflația de bază (CORE)

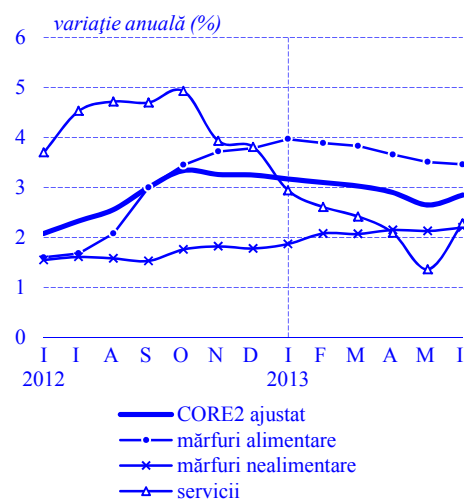


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

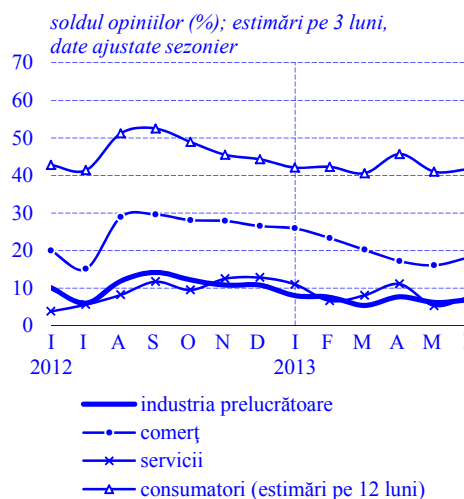
Sursa: INS

Componentele CORE2 ajustat

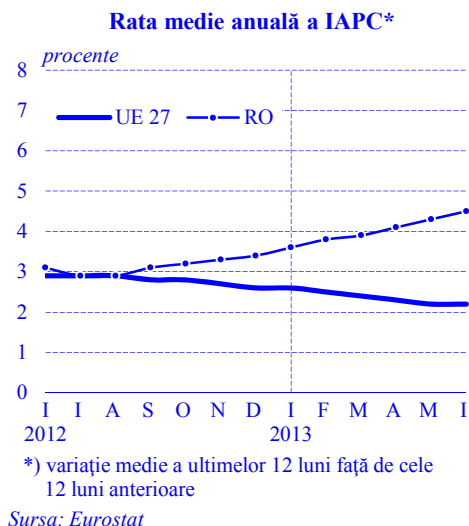


Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN



Rata medie anuală a IAPC s-a menținut pe o traiectorie ascendentă în perioada analizată (+0,6 puncte procentuale, până la 4,5 la sută), în contrast cu scăderea înregistrată de inflația medie a celor trei state membre cu cea mai bună performanță din UE. Ambele evoluții au contribuit la lărgirea ecartului față de criteriul corespunzător de la Maastricht, până la 2 puncte procentuale. O majorare a consemnat, de asemenea, și decalajul față de media UE (până la 2,3 puncte procentuale), pe fondul multiplelor șocuri de natura ofertei care au marcat în ultimii doi ani traiectoria ratei inflației din România, dar și al ritmului lent de redresare a activității economice la nivel european.

La finele trimestrului II 2013, rata anuală a inflației s-a plasat cu 0,1 puncte procentuale peste proiecția prezentată în Raportul asupra inflației din luna mai. Deviația a fost determinată de înregistrarea unor ritmuri de creștere ușor peste așteptări în cazul prețurilor volatile și al indicelui CORE2 ajustat, în parte ca urmare a deprecierei neanticipate a monedei naționale față de principalele valute în luna iunie, cu impact asupra prețurilor combustibililor și, respectiv, al serviciilor de piață.

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

Anul 2013 a debutat cu o intensificare a ratei anuale de creștere a PIB real comparativ cu trimestrul IV 2012 (de la 1,1 la sută la 2,2 la sută), evoluție atribuită atât dinamicii trimestriale pozitive din perioada curentă (0,6 la sută¹), cât și unui efect de bază.

După șapte trimestre pe parcursul cărora absorbția internă a înregistrat contribuții pozitive la dinamica PIB real, în primele trei luni ale anului 2013 creșterea economică a fost susținută exclusiv de cererea externă netă (cu o contribuție de 4,4 puncte procentuale), pe fondul revigorării exporturilor de bunuri și servicii. Cererea internă s-a diminuat cu 2,2 la sută, restrângeri de volum înregistrând mai ales acumulările de capital, dar și, într-o măsură mai mică, cererea de consum.

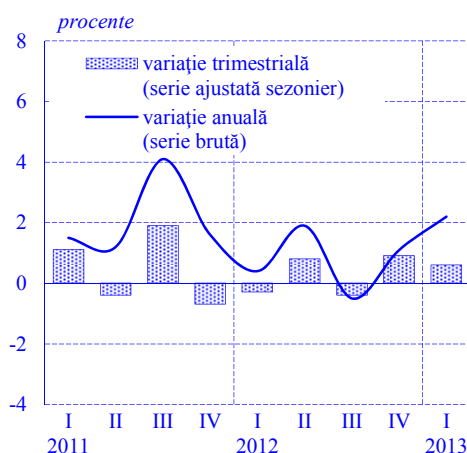
Exportul net a constituit singurul factor de creștere și din perspectiva evoluției trimestriale a PIB real. Contribuția pozitivă a acestuia (2,6 puncte procentuale) s-a datorat în principal balanței comerciale, dinamica exporturilor de bunuri (8,5 la sută) fiind de aproape 4 ori mai rapidă decât cea a importurilor. Cererea internă și-a accentuat panta descrescătoare (-1,4 la sută față de -0,6 la sută în trimestrul IV 2012), la această evoluție contribuind, în egală măsură, contracția cererii de consum, a celei de investiții și a stocurilor. Cu excepția agriculturii (în scădere cu 0,6 la sută), toate sectoarele economice au consemnat dinamizări ale valorii adăugate brute comparativ cu intervalul precedent, până la 0,2 la sută în cazul serviciilor și 1 la sută în cel al industriei și al construcțiilor. Cu toate acestea, intensificarea de ritm nu s-a regăsit și la nivelul PIB real, care și-a încetinit cu 0,3 puncte procentuale rata trimestrială de creștere, explicația fiind asociată, în principal, componentei reziduale („discrepanța statistică”).

1.1. Cererea

În trimestrul I 2013, consumul final privat s-a diminuat cu 0,3 la sută în termeni anuali, contribuții în acest sens revenind, pe de o parte, apelului mai restrâns al populației la servicii, în principal la cele de turism și alte activități recreative (volumul cifrei de afaceri pe aceste două segmente s-a redus cu 5,7 și respectiv 26,3 la sută), iar pe de altă parte, unei posibile restrângeri a autoconsumului și achizițiilor de pe piața țărănească – segment a

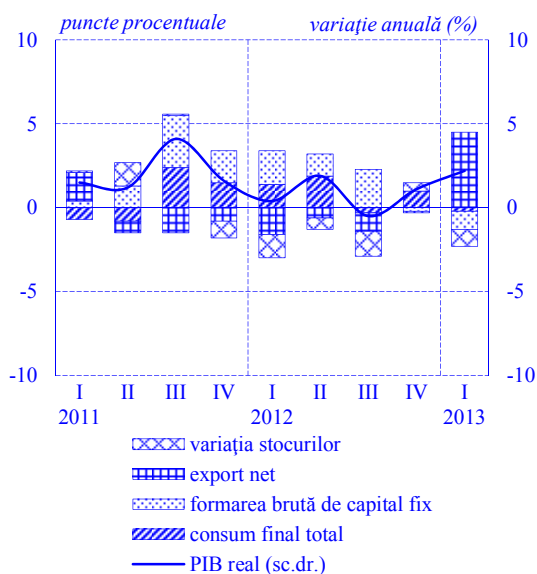
¹ În absența unei mențiuni explicite, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate. Evoluțiile curente indică modificări față de trimestrul anterior și sunt calculate prin utilizarea seriilor ajustate sezonier.

Produsul Intern Brut real



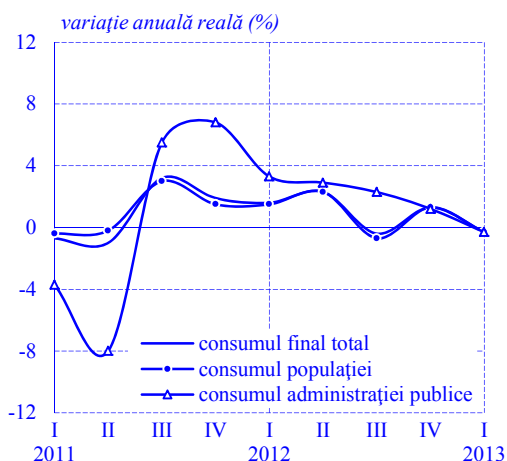
Sursa: INS

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB

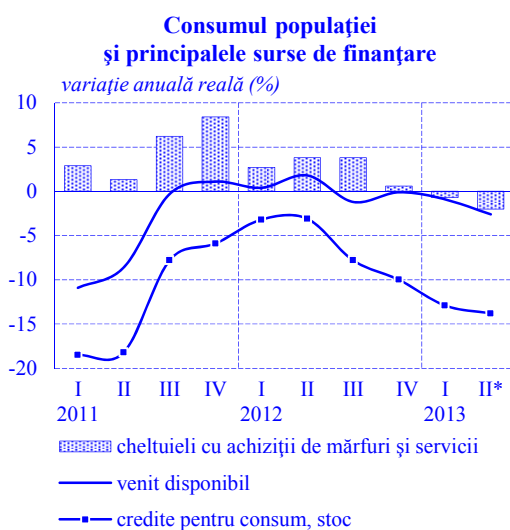


Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv

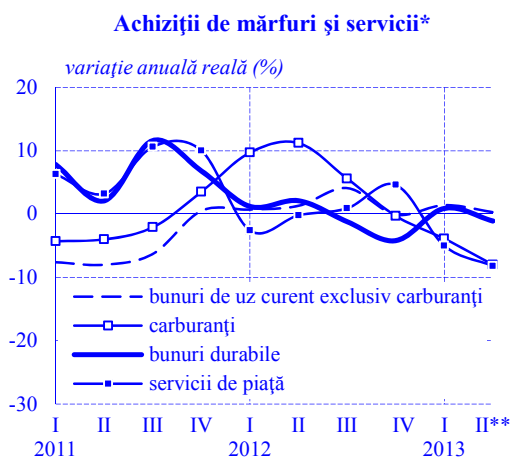


Sursa: INS



*) apr.-mai

Sursa: INS, MFP, calcule BNR



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

**) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

căruia traiectorie este corelată cu cea a sectorului agricol. În ceea ce privește cumpărările de mărfuri din rețeaua comercială, volumul înregistrat în primele 3 luni ale anului a fost asemănător celui din trimestrul I 2012, în condițiile în care dinamizarea achizițiilor de bunuri de folosință îndelungată (cu excepția autoturismelor) a fost contrabalansată de menținerea pe trend ușor descendent a vânzărilor de bunuri de uz curent (imprimată, în principal, de comerțul cu carburanți) și de noua contracție a pieței auto. Din perspectiva surselor de finanțare a cererii de consum, trimestrul I nu a consemnat modificări de tendință, scăderi continuând să se înregistreze atât în cazul venitului disponibil al populației² (cu 0,9 la sută), cât și în cel al creditelor de consum (cu peste 12 la sută).

Similar cererii de consum a populației, consumul final guvernamental și-a inversat traiectoria, diminuându-se în termeni reali cu 0,3 la sută (comparativ cu +1,2 la sută în trimestrul IV 2012).

În trimestrul I 2013, execuția bugetului general consolidat s-a încheiat cu un deficit de 4 189 milioane lei (echivalent cu 0,7 la sută din PIB³), ușor superior celui înregistrat în aceeași perioadă din 2012 (3 388 milioane lei, respectiv 0,6 la sută din PIB). Astfel, tendința de ameliorare a execuției bugetare evidențiată anterior a consemnat o întrerupere în condițiile în care, pe de o parte, dinamica negativă a veniturilor bugetare totale⁴ s-a amplificat (la -2,5 la sută, față de -1,2 la sută în trimestrul precedent), inclusiv pe fondul accentuării declinului în termeni anuali al încasărilor din impozitul pe profit, precum și al intrării în teritoriul negativ a variației anuale a sumelor primite de la UE. Pe de altă parte, ritmul de contracție anuală a cheltuielilor bugetare s-a atenuat (-1,1 la sută, comparativ cu -5,6 la sută în ultimul trimestru din 2012), evoluția reflectând în principal accelerarea dinamicii cheltuielilor de personal (13,6 la sută comparativ cu 6,8 la sută în trimestrul anterior) în contextul parcurgerii ultimei etape a procesului de inversare a scăderii aplicate în anul 2010 salariilor angajaților din sectorul bugetar⁵; impactul acestuia a fost doar parțial contrabalansat de reducerea semnificativă a dinamicii cheltuielilor cu proiecte cu finanțare din fonduri externe nerambursabile (-48,2 la sută).

² Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii nete, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și remiterile lucrătorilor din străinătate.

³ Pentru analiză, au fost folosite datele operative și nivelul PIB nominal pentru anul 2013 publicate de MFP conform situației execuției bugetului general consolidat la sfârșitul lunii martie 2013.

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

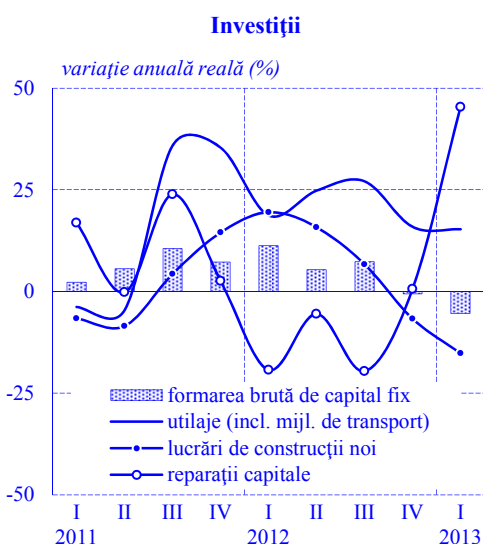
⁵ Creșterea cu 7,4 la sută în termeni nominali a salariilor personalului bugetar s-a realizat în luna decembrie 2012; plățile s-au regăsit în execuția bugetară a anului 2013.

Contribuția dominantă la restrângerea absorbției interne a revenit însă formării brute de capital fix, al cărei volum și-a accentuat scăderea, de la -0,6 la sută în trimestrul IV 2012 la -5,4 la sută în intervalul analizat. Traectoria a fost imprimată atât de contracția din perioada curentă (cu 2,2 la sută), cât și de efectul de bază asociat creșterii cu 3,4 la sută înregistrate în trimestrul I 2012.

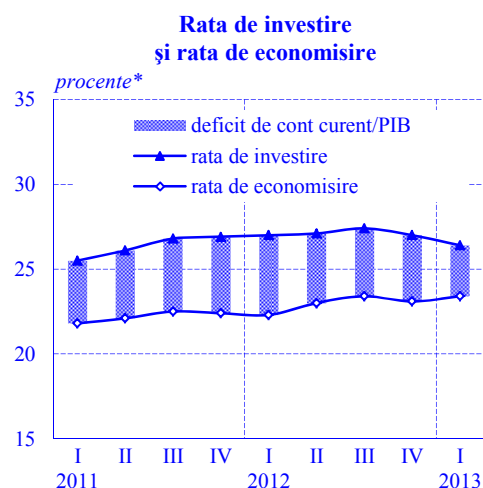
Pe o traiectorie descrescătoare au continuat să se plaseze acumulările de capital efectuate de sectorul public, datele privind execuția bugetară semnalând – pentru al patrulea trimestru consecutiv – o contracție a cheltuielilor de capital (cu 9,7 la sută în termeni reali), atribuită, în bună măsură, ajustării cu 24 la sută a volumului lucrărilor la proiecte noi de construcții ingineresti. Semnalele lansate de operatorii de profil indică o probabilitate scăzută de redresare a investițiilor pe acest segment până la sfârșitul acestui an, principalii factori invocați fiind blocarea unui număr important de lucrări cu finanțare de la bugetul public, dificultăți în demararea proiectelor susținute din fonduri europene, scăderea licitațiilor pentru investiții în acest an.

În sens opus au evoluat investițiile realizate de populație și de sectorul corporatist, însă dinamizarea acestor segmente nu a reușit decât să estompeze influența nefavorabilă exercitată de sectorul public – componentă care deține circa două treimi din valoarea lucrărilor de construcții sub formă de obiective noi și reparații capitale. În ceea ce privește investițiile din domeniul rezidențial, datele statistice disponibile relevă o majorare cu peste 30 la sută comparativ cu trimestrul I 2012, traiectoria fiind corelată cu creșterea în termeni reali a stocului de credite imobiliare contractate de persoanele fizice (cu 15,1 la sută⁶). O contribuție importantă a revenit interesului sporit suscitată de programul guvernamental „Prima Casă”, pe fondul apariției unor incertitudini cu privire la continuarea acestuia (în vechea formulă sau în varianta „Noua Casă”), în condițiile în care împrumuturile acordate în acest sistem dețin avantajul unui avans relativ scăzut (5 la sută) comparativ cu 25 la sută în cazul creditelor standard în euro și respectiv 15 la sută în cel al creditelor în lei.

La nivelul sectorului corporatist, trendul ascendent al cererii de investiții a fost susținut, pe de o parte, de cheltuielile de rețehnologizare (inclusiv cele pentru achiziționarea de mijloace de transport de către companii și instituții), care au consemnat o nouă creștere de volum (cu 15 la sută), iar pe de altă parte, de extinderea în continuare (deși într-un ritm sensibil mai lent decât în trimestrul anterior) a lucrărilor de construcții noi și de reparații capitale derulate pentru obiective nerezidențiale. Aceste evoluții au fost însoțite de creșteri moderate ale volumului surselor împrumutate (cu 4,8 la sută în cazul creditelor pentru echipamente și cu



Sursa: INS, calcule BNR

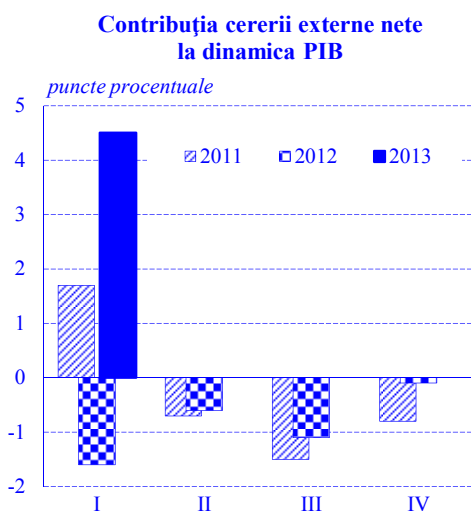


*) media ultimelor 4 trimestre

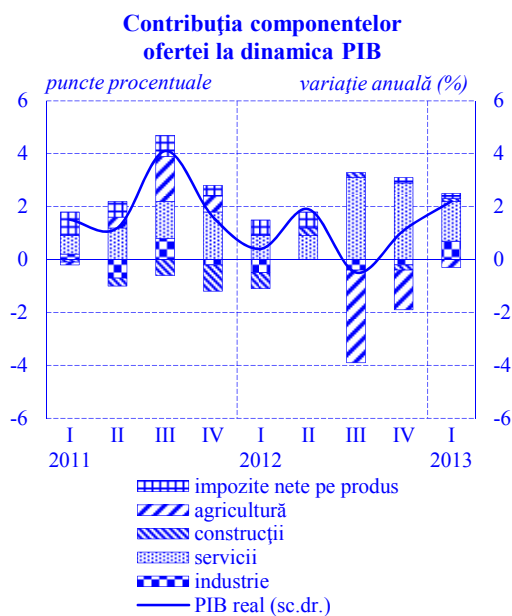
Notă: Rata de investire este calculată ca raport între formarea brută de capital și PIB, iar rata de economisire este calculată ca diferență între venitul național disponibil brut și consumul final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR

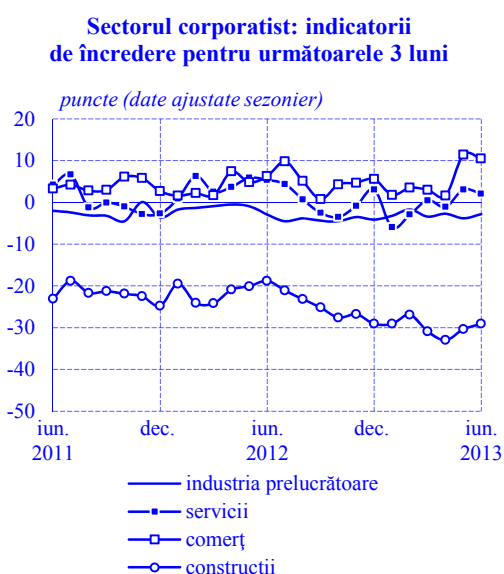
⁶ Calcule pe baza datelor furnizate de Centrala Riscului de Credit.



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: CE-DG ECFIN

1,7 la sută în cel al creditelor imobiliare⁶). În schimb, suportul oferit de investițiile străine directe a pierdut din consistență – fluxurile cumulate pe ultimele patru trimestre la nivelul sectorului nebancaar și-au întrerupt creșterea, ca urmare a reducerii la jumătate a participațiilor la capital (diminuate cu pierderile nete).

Revenirea în teritoriu pozitiv a aportului cererii externe nete la dinamica PIB s-a datorat, pe de o parte, redresării exporturilor de bunuri (+4,7 la sută în trimestrul I, față de -5,7 la sută în intervalul anterior), iar pe de altă parte, creșterii accelerate a încasărilor din servicii⁷. Din punct de vedere al piețelor de desfacere, o contribuție pozitivă a revenit vânzărilor pe piața Uniunii Europene⁸ – al căror volum fizic, în creștere cu 1,5 la sută, și-a întrerupt traiectoria descrescătoare pe care s-a plasat pe parcursul anului 2012 –, însă rolul determinant a aparținut livrărilor extracomunitare (+12,2 la sută), care explică aproximativ trei pătrimi din dinamica reală a exporturilor totale, pozițiile dominante fiind deținute de mijloace și echipamente de transport, produse chimice, mașini și aparate electrice.

Volumul importurilor de bunuri și-a întrerupt declinul înregistrat în ultimele două trimestre ale anului 2012 (+0,2 la sută în intervalul analizat), ca urmare a revigorării achizițiilor de pe piața comunitară (în detrimentul zonei extra-UE), mai ales în cazul bunurilor intermediare și în cel al bunurilor de consum.

1.2. Oferta

Creșterea economică din trimestrul I 2013 a fost susținută, în principal, de industrie și de servicii, în timp ce valoarea adăugată brută din agricultură a continuat să se restrângă (ritmul s-a temperat însă la o treime față de cel din trimestrul anterior: -8 la sută), iar contribuția VAB din construcții a fost modestă (+0,1 puncte procentuale).

În industrie, VAB și-a inversat traiectoria, majorarea cu 2,6 la sută înregistrată în trimestrul I fiind atribuită exclusiv extinderii volumului de comenzi pentru export. Variații pozitive s-au înregistrat la producția de bunuri intermediare (creșteri alerte, cuprinse între 11 și 16 la sută, au fost consemnate de industria de echipamente electrice și de cea a materialelor de construcții), precum și la cea de bunuri de capital (cu intensificări substanțiale de ritm în ramurile producătoare de mijloace de transport, dinamica depășind în medie 10 la sută) și de bunuri de consum (atât durabile, cât și de uz curent).

⁷ Majorarea cu 38,7 la sută a volumului aferent acestei poziții încorporează rezultatele primei cercetări statistice trimestriale privind comerțul internațional cu servicii – lucrare realizată de Banca Națională a României în colaborare cu Institutul Național de Statistică, începând din anul 2013.

⁸ Analizele în structură (pe piețe de desfacere/proveniență și pe grupe de mărfuri) ale volumului fizic al exporturilor și importurilor se bazează pe seriile Eurostat privind balanța comercială și indicii valorii unitare în comerțul internațional.

Deși au marcat o nouă încetinire a ratei anuale de creștere comparativ cu intervalul anterior, serviciile au constituit, pentru al treilea trimestru consecutiv, sectorul economic cel mai dinamic (+3 la sută). Creșteri ale VAB s-au observat pe toate segmentele, două dintre acestea înregistrând chiar accelerări de ritm – serviciile de intermediere financiară și tranzacțiile imobiliare (+2,6 la sută în fiecare caz).

2. Piața muncii

În perioada martie-mai 2013, tendința de creștere a efectivului de salariați, observată timp de 24 de luni, s-a aplatizat, iar companiile din sectorul privat și-au temperat ușor așteptările privind angajările în lunile viitoare. Relativa deteriorare a semnalelor din partea cererii de forță de muncă s-a reflectat, de asemenea, în majorarea ratei estimate a șomajului BIM (în timp ce rata șomajului înregistrat a rămas constantă), precum și în menținerea dinamicii anuale a câștigurilor salariale nete la un nivel moderat. În industrie însă, redresarea substanțială a productivității muncii consemnată, în medie, în intervalul aprilie-mai a determinat reducerea costurilor unitare cu forța de muncă, după opt trimestre consecutive de ritmuri anuale pozitive.

Datele statistice disponibile privind indicatorii pieței muncii⁹ oferă informații mixte referitoare la evoluțiile recente, în mare măsură ca urmare a sferei diferite de cuprindere. Astfel, deși numărul locurilor de muncă vacante a rămas în intervalul de valori medii trimestriale consemnate începând cu trimestrul I 2010, iar disponibilizările s-au redus¹⁰, dinamica efectivului de salariați din economie raportat de angajatori sugerează încetinirea absorbției de forță de muncă. Aceasta a fost vizibilă în toate sectoarele economice preponderent private¹¹, în timp ce în sectorul bugetar s-a conturat o tendință contrară. În plus, indicatorii privind șomajul au evoluat, în continuare, incongruent: rata șomajului înregistrat s-a stabilizat la 5,3 la sută (parțial pe seama ieșirii din evidențe a unor șomeri, în principal absolvenți de liceu și facultate, a căror perioadă de indemnizare a expirat), spre deosebire de rata estimată a șomajului BIM, care a fost revizuită în creștere cu circa 0,4 puncte procentuale în trimestrul I 2013 și a continuat să se majoreze până la 7,5 la sută în luna mai. Anticipațiile managerilor companiilor privind ocuparea în următoarele luni indică stabilitate în comerț și perspective relativ nefavorabile în industrie și servicii, dar mai ales în construcții¹².

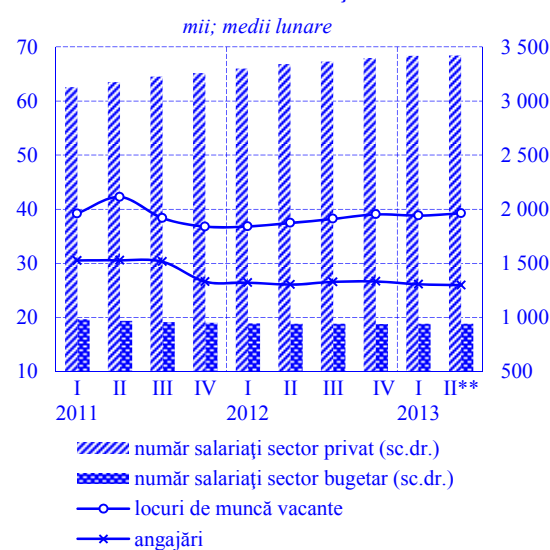
⁹ Date ajustate sezonier.

¹⁰ Sursa: ANOFM

¹¹ Creșterea lunară a numărului de salariați s-a atenuat în serviciile private, s-a întrerupt în industrie și s-a inversat în construcții.

¹² A se vedea sondajul realizat de DG ECFIN/INS și studiul Manpower privind Perspectivele Angajării de Forță de Muncă.

Măsurile ale cererii de forță de muncă*

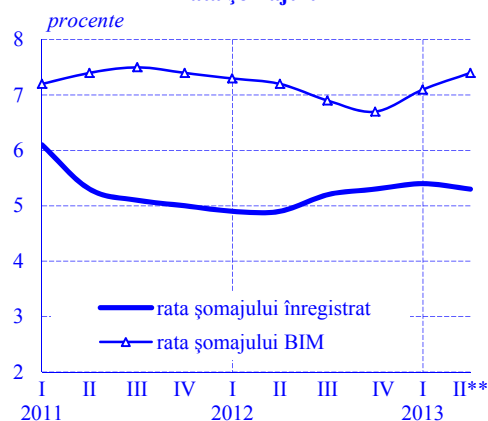


*) date ajustate sezonier

***) apr.-mai

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Rata șomajului*

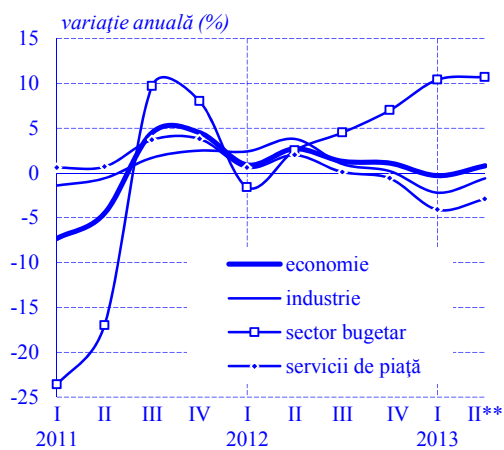


*) date ajustate sezonier

***) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*

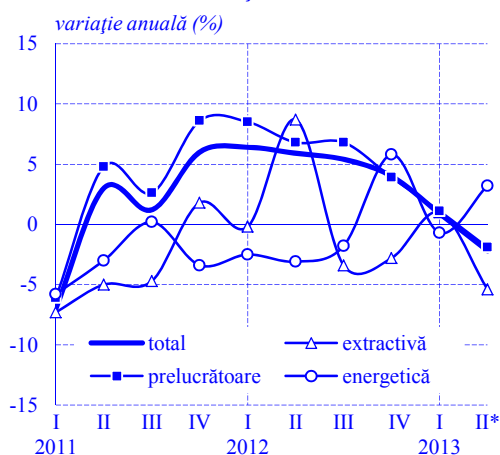


*) deflatat cu IPC

**) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

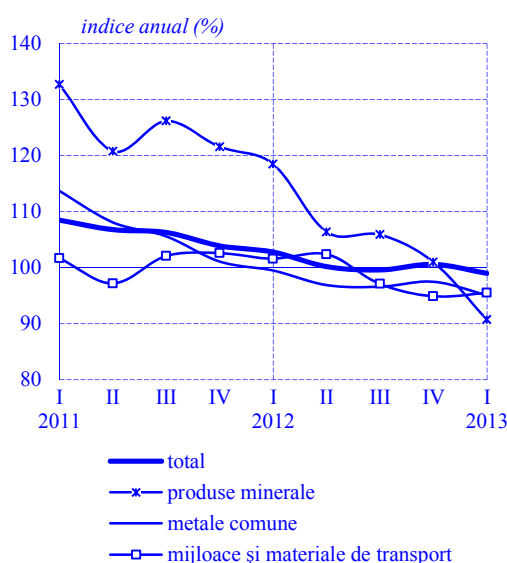
Costul unitar cu forța de muncă în industrie



*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

Surse ale scăderii valorii unitare a importurilor în T1 2013



Sursa: INS, calcule BNR

În acest context, semnalul de temperare a creșterii anuale a câștigurilor salariale nominale brute din sectorul privat, conturat la începutul anului 2013, a fost ulterior confirmat. Mai precis, după o accelerare vizibilă în luna aprilie – determinată de momentul diferit de acordare a primelor de Paști față de anul precedent și de quantumul ușor mai ridicat al acestora în perioada curentă –, variația anuală a salariului brut din acest sector a coborât în luna mai la 2,6 la sută, nivel marginal inferior celor consemnate în intervalul ianuarie-februarie 2013. Cea mai abruptă încetinire de ritm s-a înregistrat în serviciile private, pe fondul trenării activității comerciale și al preocupării sistemului financiar de a-și redresa rentabilitatea, o posibilă explicație suplimentară constând în extinderea economiei informale. Câștigurile salariale din sectorul bugetar și-au menținut dinamica anuală de circa 17 la sută atinsă în luna decembrie 2012, odată cu încheierea procesului de inversare a reducerii aplicate în iulie 2010. Prin urmare, intensificarea de ritm observată în perioada aprilie-mai 2013 la nivelul salariului mediu brut pe ansamblul economiei (6,3 la sută, comparativ cu 5,5 la sută în trimestrul I) s-a datorat exclusiv volatilității asociate sărbătorilor pascale, dovedindu-se temporară.

În industrie, influența exercitată de creșterea anuală a câștigurilor salariale asupra costurilor unitare cu forța de muncă a fost net inferioară celei corespunzătoare productivității muncii. Accelerarea ritmului anual de creștere a acestuia, de la 2,6 la sută în trimestrul I 2013 la 7,1 la sută, în medie, în perioada aprilie-mai 2013 a condus la revenirea dinamicii anuale a costurilor unitare cu forța de muncă în teritoriu negativ, după opt trimestre consecutive de valori pozitive, ajustări semnificative fiind consemnate în industria extractivă și în sectorul prelucrător (industria alimentară, prelucrarea țiteiului, mașini și echipamente, echipamente electrice, industria auto).

Din perspectiva cererii de consum, în perioada aprilie-mai 2013 venitul disponibil real și-a accentuat dinamica anuală negativă (-4,2 la sută), favorabilă procesului dezinflaționist. Aceasta a fost determinată de comprimarea puternică a veniturilor din exterior și, în mai mică măsură, de reducerea transferurilor sociale, în timp ce veniturile salariale au continuat să-și modereze creșterea în termeni anuali.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul I 2013, presiunile inflaționiste exercitate de prețurile de import și de cele agricole s-au diminuat, în principal pe seama cererii globale reduse și, respectiv, a perspectivelor favorabile ale anului agricol, atât pe plan intern, cât și internațional. Deși, pe ansamblu, dinamica anuală a prețurilor de producție pentru piața internă s-a accelerat, evoluția s-a datorat exclusiv industriei energetice, o tendință de sens contrar fiind observată în cazul

celorlalte grupe de bunuri. Pentru trimestrul următor, perspectivele favorabile pe piețele materiilor prime externe și interne sunt de natură să determine decelerări ale ritmurilor anuale de creștere a prețurilor pe toate cele trei segmente.

În trimestrul I 2013, indicele anual al valorii unitare a importurilor a redevenit subunitar (99,01 la sută față de 100,64 la sută în trimestrul IV 2012), scăderea inflației importate fiind accentuată de atenuarea semnificativă a deprecierei monedei naționale atât față de euro, cât și față de dolarul SUA.

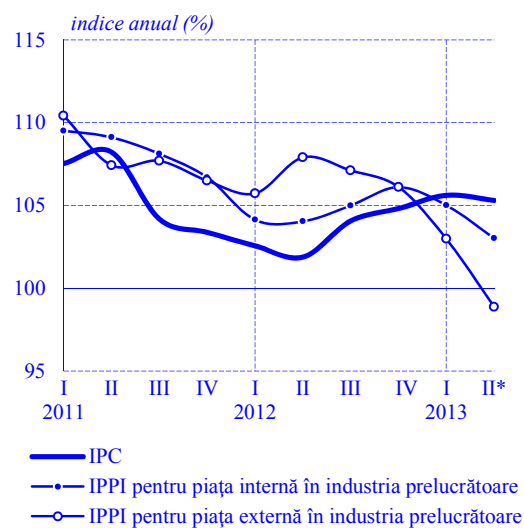
Majoritatea bunurilor importate cu pondere în coșul de consum au consemnat încetiniri ale ritmurilor anuale, cea mai pronunțată fiind vizibilă în cazul combustibililor (indicele valorii unitare a importurilor a devenit subunitar, după trei ani de valori pozitive). Factorul determinant în acest caz a fost reprezentat de scăderea accentuată a cotațiilor petrolului, ca urmare a reducerii cererii din partea unor rafinării din Europa, care aveau programate lucrări de revizie în luna martie. Mișcări de același sens s-au înregistrat și pe segmentul mărfurilor alimentare, pe fondul perspectivei optimiste privind recolta anului 2013, precum și al unor bunuri nealimentare (îmbrăcăminte, încălțăminte), excepție făcând produsele farmaceutice.

De asemenea, absența presiunilor inflaționiste a fost evidentă în cazul bunurilor intermediare și de capital. Astfel, indicele valorii unitare a importurilor de metale și-a accentuat panta descendentă, ca efect al stocurilor ridicate și al cererii globale reduse, iar cel aferent mijloacelor de transport rutier s-a menținut subunitar – evoluție explicată probabil de majorarea importului de mașini *second-hand*¹³.

În trimestrul I 2013, dinamica anuală aferentă prețurilor de producție pentru piața internă s-a majorat comparativ cu intervalul precedent (+1 punct procentual, până la 6,4 la sută), însă evoluția a fost imprimată exclusiv de tarifele reglementate ale energiei electrice. Ritmurile anuale ale prețurilor libere au manifestat în general o tendință de decelerare, în condițiile traiectoriei descendente a prețurilor principalelor materii prime, temperării deprecierei în termeni anuali a monedei naționale și ale cererii deficitare¹⁴.

Prin urmare, singura grupă de bunuri ale cărei prețuri au înregistrat o accelerare de ritm anual a fost cea a bunurilor energetice (+4 puncte procentuale, până la 8,8 la sută), pe seama ramurii de

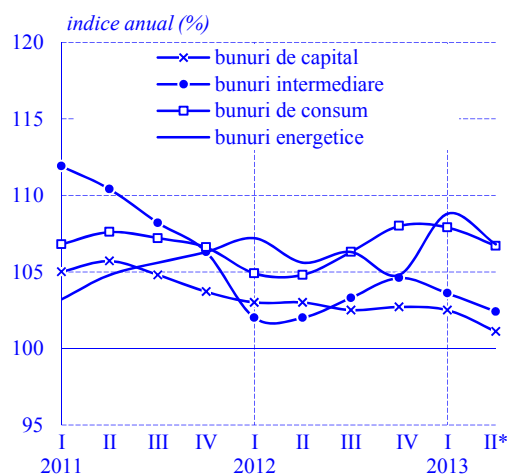
Prețurile producției industriale și de consum



*) apr.-mai

Sursa: INS

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



*) apr.-mai

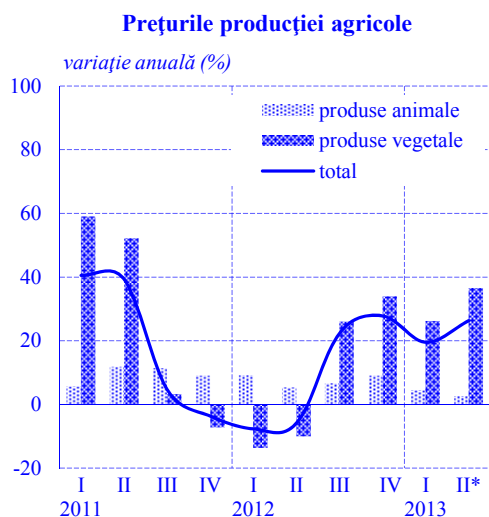
Sursa: INS

¹³ În perioada ianuarie-martie 2013, conform datelor Ministerului Afacerilor Interne, numărul înmatriculărilor de autoturisme din import a crescut cu 47 la sută față de perioada similară a anului anterior.

¹⁴ Volumul cifrei de afaceri pentru piața internă (deflatat cu indicele prețurilor de producție) în industria prelucrătoare a înregistrat în trimestrul I 2013 o reducere de 5,4 la sută în termeni anuali.

producție și furnizare a energiei electrice și termice, dată fiind decizia ANRE de a recunoaște costuri mai mari la producătorii de energie electrică¹⁵ începând cu ianuarie 2013. În același timp, pe segmentul de prelucrare a hidrocarburilor, rata anuală de creștere a prețurilor de producție a coborât până la 0,2 la sută (de la 9,3 la sută în trimestrul IV 2012), un rol important revenind scăderii cotațiilor internaționale ale țițeiului.

Ritmurile anuale aferente celorlalte grupe de bunuri industriale au consemnat decelerări, mai pronunțate în cazul bunurilor intermediare (-1 punct procentual), îndeosebi ca urmare a scăderii prețurilor din industria metalurgică. Această ramură se confruntă nu doar cu lipsa cererii, ci și cu pierderi de competitivitate prin preț asociate costurilor ridicate cu energia (tendință vizibilă la nivelul întregului bloc comunitar), comparativ cu state care beneficiază de un volum ridicat al resurselor energetice și/sau de susținere guvernamentală.



*) apr.-mai

Sursa: INS

Prețurile de producție aferente bunurilor de consum au înregistrat o atenuare marginală a dinamicii anuale (-0,1 puncte procentuale, până la 7,9 la sută), în condițiile unor evoluții divergente la nivelul principalelor subgrupe. Industria alimentară a rămas ramura cu cea mai ridicată rată anuală de creștere, însă estimările optimiste privind producția agricolă (atât pe plan intern, cât și la nivel global) fac previzibilă o traiectorie descendentă în următoarele trimestre. De altfel, perspectivele favorabile ale recoltei din acest an au determinat scăderea consistentă a dinamicii anuale a prețurilor producției agricole în trimestrul I (cu peste 8 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 19,5 la sută), atât pe segmentul vegetal (în special pe grupa cerealelor), cât și pe cel animal.

Pentru trimestrul următor, menținerea trendului descendent al prețurilor externe ale materiilor prime, precum și aprecierea în termeni anuali a monedei naționale în raport cu principalele valute vor contribui în continuare la atenuarea presiunilor exercitate de inflația importată asupra prețurilor interne. În ceea ce privește prețurile de producție pentru piața internă, încetinirea ritmului anual de creștere observată în perioada aprilie-mai (până la 4,9 la sută) este posibil să se mențină la nivelul întregului trimestru, pe fondul scăderii prețurilor pe piața liberă a energiei electrice¹⁶ și al anticipațiilor favorabile referitoare la producția de cereale pe plan intern și regional (Rusia, Ucraina)¹⁷.

¹⁵ De exemplu, +17 la sută în cazul Nuclearelectrica și +76 la sută în cel al Hidroelectrica.

¹⁶ În contextul continuării procesului de deschidere a pieței de energie electrică pentru consumatorii industriali, prețul mediu de tranzacționare pe OPCOM a fost în luna mai cu 32 la sută mai redus față de perioada similară a anului anterior.

¹⁷ Accelerarea din primele două luni ale trimestrului este asociată unei creșteri atipice a prețului legumelor în luna mai, informațiile disponibile indicând o corecție ulterioară.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În contextul ameliorării perspectivei inflației, în principal pe orizontul scurt de timp, BNR a inițiat în trimestrul II o ajustare a conduitei politicii monetare, într-o manieră graduală, de natură să asigure ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste. Astfel, în luna mai, coridorul format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară a fost îngustat, măsura – implementată pe fondul continuării gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar – fiind urmată în luna iulie, corespunzător indicilor oferite anterior de banca centrală, de operarea unei scăderi de 0,25 puncte procentuale asupra ratei dobânzii de politică monetară, după 15 luni de menținere a acesteia la nivelul de 5,25 la sută.

În ședința din 2 mai 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis prelungirea *statu-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară; în aceeași ședință, s-a decis reducerea de la ± 4 la ± 3 puncte procentuale a coridorului format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară, măsura având ca scop diminuarea volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și consolidarea transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară.

Decizia de menținere a ratei dobânzii la nivelul de 5,25 la sută a fost justificată de necesitatea contracarării riscurilor la adresa așteptărilor inflaționiste generate de continuarea plasării valorilor curente¹ și a celor prognozate ale ratei anuale a inflației semnificativ deasupra limitei superioare a intervalului țintei staționare până la epuizarea efectelor adverse ale șocurilor de natura ofertei. Potrivit proiecției actualizate a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu², reînscriserea ratei anuale a inflației în intervalul țintă era anticipată a se produce însă în devans cu două trimestre față de previziunile anterioare, respectiv spre finalul trimestrului III, în principal ca urmare a acțiunii mai favorabile a factorilor de natura ofertei³. Totodată, pe orizontul temporal mai

¹ Rata anuală a inflației a urcat în luna ianuarie la nivelul de 5,97 la sută (de la 4,95 la sută în decembrie 2012), sub impactul majorării tarifelor la energia electrică și al creșterii accizelor (indusă de modificarea nivelului de referință al cursului de schimb al leului utilizat pentru calculul acestora), pentru ca în lunile următoare să coboare ușor, atingând în martie valoarea de 5,25 la sută.

² Conform acesteia, nivelul anticipat a fi atins de rata anuală a inflației în decembrie 2013 era sensibil inferior celui prognozat anterior (3,2 la sută, față de 3,5 la sută).

³ Decurgând din revizuirea descendentă a dinamicii anuale anticipate a prețurilor volatile și a celor administrate.

îndepărtat, valorile prognozate ale ratei anuale a inflației se mențineau, similar proiecției precedente, în interiorul intervalului țintei staționare, perspectiva având ca resort major anticipata consolidare a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat la valori aflate sub punctul central al țintei de inflație, pe fondul prelungirii manifestării presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere (a cărui dimensiune estimată a fost însă revizuită în sens descendent⁴). Pe deasupra, riscurile la adresa perspectivei inflației induse de evoluția pe termen scurt a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, precum și de ajustarea prețurilor administrate se atenuaseră; la rândul ei, balanța riscurilor inflaționiste asociate evoluției fluxurilor de capital destinate economiei românești consemna o relativă echilibrare, în condițiile în care, în funcție de condițiile economice și financiare din mediul extern, implicit de modificarea sentimentului pieței financiare internaționale, dar și de schimbările de percepție a investitorilor asupra pieței financiare românești, acestea puteau genera potențiale presiuni atât în sensul deprecierei, cât și în sensul aprecierii leului.

Menținerea ulterioară a inflației pe coordonatele previzionate, dar mai ales reconfirmarea, în contextul actualizării proiecției pe termen scurt, a perspectivei reluării dezinflației în luna iulie 2013 și a reintrării ratei anuale a inflației în intervalul țintei staționare în lunile septembrie/octombrie, au justificat reluarea la începutul semestrului II a ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară – întrerupt în luna mai 2012 –, Consiliul de administrație al BNR hotărând în ședința din 1 iulie reducerea nivelului acesteia cu 0,25 puncte procentuale (până la 5,00 la sută). Un argument suplimentar în favoarea deciziei l-au constituit accentuarea în primele două luni ale trimestrului II a trendului descendent al ratei anuale a inflației CORE2 ajustat (2,7 la sută în luna mai, față de 3,0 la sută în martie 2013), precum și relativa ameliorare a perspectivei pe termen scurt a acesteia, pe fondul disipării așteptate a influenței șocurilor adverse ale ofertei, de natură să permită manifestarea impactului dezinflaționist al deficitului de cerere agregată. Chiar dacă a suferit o revizuire descendentă în raport cu previziunile anterioare, dimensiunea estimată a *gap*-ului negativ al PIB rămânea semnificativă, dată fiind perspectiva redresării lente a economiei românești, pe fondul prelungirii recesiunii în zona euro și al continuării/accentuării procesului de dezintermediere financiară pe plan european și intern; cel din urmă era reflectat de adâncirea în teritoriul negativ⁵ a dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat⁶, precum și a celei aferente masei monetare.

⁴ Ca urmare a revizuirii crescătoare a datelor istorice, dar mai ales a previziunilor privind dinamica PIB.

⁵ În lunile aprilie-mai 2013.

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

Noua scădere consemnată de variația medie anuală a creditului acordat sectorului privat (până la o valoare de -7,2 la sută, față de -5,2 la sută în trimestrul I 2013) a fost consecința pierderilor de ritm suferite de componenta în lei (-1,4 la sută, față de -1,1 la sută în precedentele trei luni), dar mai ales de cea în valută (-3,9 la sută, față de -3,1 la sută în trimestrul I 2013, pe baza valorilor exprimate în euro), cărora li s-a alăturat efectul statistic exercitat de evoluția cursului de schimb al leului. Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat cu rezultatele ediției din luna mai 2013 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, care au pus în evidență faptul că instituțiile de credit anticipau o prelungire/reluare a deteriorării cererii de credite a societăților nefinanciare și a populației în trimestrul II 2013, dar și o nouă înăsprire a majorității standardelor de creditare. Spre deosebire însă de precedentele perioade, segmentul cel mai afectat a fost cel al societăților nefinanciare, care a consemnat o accentuare a declinului dinamicii anuale a creditelor (-6,9 la sută în primele două luni ale trimestrului II, comparativ cu -3,6 la sută în trimestrul I), la care a contribuit, pe lângă prelungirea contracției componente în valută (-6,3 la sută, față de -4,2 la sută în precedentele trei luni, pe baza valorilor exprimate în euro), și diminuarea mai pregnantă a ratei de creștere a componente în lei (2,3 la sută, față de 4,5 la sută în trimestrul I). Și variația anuală a creditelor acordate populației a continuat să se reducă, însă relativ mai lent (-7,5 la sută, de la -6,2 la sută în trimestrul I 2013). Dinamica anuală a creditelor de consum și-a atenuat oarecum panta descendentă, în timp ce creditele pentru locuințe au consemnat o nouă scădere a ritmului anual de creștere; cea din urmă a reflectat însă exclusiv efectul statistic al aprecierii în termeni anuali a leului, în condițiile în care componenta în lei a acestor credite a continuat să acumuleze câștiguri semnificative de ritm (24,2 la sută, față de 18,9 la sută în precedentele trei luni), iar cea în valută (exprimată în euro) a consemnat la rândul ei o creștere marginală.

Reflectând aceste evoluții, variația anuală a masei monetare a revenit pe o traiectorie descendentă (-2,3 la sută ca medie a lunilor aprilie-mai), după ce la finele trimestrului I consemnase o relativă ameliorare (-1,1 la sută în martie). Deteriorarea a fost indusă, pe de o parte, de reînscirerea pe o pantă descendentă a dinamicii anuale a componente destinate tranzacțiilor (M1) și, pe de altă parte, de scăderea variației anuale a depozitelor la termen sub doi ani, regăsită cu precădere la nivelul sectorului populației. Comportamentul depozitelor persoanelor fizice s-a corelat în mică măsură cu evoluția salariului mediu net real, potențialii determinanți ai acestuia constituindu-i creșterea în respectivul interval a interesului populației pentru plasamente în alte active financiare (inclusiv acțiuni), alături de foarte probabila sporire a volumului rambursărilor de credite.

Gestionarea adecvată a lichidității de către banca centrală a fost menținută în trimestrul II, corespunzător deciziilor adoptate de Consiliul de administrație al BNR; acomodarea necesarului de lichiditate al instituțiilor de credit s-a realizat prin operațiuni *repo* pe termen de o săptămână, efectuate prin procedura licitațiilor fără plafon, în cadrul cărora cererea de lichiditate a băncilor a fost satisfăcută integral. Pe fondul continuării relaxării condițiilor lichidității, inclusiv ca efect al relativei amplificări a injecțiilor de lichiditate generate de factorii autonomi, ratele dobânzilor interbancare și-au prelungit scăderea, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței și-au accentuat declinul. În a doua parte a trimestrului, ratele dobânzilor ON s-au re poziționat pe un palier relativ mai înalt, ca urmare a inversării temporare a sensului acțiunii factorilor autonomi ai lichidității; evoluția a fost acompaniată de o reducere a volatilității acestora, ca efect al îngustării coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară. La rândul lor, cotațiile pe termen mai lung au consemnat o mișcare ascendentă; valorile atinse au rămas însă inferioare ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care indiciile oferite de banca centrală au avut ca efect o ajustare a așteptărilor privind traiectoria din perioada următoare a ratei dobânzii-cheie.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al pieței monetare interbancare a continuat să scadă în trimestrul II 2013, o tendință similară fiind manifestată, pe parcursul lunilor martie-mai 2013, de cea mai mare parte a ratelor dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen. Cursul de schimb leu/euro și-a sporit volatilitatea în intervalul aprilie-iunie, într-un context marcat de amplificarea fluctuațiilor apetitului global pentru risc. Scăderea dinamicii anuale a masei monetare s-a întrerupt temporar, exclusiv ca efect al majorării unor cheltuieli bugetare și a plăților efectuate din fonduri europene, creditul acordat sectorului privat continuând să își diminueze variația anuală.

2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare și-au menținut trendul rapid descendent în prima parte a trimestrului II 2013, media lunară a acestora coborând în aprilie la un minim istoric⁷ (2,81 la sută). Ulterior, aceste rate au consemnat o ușoară corecție, reapropiindu-se de nivelul ratei dobânzii de politică monetară. Pe ansamblul perioadei, media randamentelor de pe piața monetară interbancară s-a situat însă la o valoare inferioară celei înregistrate în trimestrul precedent (3,42 la sută, față de 4,81 la sută).

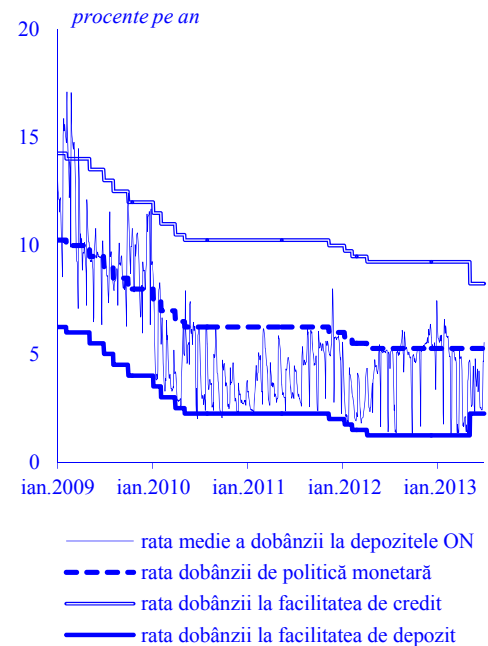
⁷ Seria de date acoperă ultimii 20 de ani.

Ratele depozitelor ON au fluctuat în prima parte a perioadei analizate în apropierea limitei inferioare a coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente oferite de banca centrală. Evoluția a reflectat prelungirea tendinței de relaxare a condițiilor lichidității pieței monetare, susținută inclusiv de continuarea derulării de către BNR a licitațiilor *repo* fără plafon, cu frecvență săptămânală, în cadrul cărora cererea băncilor a fost satisfăcută integral; pe ansamblul trimestrului, volumul acestor operațiuni s-a redus însă comparativ cu cel din perioada anterioară, în condițiile în care acțiunea factorilor autonomi a avut drept rezultată o injecție netă de lichiditate. În a doua parte a trimestrului, randamentele pe termen foarte scurt de pe piața monetară interbancară au tins să se apropie de rata dobânzii de politică monetară, pe fondul reamplificării temporare a absorbțiilor de lichiditate efectuate de Trezorerie, precum și a cererii de lei din partea nerezidenților. Volatilitatea ratelor dobânzilor ON s-a atenuat însă, ca efect al îngustării coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară.

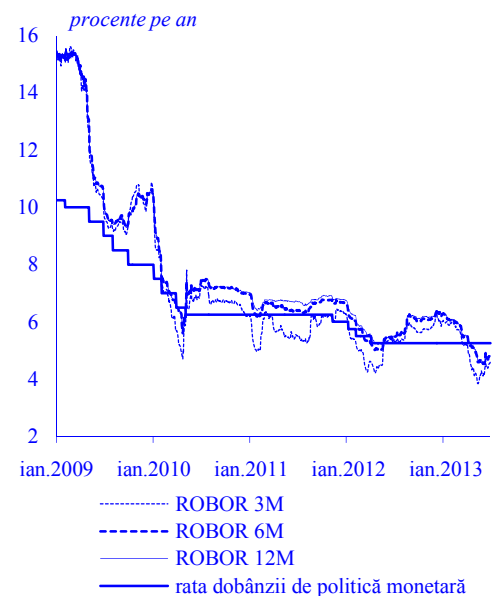
Toate cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare – inclusiv cele aflate la limita superioară a spectrului de maturități – au coborât în luna aprilie sub nivelul ratei dobânzii de politică monetară; declinul acestora s-a accentuat în următoarea lună, în condițiile ajustării așteptărilor instituțiilor de credit privind perspectiva condițiilor lichidității și a traiectoriei ratei dobânzii-cheie a BNR. Ulterior, cotațiile ROBOR au înregistrat o ușoară creștere, succedată, spre finele trimestrului, de o stabilizare a acestora la niveluri inferioare cu circa 0,4-0,6 puncte procentuale ratei dobânzii de politică monetară. Ca urmare, media cotațiilor ROBOR3M din luna iunie (4,45 la sută) s-a situat cu 0,91 puncte procentuale sub cea consemnată în ultima lună a trimestrului precedent; scăderi de amplitudini relativ similare au înregistrat și valorile medii ale cotațiilor aferente maturităților de 6, respectiv 12 luni (4,72 la sută, respectiv 4,77 la sută).

La rândul ei, traiectoria ratelor dobânzilor la titlurile de stat a reflectat atât impactul exercitat de persistența condițiilor relaxate ale lichidității și de ajustarea așteptărilor instituțiilor de credit privind evoluția viitoare a ratei dobânzii de politică monetară, cât și menținerea interesului ridicat al investitorilor pentru acest tip de plasamente, context în care randamentul maxim acceptat pe piața primară a titlurilor de stat a continuat să scadă până la jumătatea lunii mai. Ulterior, acesta a înregistrat o corecție ascendentă⁸, evoluția – relativ similară celei consemnate pe alte piețe emergente – fiind în principal consecința deteriorării sensibile a apetitului global pentru risc, implicând reducerea cererii de obligațiuni a

Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



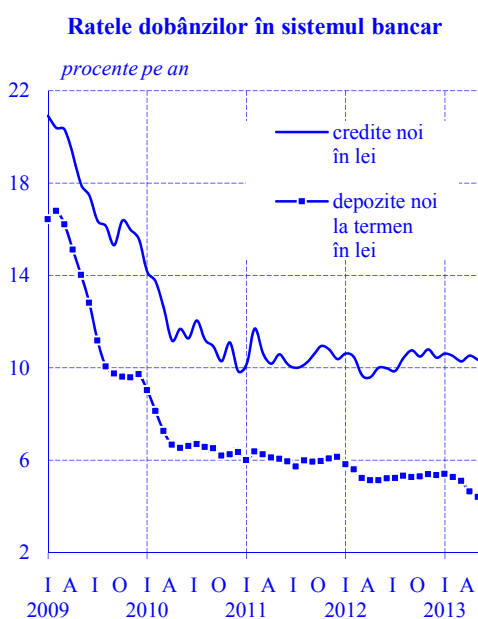
Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



⁸ Valorile înregistrate menținându-se însă semnificativ inferioare celor din luna decembrie 2012.

investitorilor nerezidenți (potrivit evoluțiilor și informațiilor de pe piața valutară interbancară). Ca urmare, după ce în lunile aprilie și mai volumul emisiunilor de titluri s-a situat în preajma celui anunțat, în luna iunie raportul dintre respectivele volume a devenit subunitar, în condițiile în care, pentru prima dată în ultimele 10 luni, MFP a respins integral o parte din ofertele prezentate în cadrul unor licitații de titluri de stat. Cu toate acestea, pe ansamblul trimestrului, volumul total al titlurilor emise (8,4 miliarde lei față de 18,4 în trimestrul I) a fost superior celui scadent, el continuând totodată să fie reprezentat în cea mai mare parte de obligațiuni (85 la sută din volumul pus în circulație, față de 74 la sută în trimestrul I).

Pe piața secundară, cotațiile de referință ale titlurilor de stat au avut o evoluție asemănătoare randamentelor de pe piața primară, ele inversându-și sensul mișcării la mijlocul lunii mai, fără a urca însă la niveluri superioare celor consemnate în martie 2013. Volumul tranzacțiilor a înregistrat o creștere față de trimestrul I, în principal datorită amplificării consemnate de tranzacțiile ireversibile în lunile aprilie și mai.



Reflectând tendința descendentă a cotațiilor ROBOR, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au continuat să scadă în perioada martie-mai 2013 (-0,86 puncte procentuale, până la 4,40 la sută, respectiv -0,16 puncte procentuale, până la 10,35 la sută în mai), evoluțiile fiind omogene ca sens din perspectiva principalelor categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen a scăzut atât pe segmentul societăților nefinanciare (-1,18 puncte procentuale, până la 3,86 la sută), cât și pe cel al populației (-0,39 puncte procentuale, până la 5,14 la sută în mai). În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a diminuat (-0,81 puncte procentuale, până la 11,84 la sută în mai), evoluția reflectând ajustările descendente operate la nivelul tuturor categoriilor majore de împrumuturi. O scădere de mai mici dimensiuni, însă, a consemnat costul mediu cu dobânda al creditelor noi ale societăților nefinanciare (-0,12 puncte procentuale, până la 9,46 la sută în mai), iar evoluțiile lunare ale acestuia au fost volatile, inclusiv datorită relativei amplificări a ponderii deținute în totalul creditelor noi ale societăților nefinanciare de creditele noi cu valoare mică (sub 1 milion echivalent euro), având atașată o rată de dobândă superioară mediei.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2012 5 luni	2013 5 luni
Contul financiar	564	-1 289
Investiții directe	619	347
- rezidenți în străinătate	-37	-67
- nerezidenți în România	656	414
Investiții de portofoliu și derivate financiare	1 336	4 117
- rezidenți în străinătate	-261	-388
- nerezidenți în România	1 598	4 504
Alte investiții de capital	-1 247	-4 075
- credite și împrumuturi de la FMI	0	-1 813
- investiții pe termen mediu și lung	448	-1 588
- investiții pe termen scurt	-741	-222
- numerar și depozite pe termen scurt	-1 118	488
- altele	164	-938
Active de rezervă ale BNR (net)		
(„-” creștere/„+”scădere)	-145	-1 679

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

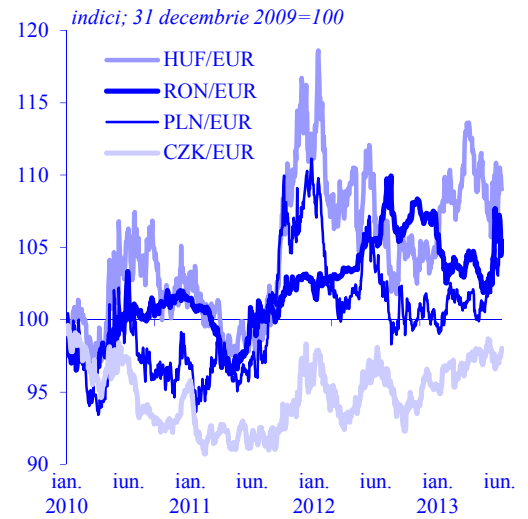
În trimestrul II, cursul de schimb leu/euro a consemnat modificări bruște și frecvente de traiectorie, exclusiv datorită accentuării volatilității apetitului global pentru risc, pe fondul succesiunii unor semnale mixte privind perspectiva conduitei politicii monetare a principalelor bănci centrale; influența exercitată asupra sa de determinanții interni a fost, în schimb, consecvent favorabilă.

Rata de schimb leu/euro s-a poziționat pe un trend descendent în aprilie, într-un context caracterizat prin creșterea apetitului global pentru risc, susținută de: (i) decizia Băncii Angliei de continuare a programului de achiziții de active financiare, dar mai ales de (ii) anunțul Băncii Japoniei privind implementarea unui nou set de măsuri de stimulare a economiei, implicând, printre altele, dublarea volumului achizițiilor de obligațiuni guvernamentale, precum și de (iii) așteptările referitoare la diminuarea de către BCE a ratei dobânzii de politică monetară. Traectoria ratei leu/euro a beneficiat și de evoluția relativ favorabilă în raport cu așteptările analiștilor a unor indicatori relevanți publicați în acest interval, respectiv PIB din trimestrul IV 2012 (date provizorii), soldul balanței comerciale/contului curent din primele 2 luni ale anului curent, producția industrială și vânzările cu amănuntul din luna februarie 2013.

După ce a atins minimumul acestui an în data de 29 aprilie, cursul de schimb leu/euro a suferit însă – alături de ratele de schimb ale celorlalte monede din regiune – o inversare de traiectorie, la originea căreia s-a aflat efectul advers exercitat asupra sentimentului pieței financiare globale de: (i) declarațiile/comentariile unor oficiali Fed privind posibila adoptare în următoarele luni a unei decizii de diminuare a programului de achiziții de active financiare al acestei instituții și, posibil, de (ii) înrăutățirea așteptărilor privind evoluția economiei din zona euro, ca urmare a contracției peste așteptări suferite de aceasta în primul trimestru al anului 2013. Presiunile de depreciere au fost totuși mai puțin intense în cazul leului comparativ cu cele exercitate asupra altor monede din regiune⁹, în condițiile în care interesul investitorilor financiari pentru achiziționarea de active financiare denominate în monedă națională a rămas ridicat, date fiind: (i) menținerea atractivității randamentelor titlurilor de stat denominate în lei, (ii) evoluția peste așteptări a unor indicatori publicați în acest interval¹⁰, precum și (iii) publicarea recomandării CE de abrogare a procedurii de deficit excesiv pentru România.

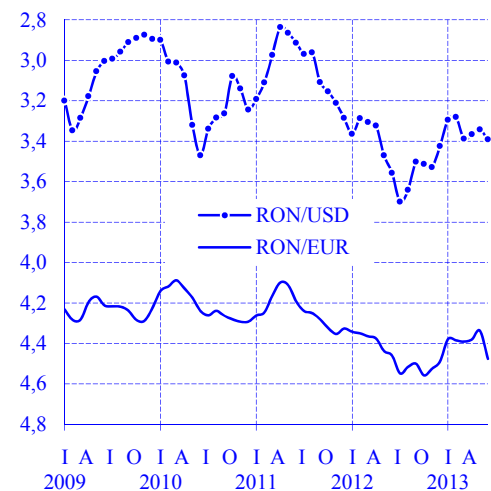
Variațiile zilnice ale ratei de schimb leu/euro au crescut în luna iunie, iar leul a consemnat depreciere episodice relativ ample, pe fondul amplificării sensibile a volatilității fluxurilor de capital, în special a celor adresate economiilor emergente, ca urmare a exacerbării sensibilității piețelor financiare internaționale față de potențialele indicii privind viitoarele decizii de politică monetară

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Cursul de schimb nominal



⁹ Ritmul de creștere a raportului leu/euro pe parcursul lunii mai a fost relativ lent, astfel încât valoarea medie a ratei leu/euro a înregistrat o scădere de 1,0 la sută față de cea consemnată în luna anterioară. Zlotul și coroana cehă s-au depreciat însă cu 1,0 la sută și, respectiv, 0,2 la sută în termeni nominali în raport cu euro.

¹⁰ Soldul contului curent și PIB din trimestrul I 2013 – estimare *semnal* și volumul producției industriale consemnat în luna martie.

ale Fed¹¹. În acest context, cererea excedentară de devize formulată de clienții nerezidenți pe piața valutară interbancară s-a majorat, reflectând inclusiv posibila diminuare a deținerilor acestora de titluri de stat denominate în lei, iar rata medie de schimb leu/euro a consemnat o creștere de 3,1 la sută.

Pe ansamblul perioadei analizate, leul s-a depreciat cu 1,9 la sută în termeni nominali și, respectiv, 1,6 la sută în termeni reali în raport cu euro; față de dolarul SUA, leul s-a depreciat cu doar 0,1 la sută în termeni nominali (în termeni reali s-a apreciat cu 0,2 la sută), în condițiile în care acesta și-a diminuat valoarea pe piețele financiare internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul s-a apreciat însă față de ambele monede.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul martie-mai 2013, dinamica negativă a masei monetare¹² (M3) s-a atenuat (-1,9 la sută, față de -3,7 la sută în perioada decembrie 2012 – februarie 2013), evoluția asociindu-se majorării unor cheltuieli bugetare și a plăților din fondurile europene – concentrată, în cazul celor din urmă, la nivelul lunii martie –, precum și potențialelor realocări de plasamente ale companiilor dinspre titluri de stat și depozite cu scadența mai mare de doi ani înspre depozite incluse în M3. Aceste influențe au devansat efectul nefavorabil exercitat asupra lichidității din economie de continuarea contracției dinamicii creditului acordat sectorului privat – pe fondul ajustării bilanțurilor diferitelor categorii de agenți economici, inclusiv ale băncilor –, precum și de impactul statistic al modificării cursului de schimb leu/euro.

Plusul de dinamică acumulat de M3 s-a datorat evoluției îmbunătățite a componentei sale lichide, a cărei variație negativă s-a atenuat, pe seama aportului numerarului în circulație, precum și al depozitelor *overnight* în lei ale populației și ale companiilor. În schimb, valoarea negativă a dinamicii depozitelor la termen sub doi ani s-a majorat ușor, exclusiv datorită scăderii variației plasamentelor populației, aceasta intrând, pentru prima oară în ultimii șapte ani și jumătate, în teritoriul negativ.

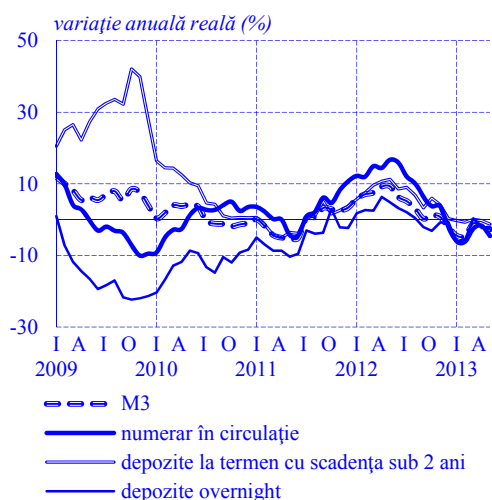
Analiza structurii pe deținători a M3 relevă majorarea dinamicii depozitelor companiilor, mișcarea, regăsită atât în cazul societăților nefinanciare, cât și în cel al instituțiilor financiare nemonetare, corelându-se cu: (i) creșterea unor cheltuieli bugetare și a

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2012			2013		
	II	III	IV	I	apr.	mai
	ritm mediu al trimestrului					
M3	8,3	2,9	-0,1	-3,3	-1,9	-2,7
M1	8,5	3,4	-0,4	-4,2	-2,1	-3,0
Numerar în circulație	15,7	9,6	1,8	-4,9	-1,7	-4,6
Depozite overnight	4,8	0,2	-1,6	-3,8	-2,3	-2,1
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	10,2	6,4	3,5	-0,3	-0,2	-1,2

Sursa: INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

¹¹ Printre acestea s-au numărat raportul lunar din iunie privind evoluțiile de pe piața muncii din SUA, ședința Fed și declarațiile președintelui Ben Bernanke la conferința de presă din 19 iunie.

¹² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2013.

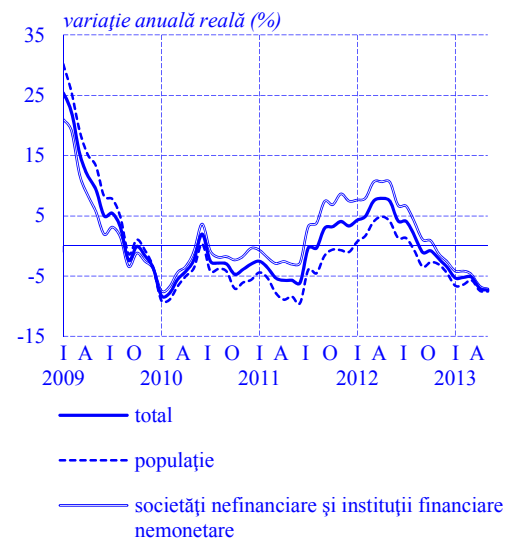
volumului plăților din fondurile structurale¹³; (ii) reorientarea mai pregnantă a respectivelor entități către plasamentele în depozite și (iii) majorarea cotei de contribuții destinate Pilonului II al sistemului de pensii. În schimb, ritmul de creștere a depozitelor din M3 ale populației a continuat să scadă, evoluția având drept posibile explicații realocarea unor sume dinspre depozite înspre deținerile de acțiuni¹⁴, precum și amplificarea volumului rambursărilor de împrumuturi bancare. În ceea ce privește structura pe monede a masei monetare, ponderea medie a depozitelor în devize s-a redus ușor, pe seama efectului statistic al cursului de schimb lei/euro, precum și a relativei ameliorări a variației depozitelor în lei.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, îmbunătățirea dinamicii acestui agregat monetar a reflectat atenuarea variației negative a creditului net acordat administrației publice centrale și încetinirea vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital); aceste influențe au fost parțial compensate de impactul nefavorabil al reducerii dinamicii creditului acordat sectorului privat și respectiv a celei aferente activelor externe nete ale sectorului bancar.

Creditul

În perioada martie-mai 2013, variația¹⁵ creditului acordat sectorului privat a continuat să se adâncească în teritoriul negativ (-6,5 la sută, față de -4,7 la sută în perioada decembrie 2012 – februarie 2013), evoluția, evidențiată atât la nivelul populației, cât și la cel al companiilor, reflectând prelungirea caracterului anemic al cererii de împrumuturi, precum și înăsprirea condițiilor ofertei de credite¹⁶. Din perspectiva structurii pe monede, ambele componente au continuat să înregistreze o scădere de ritm, relativ încetinită însă în cazul împrumuturilor în valută (exprimate în euro). O asemenea evoluție, căreia i s-a asociat efectul statistic al

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



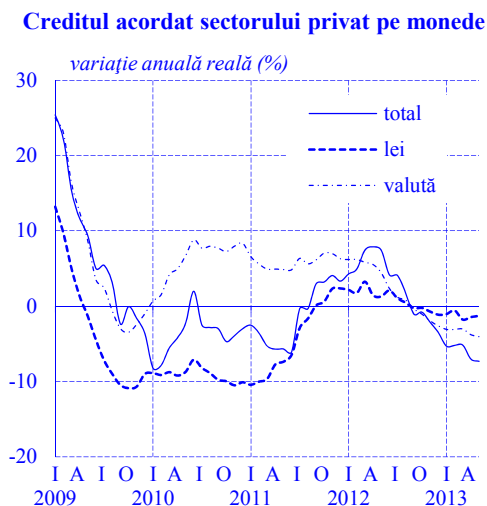
Sursa: INS, BNR

¹³ Conform comunicatelor de presă ale MFE și APIA, în această perioadă s-au efectuat cheltuieli suplimentare reprezentând plăți pentru sectorul agricol, rambursarea unor sume restante către beneficiarii fondurilor structurale și de coeziune, stingerea unor arierate de către autoritățile locale și plăți din fondul național de sănătate.

¹⁴ Conform comunicatului de presă al BVB, în luna aprilie 2013 s-a derulat oferta publică de vânzare a 15 la sută din acțiunile Transgaz deținute de stat, dintre care o mare parte a fost achiziționată de persoanele fizice, care au beneficiat de un discount din prețul de vânzare, iar conform comunicatului de presă al Băncii Transilvania, în luna mai 2013 au fost emise obligațiuni convertibile în acțiuni, din care o mare parte a fost subscrisă de acționari.

¹⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2013.

¹⁶ Conform ultimei ediții a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, în T1 2013 cererea de credite a rămas constantă, cu excepția celei destinate consumului, care s-a diminuat. Totodată, standardele de creditare au devenit mult mai restrictive în special în cazul împrumuturilor acordate societăților nefinanciare și celor destinate achiziționării de locuințe. Pentru T2 2013 băncile anticipau menținerea majorității acestor tendințe.



Sursa: INS, BNR

cursului de schimb lei/euro, a avut drept consecință stagnarea la minimul ultimilor doi ani a ponderii medii a creditului în valută în total credit acordat sectorului privat.

Trendul descrescător al dinamicii creditelor acordate populației s-a încetinit ușor comparativ cu intervalul precedent, el localizându-se la nivelul împrumuturilor pentru consum în devize și al celor pentru alte scopuri; dinamica negativă a componentei în lei a primei categorii de credite s-a ameliorat însă – în premieră pentru ultimul an –, pe fondul extinderii ofertelor promoționale ale băncilor. La rândul lor, creditele pentru locuințe au continuat să-și accelereze ritmul de creștere, în principal pe seama componentei în lei, cel mai probabil ca efect al reglementărilor BNR destinate creditării persoanelor fizice¹⁷.

În schimb, viteza contracției creditului acordat societăților nefinanciare a rămas relativ constantă, evoluția – produsă pe fondul diminuării volumului creditelor noi¹⁸ – reflectând pierderea mai pregnantă de ritm suferită de împrumuturile pe termen scurt. Atât componenta în valută, cât și cea în lei au consemnat dinamici în scădere, declinul fiind însă mai vizibil în cazul celei din urmă.

¹⁷ Regulamentul BNR nr. 24/2011 privind creditele destinate persoanelor fizice.

¹⁸ Pe baza datelor de la CRC privind creditele în valoare de peste 20 000 lei acordate în perioada analizată, comparativ cu cele din perioada martie-mai 2012.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,1 la sută la sfârșit de an, atât pentru 2013, cât și pentru 2014, valori situate cu 0,1 și, respectiv, 0,2 puncte procentuale sub nivelurile prognozate în Raportul asupra inflației din luna mai 2013.

Actualizarea prognozei ratei inflației implică reevaluări ale contribuțiilor principalelor componente ale coșului de consum. Astfel, comparativ cu runda anterioară de prognoză, pentru finele ambilor ani revizuirea în jos a proiecției este determinată de contribuții mai scăzute ale dinamicii prețurilor administrate și ale inflației CORE2 ajustat și, pentru sfârșitul anului 2014, și ale dinamicii prețurilor combustibililor. În anul 2013, efectele factorilor cu evoluții mai favorabile decât cele anticipate anterior sunt parțial compensate de revizuirii în sus ale dinamicilor prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), ale celor ale combustibililor și ale accizelor (pentru tutun și alcool).

Proiecția prevede reducerea rapidă a ratei anuale a inflației în cursul trimestrului III 2013, de la 5,37 la sută în iunie la 3,0 la sută în septembrie. Ulterior, rata inflației este proiectată a se menține la valori care nu vor depăși 3,1 la sută până la sfârșitul anului 2014, cu atingerea unui minim de 2,1 la sută în trimestrul I 2014. Pentru prima jumătate a anului 2015 se prevede o creștere ușoară a ratei inflației până la 3,3 la sută, valoare situată în limitele intervalului-țintă.

Prognozarea unei dezinflații substanțiale în prima parte a intervalului de proiecție este susținută de ipoteza, inclusă în scenariul de bază, a unui an agricol 2013 normal, comparativ cu cel puternic nefavorabil 2012. Această anticipare implică disiparea treptată a șocurilor adverse de natura ofertei din anul precedent și 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. La reducerea inflației este de așteptat să contribuie semnificativ și decelerarea până în trimestrul I 2014 a ritmurilor anuale de creștere a prețurilor administrate și a prețurilor produselor din tutun.

Rata inflației CORE2 ajustat este prognozată a continua traiectoria descendentă pe care s-a înscris în prima jumătate a anului curent, coborând până la un minim de 1,8 la sută în trimestrele III și IV 2013. Pe lângă epuizarea deja menționată a efectelor șocurilor adverse de ofertă din 2012, dar în relație cu aceasta, decelerarea inflației de bază va fi susținută de

ameliorarea treptată a anticipațiilor privind inflația, sub impactul calibrării unei conduite adecvate a politicii monetare pe parcursul următoarelor opt trimestre.

Proiecția inflației de bază prevede menținerea unor rate de creștere sub 2 la sută până la mijlocul anului 2014. Pentru restul perioadei de referință, se anticipează că, sub impactul consolidării activității economice interne, reflectată într-o ușoară diminuare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere, și pe fondul disipării treptate a efectelor de bază favorabile din 2013, rata inflației CORE2 ajustat va urca și se va stabiliza la valori situate ușor peste 2 la sută.

Comparativ cu prognoza anterioară, revizuirea în jos a ratei inflației CORE2 ajustat pe cea mai mare parte a intervalului (din care -0,2 și -0,1 puncte procentuale pentru finele anilor 2013 și, respectiv, 2014) este rezultatul proiectării unor ritmuri mai scăzute de creștere a prețurilor de import și a prețurilor alimentelor procesate și al unor valori mai reduse ale anticipațiilor privind inflația. Presiuni dezinflaționiste sunt prevăzute a fi generate în continuare de persistența deficitului de cerere, dar cu o intensitate mai redusă decât în runda anterioară de prognoză, pe fondul reevaluării la valori mai puțin negative a deviației PIB de la nivelul său potențial.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare calibrarea prudentă a 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. Conform evaluării Consiliului de administrație al BNR, la orizonturi apropiate atingerea acestor obiective este compatibilă cu relaxarea graduală a conduitei politicii monetare, condiționată de asigurarea unei ancorări eficiente a anticipațiilor inflaționiste și de absența producerii la aceste orizonturi a unor șocuri adverse din partea mediului intern și internațional.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată, pe termen scurt, în sensul unor abateri în jos de la scenariul de bază, în timp ce pe termen mediu apar a fi ușor mai accentuate riscurile unor abateri de sens contrar.

Posibilitatea ca la orizonturi apropiate rata inflației să se plaseze la valori situate sub cele proiectate este sugerată de informații survenite ulterior finalizării proiecției macroeconomice și, deci, care nu au fost incluse în scenariul de bază. Acestea includ semnalele privind recolta internă foarte bună pe segmentul alimentelor cu prețuri volatile (LFO) și pe cel al unor materii prime agricole încorporate în produsele alimentare procesate,

precum și anunțul guvernului privind decizia reducerii, cu începere de la 1 septembrie 2013, a cotei TVA pentru făină și pâine.

Mediul extern, marcat în continuare de incertitudine, continuă să fie sursa unor riscuri a căror materializare ar putea genera șocuri adverse asupra inflației. Aceste riscuri sunt, în principal, asociate posibilității creșterii volatilității fluxurilor de capital orientate către economia românească, în contextul mai larg al variabilității apetitului pentru risc al investitorilor față de economiile emergente în ansamblu. O importantă sursă de incertitudine o constituie orizontul refacerii dinamicii PIB în economiile principalilor parteneri comerciali ai României, date fiind repetatele revizuri nefavorabile ale prognozelor de creștere economică a UE și persistența problemelor de sustenabilitate a datoriilor suverane și a celor asociate calității bilanșurilor bancare ale unor țări din zona euro. Abateri nefavorabile de la scenariul de bază ale coordonatelor cererii externe ar afecta negativ creșterea economică internă. Aceasta ar atrage deteriorarea percepției investitorilor asupra perspectivelor economiei românești, cu un probabil impact negativ asupra primei de risc asociate plasamentelor investitorilor străini în monedă națională, și reducerea fluxurilor de capital destinate finanțării economiei naționale. În plus, incertitudinile cu privire la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american, reflectate în scăderea apetitului global pentru risc, ar fi de natură să amplifice pericolul reducerii fluxurilor de capital destinate economiilor emergente, inclusiv României. Indiferent de sursa generatoare, materializarea unor reduceri substanțiale ale resurselor de finanțare a creșterii economice ar declanșa presiuni de depreciere a monedei naționale cu efecte negative asupra stabilității prețurilor și a celei financiare.

Pe plan intern, rigiditățile structurale care persistă în cadrul economiei naționale împiedică ajustarea factorilor economici în sensul atenuării cu eficiență sporită a 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 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

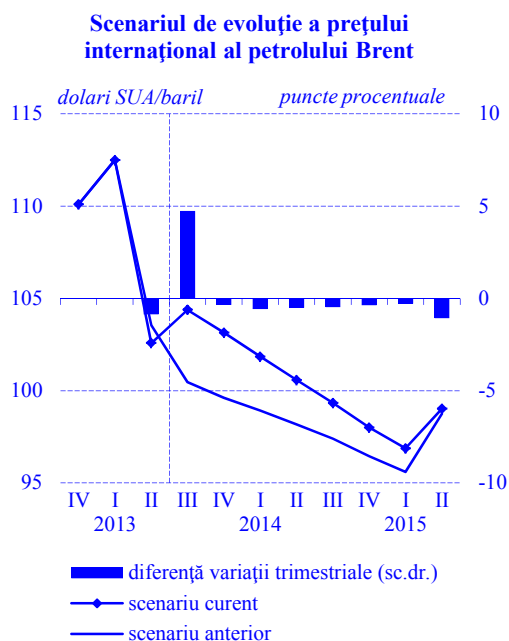
Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2013	2014
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	105,7	99,9
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,30	1,27
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,20	0,33
Creștere economică în UE efectiv (%)	-0,19	1,40
Inflația anuală din zona euro (%)	1,49	1,48

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

Scenariul de creștere economică externă prevede o contracție a PIB UE efectiv¹ cu 0,19 la sută în 2013, urmată de o creștere cu 1,40 la sută în 2014, ambele valori revizuite în scădere față de raportul anterior². Pentru anul curent, revizuirea este motivată de preconizarea reducerii în continuare a gradului de îndatorare a sectorului privat în unele țări și de nivelurile încă scăzute ale încrederii agenților economici. Proiectarea unei ușoare redresări economice în 2014 se bazează pe anticiparea ameliorării, la acest orizont, atât a cererii globale pentru exporturile zonei, cât și a cererii interne a acesteia ca efect al caracterului acomodativ al politicii monetare a BCE, de așteptat a fi menținut.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro este anticipată a se reduce semnificativ comparativ cu 2012, urmând a se situa la o valoare inferioară reperului de 2 la sută pentru stabilitatea prețurilor, respectiv 1,5 la sută, atât în 2013, cât și în 2014. Această scădere este determinată de decelerarea așteptată a dinamicii prețurilor produselor energetice, coroborată cu anticiparea menținerii presiunilor dezinflaționiste din partea deficitului de cerere pe întregul interval de prognoză, precum și cu așteptări de inflație ale agenților economici ferm ancorate la valori scăzute.



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

Se prognozează că rata dobânzii EURIBOR la 3 luni va atinge un nivel minim istoric în 2013, sub influența conduitei politicii monetare a BCE, urmând a se majora ușor în 2014. În concordanță cu perspectivele revizuite în scădere cu privire la evoluția activității economice din UE și din zona euro, moneda europeană este prevăzută a înregistra o ușoară depreciere în raport cu dolarul SUA, până la un nivel al cursului de schimb de 1,27 EUR/USD în trimestrul II 2014, urmată de conservarea acestei valori, cu foarte mici fluctuații, până la orizontul proiectiei.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent, fundamentat pe baza cotațiilor futures³, prevede o scădere graduală începând cu T4 2013⁴, urmată de revenirea la dinamici pozitive la finele intervalului de prognoză, sub impulsul unei accelerări treptate a activității economice mondiale către acest orizont.

¹ UE-28 excluzând România. Indicatorul este calculat pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE. Începând cu această rundă de proiecție, Croația a fost inclusă în rândul țărilor membre UE, acest lucru nefectând, însă, semnificativ revizuirea creșterii economice UE efectiv.

² Noile valori sugerează un impact mai restrictiv al *gap*-ului PIB UE efectiv asupra deviației PIB intern de la trend comparativ cu prognoza anterioară.

³ Sursa: Bloomberg (cotații preluate la data de 9 iulie 2013).

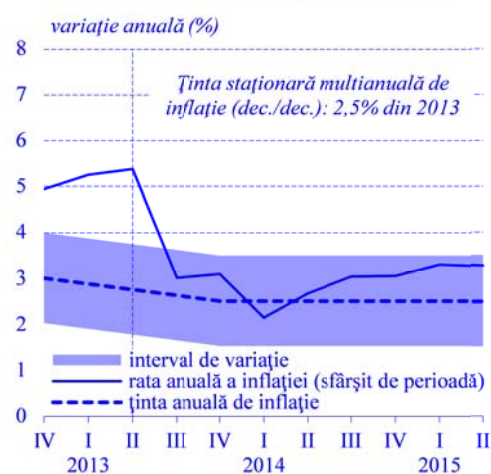
⁴ În ipoteza neescaladării tensiunilor geopolitice din zona Canalului Suez.

1.2. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC la valoarea de 3,1 la sută atât la sfârșitul anului 2013, cât și la finele celui următor, valoare situată în intervalul de variație din jurul țintei centrale de inflație⁵. Comparativ cu raportul publicat în luna mai, valorile proiectate sunt marginal mai reduse, cu 0,1 și, respectiv, 0,2 puncte procentuale la finele celor doi ani. Pentru sfârșitul anului curent, în condițiile unor dinamici relativ mai alerte ale prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), ale celor ale combustibililor și ale accizelor (pentru tutun și alcool), revizuirea în jos a ratei anuale a inflației IPC se datorează proiectării unor contribuții mai favorabile din partea prețurilor administrate și a inflației CORE2 ajustat. Acești din urmă determinanți, la care se adaugă și evoluția prețurilor combustibililor, sunt preconizați să contribuie la dezinflație și în cursul anului viitor, în timp ce dinamicile anuale din cadrul celorlalte subgrupe ale indicelui IPC vor exercita contribuții relativ similare celor prevăzute anterior.

Pe fondul evoluției favorabile procesului dezinflaționist din partea tuturor componentelor coșului IPC, dinamica anuală a prețurilor este prevăzută a încetini semnificativ în prima parte a intervalului de prognoză, reintrând în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale în trimestrul III al anului curent și coborând în jumătatea inferioară a acestuia în primul trimestru al anului următor. Principalele contribuții la decelerarea semnificativă a ratei anuale a inflației IPC provin din partea prețurilor LFO și a celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat, ca urmare a dispărării șocurilor adverse de natura ofertei asociate recoltei agricole reduse din anul precedent, în ipoteza tot mai probabilă a unui an agricol normal în 2013. Sub impactul favorabil al efectelor de bază asociate atenuării acestor șocuri, de așteptat a imprima inclusiv așteptărilor privind inflația ale agenților economici o traiectorie descrescătoare⁶, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată în reducere până la valoarea de 1,8 la sută în septembrie 2013, menținându-se în apropierea acestui nivel până la finele anului curent. Pe parcursul anului 2014, sub impactul consolidării activității economice interne, reflectată într-o ușoară diminuare a presiunilor dezinflaționiste induse de deficitul de cerere și pe fondul dispărării treptate a efectelor de bază favorabile, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat este

Previziuni privind evoluția inflației



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

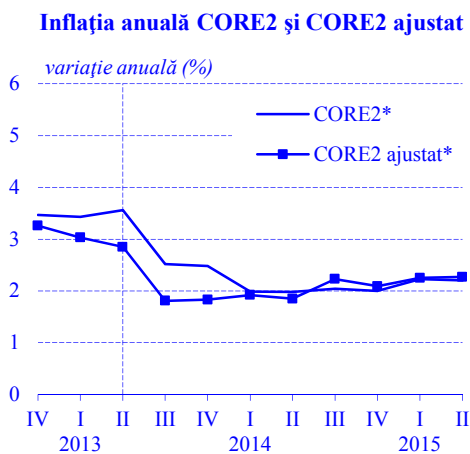
Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (procente, sfârșit de perioadă)							
	2013		2014				2015	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă		2,5				2,5		
Proiecție	3,0	3,1	2,1	2,7	3,0	3,1	3,3	3,3

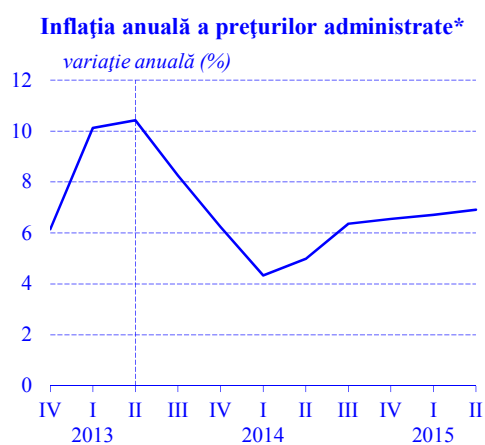
⁵ Începând cu anul 2013, BNR a adoptat o țintă staționară multianuală de inflație, situată la nivelul de 2,5 la sută ± 1 punct procentual.

⁶ Ca efect al neanticipării manifestării pe parcursul următoarelor trimestre ale perioadei de referință a unor șocuri importante de natura ofertei, precum și al menținerii unei conduite adecvate a politicii monetare.



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

prognozată a accelera marginal, atingând valoarea de 2,1 la sută la finele anului⁷.

Comparativ cu Raportul asupra inflației precedent, traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos, cu 0,2 puncte procentuale și, respectiv, 0,1 puncte procentuale la finele celor doi ani ai prognozei. La aceasta contribuie plasarea anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici la valori mai scăzute⁸, revizuirea în jos a dinamicii prețurilor alimentare procesate și proiectarea la valori mai reduse a prețurilor bunurilor din import. Dinamica acestora din urmă are un impact dezinflaționist de mai mare amploare pe toată perioada de referință, în condițiile în care valoarea mai redusă înregistrată de indicele valorii unitare a importurilor de bunuri de consum⁹ în primul trimestru al anului 2013 este anticipată a persista și în perioadele viitoare, susținută de ipoteza unei moderări a dinamicii prețurilor externe comparativ cu runda anterioară. Influențe relativ mai puțin favorabile asupra dinamicii anuale a indicelui CORE2 ajustat provin, pe tot parcursul intervalului de prognoză, din partea deficitului de cerere, revizuit, față de runda anterioară, la valori mai puțin negative.

Scenariul de evoluție a ratei inflației la produsele din tutun și băuturi alcoolice este configurat, în principal, pe baza prevederilor Codului fiscal din 2013 cu referire la modificarea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, la care se adaugă actualizarea nivelului de referință al cursului de schimb utilizat pentru determinarea echivalentului în lei al acestora. Față de runda anterioară, contribuția componentei la inflația IPC a fost doar marginal revizuită în sus pentru sfârșitul anului curent¹⁰ și a rămas nemodificată la finele anului următor.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate coroborează informațiile referitoare la calendarele privind eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică publicate de către ANRE, indicațiile oferite de cotațiile pentru prețurile la energia electrică ale OPCOM și cele mai recente evoluții de la nivelul acestor categorii de prețuri. Prognoza pentru rata anuală a inflației prețurilor administrate se situează la 6,2 la sută în decembrie 2013 și la 6,6 la sută la sfârșitul anului 2014, valori mai reduse decât

⁷ Nivel similar celui înregistrat de inflația CORE2 ajustat în trimestrul II 2012, înaintea producerii șocului de ofertă asociat recoltei agricole reduse din acel an.

⁸ În principal, pe seama probabilității tot mai scăzute de manifestare, pe parcursul următoarelor trimestre, a unor importante șocuri adverse.

⁹ Indicele valorii unitare (IVU) a importurilor de bunuri de consum (mai puțin autovehicule și combustibili) a scăzut în trimestrul I 2013 față de trimestrul IV 2012 cu 1,3 la sută, pe fondul înregistrării unor rate relativ reduse ale inflației externe.

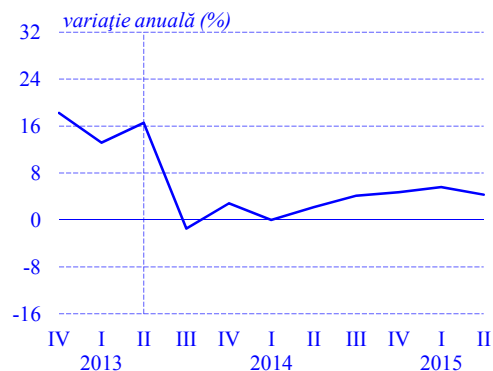
¹⁰ Cu aproximativ 0,1 puncte procentuale, ca urmare a creșterii de către comercianți, pe parcursul trimestrului II, a prețurilor de vânzare ale acestor produse, mai mult decât se anticipa anterior.

cele anticipate în runda precedentă cu 2,2 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,7 puncte procentuale. Această reevaluare s-a produs exclusiv pe seama revizuirii ipotezelor privind evoluția prețurilor la energia electrică, în condițiile înregistrării unui nivel mai redus decât se anticipa anterior al inflației pentru această subcategorie în trimestrul II al anului curent și ale preconizării unor evoluții similare pe parcursul perioadelor următoare¹¹.

În ipoteza tot mai plauzibilă a unei recolte agricole normale în 2013, rata anuală a inflației LFO este anticipată a înregistra o reducere semnificativă pe parcursul trimestrului III, pe fondul epuizării impactului nefavorabil determinat de recolta agricolă redusă din anul 2012. Pentru restul intervalului de prognoză, inflația anuală a LFO înregistrează o dinamică relativ stabilă, marcată de efecte sezoniere specifice acestei grupe a coșului IPC. Contribuția grupeii la rata anuală a inflației IPC din decembrie 2013 este de 0,2 puncte procentuale, cu 0,4 puncte procentuale mai ridicată decât în runda anterioară de prognoză¹², iar pentru anul viitor contribuția anticipată se menține aproximativ la 0,3 puncte procentuale.

Pornind de la dinamicile reduse înregistrate pe parcursul trimestrului II, inflația anuală la grupa combustibililor este prevăzută a se accelera până la valoarea de 1,8 la sută la sfârșitul anului curent și de 2,6 la sută la finele celui viitor¹³. Comparativ cu runda precedentă de prognoză, aceste proiecții au fost revizuite cu 0,8 puncte procentuale în sus în 2013 și cu 0,7 puncte procentuale în jos în 2014. La reconfigurarea traiectoriei inflației combustibililor contribuie evoluția mai nefavorabilă a cotațiilor internaționale ale țiteiului Brent din trimestrul III și mai favorabilă în rest, proiectarea unui curs de schimb euro-dolar SUA, cu impact mai nefavorabil asupra cotației leu-dolar SUA¹⁴ pe întregul interval de prognoză, precum și revizuirea marginală în jos a așteptărilor privind inflația ale agenților economici.

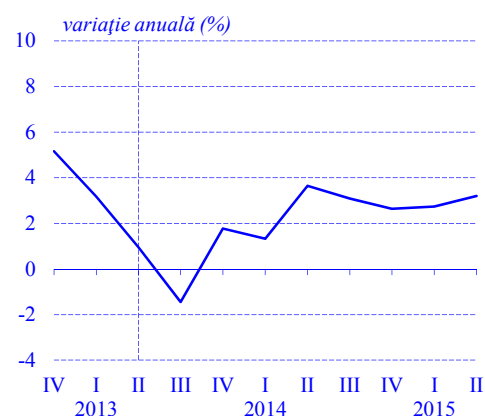
Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

¹¹ Extrapolând informațiile pe termen scurt oferite de cotațiile pentru prețurile la energia electrică ale OPCOM. Aceste cotații indică valori mai reduse decât cele evaluate conform informațiilor privind liberalizarea pieței energiei electrice, fiind influențate de o serie mai largă de factori determinanți, cum ar fi dezvoltarea pieței energiilor alternative sau reducerea cererii mondiale pentru energia convențională în favoarea celei neconvenționale.

¹² Ca urmare a unor evoluții relativ mai puțin favorabile înregistrate pe parcursul trimestrului II, determinate, pe de o parte, de majorări atipice ale prețurilor externe pe segmentul „citricelor și fructelor meridionale”, iar pe de altă parte, de epuizarea treptată a efectelor favorabile de bază.

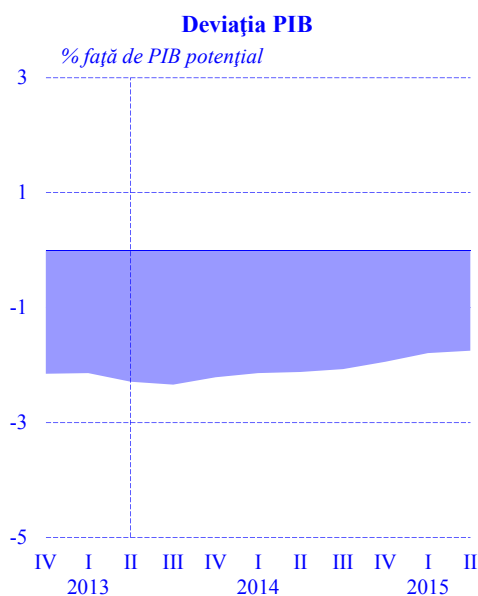
¹³ Ca urmare a unui scenariu în creștere a prețului internațional al petrolului Brent pe parcursul trimestrului III, influența acestuia fiind accentuată de deprecierea recentă a monedei naționale față de dolarul SUA.

¹⁴ Prețurile combustibililor practicate de principalii operatori interni depind de cotațiile internaționale ale petrolului Brent, exprimate în dolari SUA. Pentru transformarea acestora în lei, relevant este cursul nominal de schimb leu-dolar.

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

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

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



Sursa: INS, proiecție BNR

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 băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2013 și de 1,8 puncte procentuale la finele anului viitor.

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

Deviația PIB

Comparativ cu runda precedentă de prognoză, dinamica activității economice agregate interne pentru ultimele trimestre a suferit unele revizuirii, dintre acestea remarcându-se, ca ordin de mărime, cea de sens pozitiv din trimestrul IV al anului 2012¹⁶. Conform comunicatului INS, în ultimul trimestru al anului precedent, precum și în primul trimestru al anului curent, PIB real a înregistrat creșteri trimestriale semnificative (0,9 la sută, respectiv 0,6 la sută), dinamică ce susține, alături de evoluția principalilor indicatori macroeconomici cu frecvență lunară, formularea unei prognoze trimestriale pozitive, însă ușor atenuată în cel de-al doilea trimestru al anului curent.

Proiecția PIB potențial pentru intervalul de prognoză este determinată în special de contribuția pozitivă a stocului de capital¹⁷ și de cea a productivității totale a factorilor de producție, în timp ce forța de muncă are o contribuție marginal pozitivă, în condițiile unui reviriment anticipat mai lent al pieței muncii. Astfel, creșterea PIB potențial pentru anul curent este proiectată a fi ușor mai mare decât cea din anul precedent, când condițiile meteorologice nefavorabile au grevat asupra activității economice interne, urmând ca pentru anul 2014 să înregistreze o moderată accelerare suplimentară. Această dinamică este anticipată în contextul unei ameliorări treptate a ratei de absorbție a fondurilor europene structurale și de coeziune și al așteptatei consolidări graduale a încrederii investitorilor în economia națională, cu efecte pozitive asupra dinamicii fluxurilor de capital, îndeosebi a celor de natura investițiilor străine directe și, implicit, a utilizării eficiente a factorilor de producție. Contribuția marginală a forței de muncă este rezultatul unor factori nefavorabili, în principal diminuarea

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

¹⁶ Comunicatul INS nr. 160 din 4 iulie 2013.

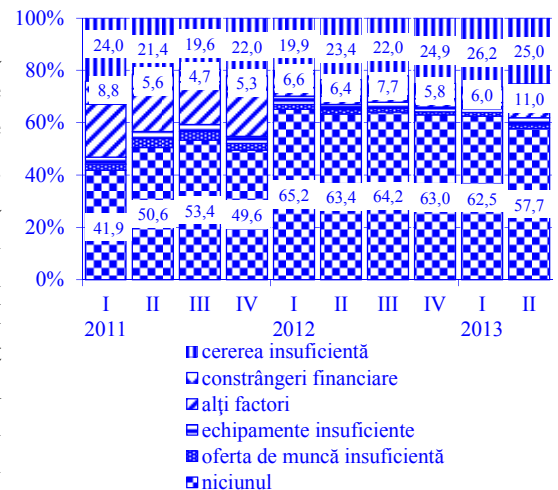
¹⁷ Majorarea stocului de capital pe intervalul de prognoză este susținută de anticipata redresare graduală a formării brute de capital fix.

anticipată a populației în vârstă de muncă (15-74 ani)¹⁸, în timp ce persistența în trimestrul II a efectelor creșterii ratei șomajului BIM din prima parte a anului curent¹⁹ este de așteptat să fie ulterior inversată.

Deficitul de cerere din trimestrul II 2013 este evaluat a fi în ușoară adâncire față de trimestrul anterior, implicând, *ceteris paribus*, o accentuare marginală a presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate. Comparativ, însă, cu runda precedentă de proiecție, în contextul revizuirii în sus de către INS a seriei istorice a PIB real ajustat sezonier, deviația PIB din trimestrul I 2013 este, într-o măsură apreciazabilă, mai puțin negativă. Modificarea încorporează efectul cumulat al reevaluării determinanților acestei variabile²⁰, precum și pe cel al erorii de prognoză, în sensul subevaluării în prognoza anterioară a dinamicii PIB din trimestrul I 2013. Deficitul de cerere din trimestrul II al anului curent cumulează persistența relativ ridicată a acestuia, influența în continuare semnificativă a deficitului de cerere externă, caracterul prociclic al componentei discreționare a politicii fiscale, precum și efectul ușor restrictiv al cursului de schimb real din trimestrul anterior prin intermediul canalului exporturilor nete; toate acestea sunt numai marginal compensate de efectul ușor stimulat al ratelor reale ale dobânzilor bancare din trimestrul precedent, care produc efecte la nivel macroeconomic începând cu trimestrul de referință analizat.

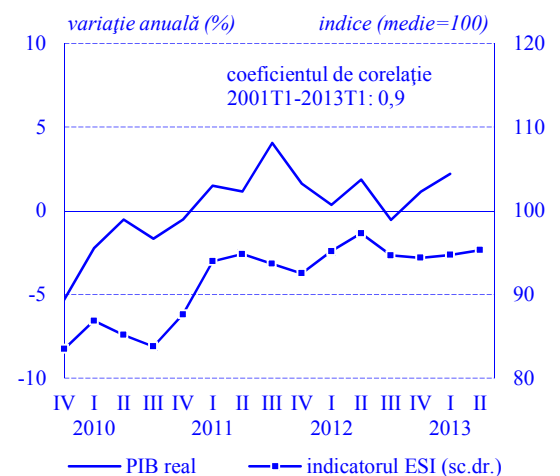
Adâncirea deficitului de cerere din trimestrul II este susținută doar parțial de evoluția altor indicatori lunari corelați cu poziția ciclică a economiei. Astfel, semnale în acest sens provin din situarea ratei șomajului BIM ușor peste tendința pe termen mediu, respectiv din dinamica nefavorabilă a stocului creditelor de consum în termeni reali din ultimele trimestre. Semnalele opuse provin din partea evoluției favorabile a producției industriale²¹ și a reducerii ponderii agenților economici care invocă factorul „cerere insuficientă” ca element care limitează activitățile de producție în industrie.

Factori care limitează activitatea în industrie



Sursa: CE-DG ECFIN

Indicatorul de încredere în economie* și creșterea economică



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

¹⁸ Ipoteza de diminuare a populației în vârstă de muncă este în concordanță cu cea inclusă în exercițiul de prognoză de primăvară al Comisiei Europene (*European Economic Forecast – Spring 2013*). Valorile estimative publicate de către INS pentru lunile aprilie și mai pot suferi modificări odată cu publicarea, pe 20 septembrie 2013, a datelor privind ocuparea și șomajul în trimestrul II 2013.

¹⁹ Șomajul BIM a înregistrat creșteri succesive în ultimele 5 luni, de la 6,7 la sută în luna decembrie a anului trecut la 7,5 la sută în luna mai a anului curent.

²⁰ Dată fiind necesitatea încorporării unei game largi de informații, analize sau revizuirii de date, procesul de reevaluare a componentei de trend, respectiv a celei ciclice a PIB, are un caracter recurent.

²¹ În perioada aprilie-mai, producția industrială a crescut cu 0,8 la sută față de media trimestrului I al anului curent, în condițiile unor rate lunare marcate de o volatilitate ridicată.

Deviația PIB este proiectată a se menține la valori negative pe întregul interval de prognoză, urmând însă o tendință de îngustare. În sensul reducerii deficitului de cerere acționează revizuirea nivelului istoric al *gap*-ului PIB, condițiile monetare în sens larg – anticipate a avea un caracter ușor acomodativ pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză –, precum și impactul probabil al unei rate de absorbție a fondurilor europene mai ridicate comparativ cu anul anterior²². În sens opus, de adâncire a deficitului de cerere, acționează conduita politicii fiscale (comportament prociclic pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție) și caracterul restrictiv al cererii externe. Pe ansamblu, comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai 2013, deficitul de cerere este mai puțin pronunțat, indicând presiuni dezinflaționiste de mai mică amploare.

Prognoza prevede o redresare semnificativă a creșterii economice pe intervalul de prognoză, comparativ cu anul 2012, susținută inclusiv de inversarea, de la negativ la pozitiv, a contribuției valorii adăugate brute din agricultură. Pentru anul 2013, în condițiile unei evoluții relativ modeste a cererii interne, principala sursă pentru creșterea economică este reprezentată de exporturile nete. Creșterea economică proiectată pentru anul curent beneficiază de un efect de *carry-over* semnificativ, evaluat la valoarea de 0,7 puncte procentuale²³. Pentru anul următor, pe fondul anticipării unor evoluții pozitive pe piața muncii²⁴ cu impact favorabil asupra venitului disponibil al gospodăriilor populației, cererea internă este anticipată să devină principalul determinant al creșterii economice agregate.

²² În condițiile în care în anul 2012 au fost suspendate de la plată mai multe programe operaționale.

²³ Pentru mai multe detalii a se vedea Casetă: *Impactul efectului de tip carry-over asupra ratei medii anuale de creștere a PIB real*.

²⁴ Continuarea, deși într-un ritm anticipat a se menține relativ modest, a creșterii gradului de ocupare a forței de muncă, precum și avansul moderat al salariului real la nivelul economiei.

Impactul efectului de tip carry-over asupra ratei medii anuale de creștere a PIB real

La configurarea ratei medii anuale de evoluție a PIB real dintr-un anumit an contribuie atât dinamica trimestrială a indicatorului din cursul anului respectiv, cât și cea înregistrată în anul precedent (denumit în continuare *an de bază*). Impactul cuantificat statistic pe care dinamica PIB real dintr-un an de bază îl exercită asupra ratei medii anuale de creștere a indicatorului din anul următor poartă denumirea de efect de tip *carry-over* (efect de „reportare”). Conceptual, acesta măsoară creșterea medie anuală a PIB care s-ar înregistra într-un anumit an ($\Delta(\%)PIB_{t/t-1}$), în condițiile în care nivelul PIB real ar fi constant și egal pe tot parcursul aceluși an cu valoarea înregistrată în ultimul trimestru al anului de bază (PIB_{t-1}^{T4}). Pentru exemplificare, dinamica medie anuală a PIB real poate fi exprimată astfel:

$$\Delta(\%)PIB_{t/t-1} = \frac{\overline{PIB}_t - \overline{PIB}_{t-1}}{\overline{PIB}_{t-1}} \cdot 100 = \frac{\overline{PIB}_t - PIB_{t-1}^{T4} + PIB_{t-1}^{T4} - \overline{PIB}_{t-1}}{\overline{PIB}_{t-1}} \cdot 100 = \frac{PIB_{t-1}^{T4} - \overline{PIB}_{t-1}}{\overline{PIB}_{t-1}} \cdot 100 + \frac{\overline{PIB}_t - PIB_{t-1}^{T4}}{\overline{PIB}_{t-1}} \cdot 100$$

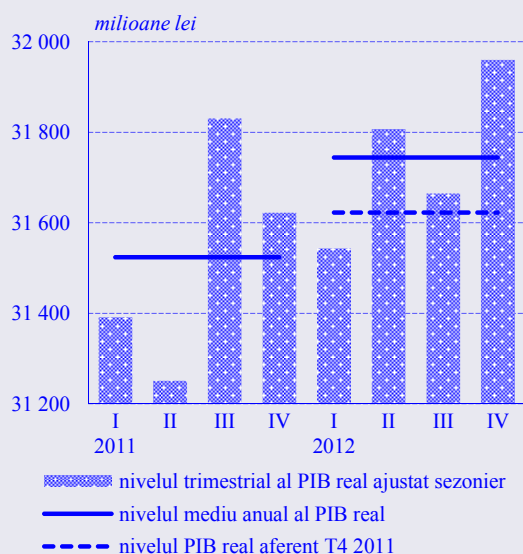
unde (PIB_{t-1}^{T4}) reprezintă *nivelul* PIB real ajustat sezonier aferent trimestrului IV al anului calendaristic de bază (t), iar (\overline{PIB}_t) valoarea medie anuală a indicatorului din anul curent.

Primul termen din ultima egalitate reprezintă efectul *carry-over* și măsoară dinamica procentuală a PIB real în ultimul trimestru (T4) al anului de bază ($t-1$) comparativ cu valoarea medie a indicatorului înregistrată pe tot parcursul anului respectiv (\overline{PIB}_{t-1}). Conform acestei expresii, dacă nivelul PIB real din ultimul trimestru (PIB_{t-1}^{T4}) se situează peste nivelul său mediu anual atunci efectul *carry-over* din anul următor va fi pozitiv.

Cel de-al doilea termen al sumei cuantifică creșterea PIB real mediu din anul curent (\overline{PIB}_t) comparativ cu ultimul trimestru al anului anterior (PIB_{t-1}^{T4}) exprimată în procente din PIB al anului de bază (\overline{PIB}_{t-1}). În aceste condiții, contribuția dinamicii PIB real de pe parcursul celor patru trimestre ale anului curent la creșterea medie anuală a indicatorului se va determina ca diferență între rata medie anuală de creștere a acestuia ($\Delta(\%)PIB_{t/t-1}$) și efectul *carry-over*.

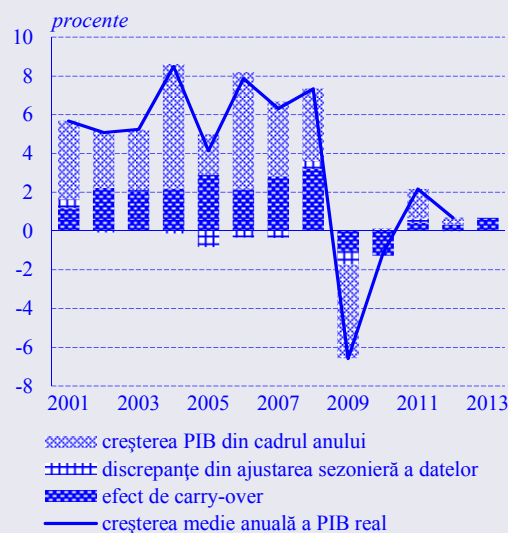
Pentru a evidenția importanța efectului de tip *carry-over* în explicarea dinamicii anuale a PIB real din 2012 în Figura A este prezentat nivelul trimestrial al PIB real ajustat sezonier în anii 2011 și 2012. Liniile continue indică nivelurile medii ale PIB real în fiecare din cei doi ani, iar linia punctată nivelul mediu al PIB real care s-ar fi înregistrat în 2012 în condițiile în care acesta ar fi rămas constant pe tot parcursul anului 2012 la valoarea înregistrată în trimestrul IV al anului 2011. Diferența procentuală dintre nivelurile reprezentate prin liniile continue cuantifică rata medie anuală de creștere a PIB real în 2012 ($\Delta(\%)PIB_{2012/2011} = 0,7\%$) în timp ce diferența procentuală dintre nivelul aferent liniei punctate și cel corespunzător liniei continue din 2011 reprezintă efectul *carry-over*, egal cu aproximativ jumătate din creșterea economică medie anuală a PIB din 2012.

Figura A. Nivelul PIB real în 2011 și 2012



Sursa: INS, calcule BNR

Figura B. Creșterea medie anuală a PIB real și efectul de carry-over



Sursa: INS, calcule BNR

Figura B prezintă contribuția efectului *carry-over* la ratele medii anuale de creștere a PIB real din intervalul 2001-2012. În aceeași figură este prezentat și efectul *carry-over* aferent anului 2013, calculat exclusiv pe baza datelor istorice de PIB publicate de INS pentru anul 2012. În Figura B, singurii ani marcați de efecte *carry-over* negative au fost 2009 și 2010. În medie, efectul *carry-over* a contribuit la creșterea economică din perioada analizată cu 1,4 puncte procentuale, ceea ce reprezintă mai mult de o treime din creșterea medie anuală a PIB înregistrată în acest interval.

Efectul *carry-over* asupra creșterii economice din 2013 este de 0,7 la sută¹, valoare inferioară mediei istorice, însă substanțială, în condițiile revenirii dinamicii PIB din ultimul trimestru al anului precedent la o valoare pozitivă semnificativă².

¹ Această evaluare, bazată pe datele provizorii privind produsul intern brut publicate de către INS în data de 4 iulie 2013, este incertă deoarece valorile trimestriale ale PIB real ajustat sezonier înregistrate în 2012 pot fi modificate semnificativ odată cu revizuirile datelor din conturile naționale operate periodic de către INS. De exemplu, conform datelor estimative ale INS privind PIB publicate pe 2 aprilie 2013, efectul *carry-over* asupra creșterii economice din 2013 era aproximat la 0,4 la sută.

² După reducerea cu 0,4 la sută din trimestrul III 2012, PIB real a înregistrat un ritm trimestrial de creștere de 0,9 la sută în ultimul trimestru al anului trecut.

Componentele cererii agregate

După variația trimestrială negativă din trimestrul I 2013 (-0,6 la sută) a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, în trimestrul II 2013 se anticipează o ușoară redresare, deviația negativă a acestuia de la tendința de evoluție pe termen mediu fiind diminuată. Această dinamică este susținută de unii indicatori privind venitul disponibil al populației; în perioada aprilie-mai față de media trimestrului I 2013 salariul net real a crescut cu 2,3 la sută²⁵, iar creditele noi destinate consumului cu 51,6 la sută. Aceste evoluții par să se reflecte numai parțial în cheltuielile de consum, în condițiile în care cifra de afaceri pentru comerțul cu amănuntul cu excepția autovehiculelor și motocicletelor înregistrează o reducere de 1,3 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului anterior, iar indicatorul de încredere a consumatorilor scade cu 3,1 puncte în trimestrul II 2013. Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este așteptat să înregistreze o creștere modestă în trimestrul II 2013, susținând în continuare procesul de consolidare fiscală²⁶, deviația acestuia de la tendința de evoluție pe termen mediu fiind în continuare în teritoriu negativ, dar în reducere.

Consumul individual al gospodăriilor populației este preconizat a înregistra o redresare pe parcursul ambilor ani ai prognozei, dinamică favorizată de creșterea venitului real disponibil al gospodăriilor populației, în condițiile revenirii proiectate a ratei anuale a inflației IPC în interiorul intervalului țintit și ale restabilirii contribuțiilor pozitive din partea indicatorilor aferenți pieței muncii²⁷. Pe de altă parte, însă, în condițiile gradului ridicat de îndatorare a populației active și ale ponderii însemnate deținute la nivel agregat de împrumuturile în monedă străină, nu trebuie minimalizat impactul constrângerilor anticipat persistente asociat activității de creditare și nici cel al variațiilor cursului de schimb al leului asupra resurselor adresate cheltuielilor de consum ale gospodăriilor populației. Astfel, pe fondul contracției semnificative din trimestrul I 2013 și al redresării treptate preconizate pentru următoarele trimestre, consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat să manifeste pe parcursul anului curent o creștere marginal pozitivă comparativ cu 2012, urmată de o relativă

²⁵ Creșterile salariale din perioada aprilie-mai comparativ cu trimestrul I al anului curent înglobează și un efect statistic favorabil de tip *carry-over* datorat majorărilor salariale punctuale înregistrate în trimestrul I (de exemplu, majorarea salariului minim pe economie în luna februarie și acordarea unor premii ocazionale în luna martie), precum și acordarea unor premii ocazionale pentru sărbătorile de Paști sau distribuirea altor sume din profiturile nete ale firmelor.

²⁶ Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a deficitului bugetului general consolidat a fost de 1,06 la sută în iunie 2013 (metodologie *cash*).

²⁷ Cum ar fi creșterea preconizată, deși într-un ritm relativ lent, a gradului de ocupare a forței de muncă din sectorul privat și, în același timp, a productivității muncii, cu impact pozitiv asupra dinamicii salariale.

dinamizare pe parcursul anului următor. Evoluția consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice este proiectată pe o traiectorie ce implică o ușoară diminuare în anul curent și revenirea la valori pozitive în 2014.

Pentru formarea brută de capital fix, în trimestrul II 2013 se anticipează o atenuare semnificativă a dinamicii trimestriale negative din ultima perioadă²⁸. Semnalele din partea indicatorilor corelați cu evoluția pe termen scurt a construcțiilor și investițiilor în utilaje au un caracter mixt. Astfel, în perioada aprilie-mai față de media trimestrului I, au scăzut indicii lucrărilor în construcții (-0,6 la sută), permisele noi în construcții (-1,7 la sută), volumul cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital (-1,4 la sută), în timp ce producția industrială de bunuri de capital a crescut (+3,3 la sută). Pe fondul evoluțiilor nefavorabile ale formării brute de capital fix din ultimele trimestre, deviația acesteia de la trend în trimestrul II este evaluată ca fiind negativă, în ușoară accentuare.

Dinamica trimestrială a formării brute de capital fix este preconizată să revină în teritoriul valorilor pozitive începând din a doua jumătate a anului curent, traiectorie anticipată a se consolida ulterior, pe tot parcursul intervalului de prognoză. Această evoluție este consistentă cu setul de ipoteze adoptat, respectiv creșterea marginală a gradului de ocupare a populației active, ameliorarea aportului fluxurilor de investiții străine directe, precum și eforturile autorităților de creștere a ratei de absorbție a fondurilor europene. În plus, în contextul deciziilor de politică monetară adoptate de BNR, este de așteptat ca pe termen mediu să aibă loc o relaxare graduală a unei părți a constrângerilor de finanțare ale agenților economici, îndeosebi a celor asociate costurilor de accesare ale acestora, de natură a favoriza reluarea și, ulterior, consolidarea dinamicii proiectelor investiționale derulate de sectorul privat. Pe ansamblu, dinamica formării brute de capital fix din 2013 va rămâne grevată de efectele comprimării observate la sfârșitul anului anterior și începutul celui curent, urmând ca, pe parcursul anului 2014, disiparea acestor efecte și manifestarea celor favorabile ale factorilor enumerați anterior să conducă la înregistrarea unei dinamici anuale pozitive.

În trimestrul II 2013 este anticipată o încetinire a ritmului trimestrial de creștere a exporturilor (după ce acestea au înregistrat o dinamică trimestrială excepțională de 9,1 la sută în trimestrul I). Evoluția așteptată a acestei componente este susținută de dinamica favorabilă a exporturilor de bunuri în primele cinci luni ale anului

²⁸ De exemplu, formarea brută de capital fix a scăzut cu 2,2 la sută în trimestrul I 2013, în principal pe seama diminuării volumului investițiilor realizate în sectorul „Administrații publice”.

curent²⁹, de creșterea producției industriale din zona euro (1,0 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului I), precum și de majorarea producției industriale în industria prelucrătoare (4,1 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului I), în timp ce indicatorul de încredere în economia zonei euro înregistrează o scădere de 0,3 puncte în trimestrul II față de trimestrul I 2013. Pentru importuri este anticipată o variație trimestrială pozitivă, pe fondul efectului de antrenare provenit din partea evoluției favorabile a exporturilor. Având în vedere evoluțiile menționate, deviația de la trendul pe termen mediu a exporturilor este evaluată ca fiind pozitivă, în creștere comparativ cu perioadele anterioare, iar în cazul importurilor deviația de la trendul pe termen mediu este negativă, dar în diminuare.

Evoluțiile remarcabile ale exporturilor de bunuri și servicii din prima parte a anului curent sunt anticipate a continua și în partea a doua a acestuia, însă urmează a fi marcate de o relativă atenuare a dinamicii, în condițiile menținerii preconizate a restrictivității cererii externe intracomunitare adresate produselor românești. Dinamica anuală favorabilă a exporturilor din 2013, comparativ cu valorile istorice ale variabilei, va fi susținută, cel mai probabil, de continuarea evoluțiilor pozitive aferente subcategoriei „mașini și echipamente de transport”, date fiind termenele contractuale mai lungi specifice acestei ramuri industriale, efervescența cererii externe extracomunitare adresate acestor produse, precum și anticiparea unei redresări graduale a cererii externe intracomunitare. Orientarea exporturilor României de mașini și echipamente de transport către economiile emergente din afara Uniunii s-a majorat atât în mod direct, cât și indirect, prin intermediul exporturilor orientate către Franța și Germania, care dețin cote de piață importante din piețele extra-UE relevante la nivel mondial. În condițiile unei evoluții puțin corelate a importurilor de bunuri și servicii cu cea a exporturilor în prima parte a anului³⁰ și ale unei dinamici reduse a cererii interne anticipate pentru anul în curs, scenariul de bază curent prevede în 2013 un ritm de creștere a importurilor mai redus decât cel al exporturilor. Ținând cont de evoluțiile favorabile ale exporturilor nete de bunuri și servicii anticipate pentru acest an concomitent cu proiectarea unor dinamici în ușoară îmbunătățire ale balanțelor veniturilor și transferurilor curente³¹, proiecția deficitului contului curent cunoaște o ajustare mai pronunțată comparativ cu cea produsă în anul precedent. Pe parcursul anului următor, se preconizează că exporturile își vor tempera dinamica pozitivă, sub

²⁹ Conform comunicatului INS nr. 172 din 10 iulie 2013 în primele cinci luni ale anului 2013 față de aceeași perioadă a anului anterior, exportul extracomunitar de mașini și echipamente de transport a crescut cu 29,1 la sută.

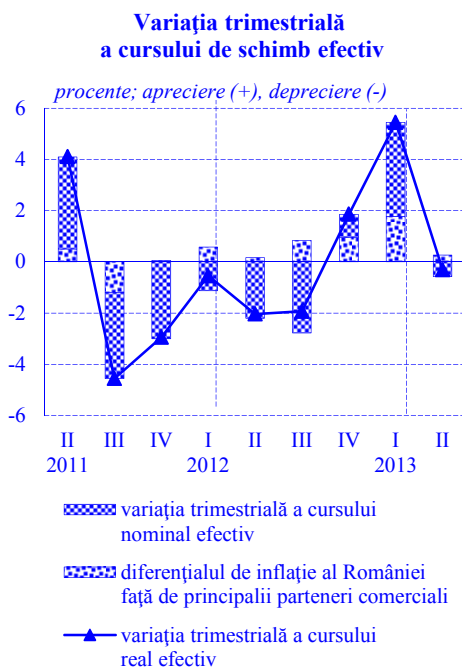
³⁰ Importurile de bunuri și servicii au crescut, în termeni reali, în trimestrul I 2013 față de trimestrul precedent, semnificativ mai puțin decât exporturile.

³¹ În ipoteza îmbunătățirii capacității de atragere a fondurilor europene de post-aderare.

constrângerea unei redresări lente a activității economice din UE, dar și a atingerii, la acel orizont, a unor limitări ale capacităților productive interne, în timp ce rata de creștere a importurilor este anticipată a se accelera ușor, sub impactul evoluției favorabile a cererii interne. În aceste condiții, este de așteptat ca deficitul proiectat al contului curent să înregistreze o majorare moderată până la sfârșitul anului următor, de natură, însă, a nu induce presiuni inflaționiste corective din partea cursului de schimb al monedei naționale.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari și, respectiv, al evoluției cursului de schimb real efectiv al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin efectul de avuție și bilanț³².



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

În trimestrul II 2013, ratele nominale ale dobânzilor la instrumentele financiare denumite în lei³³ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari au manifestat evoluții descendente. Diminuarea ratei nominale a dobânzii la depozite din trimestrul II 2013, însoțită de scăderea, de mai mică amploare, a așteptărilor privind inflația³⁴, au determinat o reducere a ratei reale. În cazul ratei nominale a dobânzii la credite, pe fondul reducerii doar marginale a acesteia, diminuarea anticipațiilor inflaționiste s-a transpus într-o ușoară majorare a ratei reale. Pe ansamblu, deviațiile ratelor reale ale dobânzilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu sugerează un caracter stimulative asupra activității economice viitoare, în ușoară amplificare comparativ cu trimestrul I 2013.

Față de media trimestrului anterior, pe parcursul trimestrului II 2013, moneda națională s-a depreciat în termeni reali³⁵. La aceasta au contribuit deprecierea nominală a leului în raport cu dolarul SUA și într-o mică măsură față de euro, atenuată de dinamica diferențialului de inflație față de partenerii comerciali. Pe fondul acestor evoluții, deviația cursului de schimb real față de tendința pe termen mediu este evaluată în ușoară diminuare față de trimestrul

³² Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă, în cazul agenților economici, prin modificarea alocării resurselor disponibile, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte, acordării, respectiv rambursării creditelor în valută.

³³ Ratele nominale ale dobânzilor în lei la credite și depozite sunt calculate ca medii ponderate în funcție de volumul creditelor și, respectiv, al depozitelor noi.

³⁴ Informațiile referitoare la acest indicator sunt preluate din Sondajul lunar al BNR derulat în rândul analiștilor bancari.

³⁵ Cursul de schimb relevant este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

anterior, sugerând, *ceteris paribus*, un impact ușor restrictiv și în reducere asupra cererii agregate viitoare prin intermediul canalului exporturilor nete.

În trimestrul II 2013, gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională, corelat cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS), a rămas la valori similare celor din trimestrul I, însă, în condițiile unei volatilități relativ ridicate a fluxurilor de capital adresate economiei naționale, reflectând, pe lângă factori fundamentali, și o tendință regională. Menținerea ratei reale a dobânzii străine sub trendul pe termen mediu implică un impact favorabil al acesteia, doar parțial contrabalansat de efectul cumulat al anticipațiilor privind evoluția cursului de schimb³⁶ și de cel datorat situării primei de risc ușor peste tendința de evoluție pe termen mediu. În contextul acestor evoluții, efectul de avuție și bilanț aferent trimestrului II 2013 continuă să exercite un impact ușor stimulativ asupra activității economice viitoare.

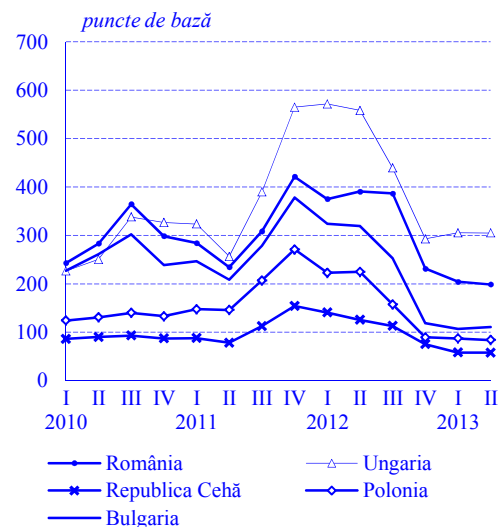
Potrivit evaluării BNR, ansamblul condițiilor monetare reale în sens larg aferente trimestrului II 2013 sugerează un impact aproximativ neutru asupra activității economice din trimestrele imediat următoare³⁷. În structura setului larg al condițiilor monetare reale, impactul stimulativ aferent ratelor reale ale dobânzilor la depozite, precum și cel ușor stimulativ al efectului de avuție și bilanț sunt aproape integral contrabalansate de caracterul ușor restrictiv provenit din partea cursului de schimb real transmis prin intermediul canalului exporturilor nete, în timp ce poziționarea ratelor reale ale dobânzilor la credite în raport cu tendința pe termen mediu continuă să exercite o influență aproximativ neutră.

Condițiile monetare în sens larg sunt proiectate a exercita o influență stimulativă la adresa activității economice până la finalul anului 2014, după care impactul preconizat al acestora devine relativ neutru exclusiv pe fondul anticipării unui efect restrictiv al cursului real de schimb asupra exporturilor nete. Efectul de avuție și bilanț al cursului de schimb este prognozat a favoriza dinamica cererii agregate pe tot parcursul intervalului de proiecție, într-o măsură mai accentuată decât în runda anterioară, în contextul în care dinamica anticipată a deficitului de cont curent, precum și calmarea, pe parcursul ultimelor săptămâni, cu efecte anticipat persistente, a temerilor investitorilor străini vizavi de plasamentele regionale, nu sunt de așteptat să inducă presiuni corective semnificative ale cursului de schimb al leului. Deviația ratei reale a dobânzii la credite în valută de la trend își păstrează caracterul stimulativ pe întregul interval de prognoză, ca urmare a persistenței nivelului scăzut al ratelor dobânzilor externe.

³⁶ Aproximate prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

³⁷ De menționat faptul că în trimestrul III a.c. (1 iulie), Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea cu 25 puncte de bază a ratei dobânzii de politică monetară.

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



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată astfel încât să imprime un trend de reducere graduală a costurilor creditării în lei, prin transmiterea impulsului de politică monetară în ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari. În același timp, conduita proiectată a politicii monetare va viza reînscriserea și, ulterior, consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei, prin ancorarea fermă și eficace a anticipațiilor inflaționiste, asigurând astfel premisele necesare obținerii unei creșteri economice sustenabile pe termen lung. Impactul cumulat al deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele bancare denumite în lei, corespunzător evoluției proiectate a ratei dobânzii de politică monetară, este preconizat a-și menține efectul stimulator asupra cererii agregate pe întreg intervalul de prognoză.

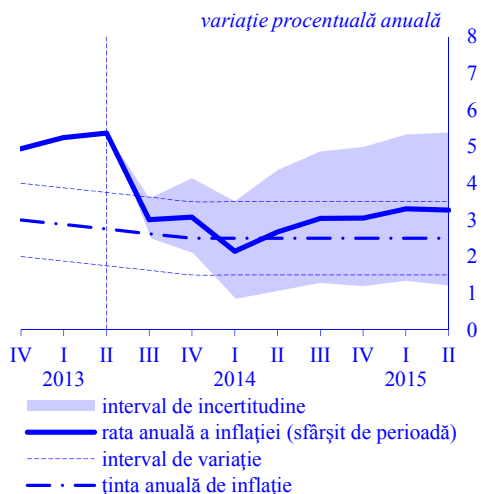
1.4. Riscuri asociate proiecției

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată, pe termen scurt, în sensul unor abateri în jos de la scenariul de bază, în timp ce pe termen mediu apar a fi ușor mai accentuate riscurile unor abateri de sens contrar.

Posibilitatea ca la orizonturi apropiate rata inflației să se plaseze la valori situate sub cele proiectate este sugerată de informații survenite ulterior finalizării proiecției macroeconomice și, deci, care nu au fost incluse în scenariul de bază. Acestea includ semnalele privind recolta internă foarte bună pe segmentul alimentelor cu prețuri volatile (LFO) și pe cel al unor materii prime agricole încorporate în produsele alimentare procesate, precum și anunțul guvernului privind decizia reducerii cotei TVA cu începere de la 1 septembrie 2013 pentru făină și pâine.

Mediul extern continuă să reprezinte o sursă de risc la adresa traiectoriei proiectate a inflației din scenariul de bază, în contextul unor posibile intensificări ale volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor emergente, inclusiv României, cu potențial de a afecta atât stabilitatea prețurilor din economia națională, cât și pe cea financiară. În primul rând, coordonatele de evoluție a economiilor principalilor parteneri comerciali din UE ai României sunt susceptibile la revizuire în jos în cazul unei noi agravări a problemelor de sustenabilitate a datoriilor suverane ale unor țări din zona euro. Pe lângă implicațiile unei cereri reduse pentru bunurile de export românești asupra creșterii economice interne, cu efect de atenuare a presiunilor inflaționiste interne comparativ cu cele din scenariul de bază, materializarea acestui risc ar genera și un impact nefavorabil asupra percepției investitorilor față de piețele emergente din regiune (inclusiv România) și, implicit, deprecierea monedei naționale, cu o influență de sens invers și de o amplitudine considerabil mai mare asupra traiectoriei proiectate a ratei inflației. În al doilea rând, riscul ieșirilor ample de capitaluri,

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

cu efect major de grevare preponderent asupra economiilor emergente, ar putea fi sporit de manifestarea unui apetit global scăzut pentru risc, ca urmare atât a incertitudinilor semnificative în legătură cu magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american, cât și a îngrijorărilor legate de accentuarea încetinirii ritmului de creștere a economiei Chinei, de natură a determina reducerea expunerilor investitorilor pe piețele emergente în favoarea celor dezvoltate. Aceste condiții, alături de creșterea primei de risc asociate plasamentelor în lei și de temerile referitoare la finanțarea într-o manieră sustenabilă a dezechilibrelor externe ale României, ar exercita presiuni de depreciere asupra monedei naționale, cu influențe nefavorabile asupra dinamicii prețurilor de import, dar și a costurilor de finanțare pentru rezidenți, mai ales prin intermediul canalului de avuție și bilanț.

Pe plan intern, date fiind rigiditățile structurale cunoscute ale economiei naționale, principala cauză care poate determina abaterea în sus a ratei inflației în perioada de referință, în raport cu scenariul de bază, este reprezentată de întârzierea și/sau de îndeplinirea în manieră incompletă a setului de reforme structurale stabilit de autoritățile române cu instituțiile internaționale (UE, FMI și BM), care pot conduce la propagarea și potențarea efectelor șocurilor nefavorabile, fie acestea interne sau de proveniență externă, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Riscurile provenind din partea evoluției prețurilor administrate, condiționate de informațiile disponibile în prezent, indică posibile abateri în ambele sensuri de la coordonatele acestei variabile din scenariul de bază: există incertitudini cu privire la cuantificarea impactului pe care, pe de o parte, etapele liberalizării pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori și, pe de altă parte, pe care amânarea acordării de către Guvern a unui număr de certificate verzi producătorilor de energie regenerabilă³⁸ îl va avea asupra prețului energiei electrice. Balanța riscurilor atribuite dinamicii prețurilor interne ale alimentelor este apreciată ca fiind mai pronunțat orientată în sensul unor abateri în jos de la scenariul de bază, în ipoteza tot mai probabilă, confirmată de unele informații recente³⁹, a înregistrării unei recolte agricole foarte bune în 2013, dar și ca urmare a anunțului recent al reducerii, începând cu 1 septembrie a.c., a cotei standard a TVA pentru pâine și făină la nivelul de 9 la sută. Pe termen mediu, însă, riscurile provenind din această sursă indică, cu o probabilitate relativ ridicată, abateri în sus de la coordonatele scenariului de bază, în condițiile ponderii ridicate a alimentelor în

³⁸ Pentru perioada iulie 2013 – ianuarie 2018, conform OUG nr. 57/2013.

³⁹ Atât semnalele privind recolta internă foarte bună pe segmentul alimentelor cu prețuri volatile și ale alimentelor procesate, cât și anunțul reducerii cotei TVA la pâine și făină au survenit ulterior momentului finalizării coordonatelor scenariului de bază al proiecției macroeconomice.

coșul bunurilor de consum finale și ale vulnerabilităților specifice sectorului agricol.

În runda curentă de proiecție, balanța riscurilor asociate prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale apare echilibrată pe termen scurt. Pe termen mediu, dinamica viitoare a acestor prețuri continuă să reprezinte un factor de risc relevant în măsura în care ar avea loc o revigorare robustă, de mai mare amploare decât cea avută în vedere în scenariul de bază, a cererii globale la acest orizont⁴⁰.

2. Evaluarea de politică monetară

În linie cu previziunile băncii centrale, inflația a consemnat în trimestrul II 2013 o cvasistagnare, rata anuală atingând în luna iunie nivelul de 5,37 la sută, ușor superior celui de la finele trimestrului anterior (5,25 la sută). O asemenea evoluție, implicând menținerea ritmului anual de creștere a prețurilor de consum deasupra limitei superioare a intervalului țintei staționare de inflație, a fost consecința continuării manifestării efectelor adverse ale șocurilor pe partea ofertei, reflectate, în principal, de accelerarea creșterii în termeni anuali a prețurilor administrate și de prelungirea dinamicii anuale înalte a prețurilor volatile ale produselor alimentare. Acestora li s-a alăturat în luna iunie impactul înrăutățirii episodice a comportamentului cursului de schimb al leului, de natură să întrerupă temporar tendința de decelerare a inflației de bază ce s-a evidențiat recent în condițiile persistenței deficitului de cerere agregată și ale estompării evoluției nefavorabile a prețurilor alimentelor procesate.

Beneficiind în acest context de revizuirii predominant favorabile ale ipotezelor ei majore, prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu relevă o nouă ameliorare a perspectivei inflației, mai ales pe segmentul intermediar al orizontului proiecției. Astfel, dacă în ceea ce privește configurația, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației este similară celei din prognoza precedentă – ea revenind la finalul trimestrului III 2013 și menținându-se ulterior în interiorul intervalului țintei staționare –, palierul pe care aceasta se plasează este sensibil mai jos pe aproape întregul orizont de prognoză, dar mai ales în primele două trimestre ale anului 2014, când tinde să coboare sub punctul central al țintei. Implicit, valoarea anticipată a fi atinsă de rata anuală a inflației în lunile decembrie 2013 și 2014 este ușor inferioară celor previzionate anterior, ea situându-se la 3,1 la sută la finalul ambilor ani.

⁴⁰ În plus, tot în sensul înclinării în sus a balanței riscurilor din această categorie pot acționa unele modificări structurale ce ar putea avea loc la nivel global, cum ar fi orientarea producției agricole către producerea de biocombustibili, în defavoarea obținerii de produse alimentare, sau creșterea cererii de materii prime din partea economiilor emergente.

Din perspectiva conducerii politicii monetare, deosebit de important este faptul că atât revenirea și consolidarea ulterioară a ratei anuale previzionate a inflației în interiorul intervalului țintei, cât și ameliorarea traiectoriei actualizate a acesteia au printre determinanții majori evoluția așteptată a inflației CORE2 ajustat. Astfel, corecția descendentă anticipată a fi consemnată în trimestrul III 2013 de rata anuală a inflației de bază – pe fondul epuizării efectelor adverse exercitate asupra prețurilor alimentelor procesate de șocurile de natura ofertei – este sensibil mai amplă decât cea evidențiată de precedenta proiecție, iar nivelurile ei prognozate sunt relativ mai scăzute pe aproape întregul orizont de proiecție, coborând în ultimul trimestru al anului curent chiar spre limita de jos a intervalului și rămânând apoi sub punctul central al țintei.

Pe deasupra, ameliorarea perspectivei inflației de bază se datorează în principal glisării anticipațiilor inflaționiste pe un palier mai coborât, efectul acesteia, coroborat cu cel generat de scăderea dinamicii prognozate a prețurilor de import, mai cu seamă pe termen scurt, dar și de acțiunea altor factori, devansându-l pe cel de sens opus exercitat de relativa diminuare, pe întregul orizont de prognoză, a intensității presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată. Aceasta din urmă este consecința reevaluării crescătoare a datelor istorice, dar mai cu seamă a previziunilor referitoare la dinamica PIB, implicând nu doar o nouă reducere a dimensiunii estimate a *gap*-ului negativ al PIB, dar și o modificare a traiectoriei acestuia, de natură să sugereze o potențială amorsare mai timpurie, în raport cu precedenta proiecție, a tendinței de restrângere a deficitului de cerere.

Natura incertitudinilor și riscurilor asociate contextului actual și celui prefigurată de noua prognoză pe termen mediu este într-o oarecare măsură similară celei evidențiate în precedentele exerciții de analiză destinate fundamentării reacției politicii monetare, o deosebire esențială reprezentând-o însă sensibilă atenuare a riscurilor la adresa așteptărilor inflaționiste pe termen scurt induse de prelungirea până în luna iunie 2013 a ratelor anuale relativ înalte ale inflației. Inclusiv pe acest fond, sursa majoră de incertitudini și de riscuri în ambele sensuri la adresa perspectivei inflației devine mediul extern, mai cu seamă evoluțiile din economiile și sistemele bancare ale zonei euro, implicit politicile configurate de autorități în vederea soluționării durabile a problemelor acestora, dar și evoluțiile economice din SUA – esențiale din perspectiva deciziilor de politică monetară pe care le va adopta Fed –, precum și potențialul lor impact asupra încrederii și lichidității piețelor financiare internaționale.

Astfel, creșterea recentă a sensibilității sentimentului investitorilor internaționali față de aceste evoluții, de natură să amplifice volatilitatea apetitului global pentru risc, induce în actualul context

riscul unor intensificări episodice ale presiunilor de depreciere a leului, implicit ale celor inflaționiste, în condițiile în care, pe fondul prelungirii temerilor legate de deciziile Fed, investitorii ar putea reacționa disproporționat la apariția unor informații economice și financiare considerate nefavorabile și să provoace pe piața regională, inclusiv pe cea locală, scăderi ale intrărilor/ieșiri de capital de natura investițiilor de portofoliu. 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 volumul relativ crescut al titlurilor de stat denumite în lei deținute în prezent de nerezidenți, implicit de potențialul mai mare al ieșirilor de capital de pe piața internă, posibil restricționat însă de sfera restrânsă a investitorilor autohtoni în asemenea active. Un astfel de impact ar putea fi atenuat și de eventuala prelungire a evoluției favorabile înregistrate în primele luni ale anului de soldul contului curent, în principal pe seama îmbunătățirii balanței bunurilor și serviciilor. Totodată, în ipoteza continuării deteriorării fundamentelor economiilor europene și/sau accentuării procesului de dezintermediere în zona euro, dar și în România, influențe opuse celor inflaționiste ale cursului de schimb al leului ar putea exercita pe termen scurt, dar mai ales mediu, relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, decurgând din potențiala încetinire semnificativă a redresării economiei românești, în contextul prelungirii recesiunii/trenării refacerii economiei zonei euro, ale manifestării efectului de avuție și bilanț al ratei de schimb, dar și ale menținerii condițiilor restrictive de finanțare pe plan intern.

În același timp însă, nu poate fi exclusă posibilitatea ca, pe fondul unei eventuale calmări relativ rapide și durabile a pieței financiare internaționale, moneda națională să își reia tendința de apreciere ușoară manifestată anterior turbulențelor, dat fiind potențialul efect stimulativ exercitat asupra intrărilor de capital pe piața internă de apartenența obligațiunilor suverane românești la indicii Barclays și JP Morgan privind piețele emergente în monedă locală, precum și de menținerea atractivității ridicate a plasamentelor în monedă națională. Aceasta din urmă presupune însă prezervarea percepției favorabile a investitorilor străini asupra riscului asociat pieței financiare locale, care, la rândul ei, este condiționată de continuarea procesului de consolidare fiscală, de accelerarea reformelor structurale și de creșterea eficacității atragerii fondurilor europene, corespunzător obiectivelor/orientărilor convenite în acordurile cu UE, FMI și BM.

În ceea ce privește riscurile la adresa perspectivei inflației induse de evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, balanța acestora pare să rămână relativ echilibrată, cel puțin pe termen scurt. Evaluarea are în vedere, pe de o parte, previziunile privind ritmul redresării economiei globale

și a cererii de asemenea bunuri, precum și riscurile la adresa acestora și, pe de altă parte, situația producției mondiale și a stocurilor, mai cu seamă în sectorul petrolier și în cel agricol, sensibile la tensiunile geopolitice din diferite zone ale lumii, respectiv la condițiile meteorologice.

Într-un relativ echilibru par a se afla, pe termen scurt, și riscurile la adresa prognozei inflației generate de comportamentul viitor al prețurilor interne ale produselor alimentare, în principal al celor volatile, precum și de ajustarea prețurilor administrate, în condițiile ameliorării în perioada scursă din acest an a performanțelor sectorului agricol românesc, precum și ale predictibilității sporite a măsurilor de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale oferite de calendarele specifice aprobate de autorități în contextul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială. Pe termen foarte scurt, o probabilitate mai ridicată pare o avea însă consemnarea unei abateri în sens descendent a ambelor categorii de prețuri de la coordonatele previzionate, dată fiind conturarea premiselor realizării unei recolte agricole peste așteptări, dar și ale amânării acordării unui număr de certificate verzi producătorilor de energie regenerabilă. Coborârea ratei anuale a inflației la niveluri inferioare celor prognozate pentru semestrul II ce ar decurge din materializarea unui asemenea scenariu ar putea fi suplimentar alimentată de efectul reducerii, începând cu luna septembrie, a cotei TVA pentru produsele de panificație, parțial atenuat de majorarea accizelor pentru alcool și pentru produsele de lux.

Având în vedere perspectiva reintrării sustenabile a ratei anuale a inflației în intervalul țintei staționare la finalul trimestrului III al acestui an, precum și probabilitatea mai ridicată ca, în perioada imediat următoare, aceasta să consemneze o abatere în sens descendent de la traiectoria prognozată, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 august 2013 reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 4,50 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.

