



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
august 2014

Anul X, nr. 37
Serie nouă



Banca Națională a României

Raport asupra inflației

August 2014

Anul X, nr. 37

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 tabelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

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

Banca Națională a României

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 august 2014, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 31 iulie 2014.

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

Lista abrevierilor

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BERD	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
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
FNGCIMM	Fondul Național de Garantare a Creditelor pentru Întreprinderile Mici și Mijlocii
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
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
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Cuprins

SINTEZĂ.....	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	13
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE.....	16
1. Cererea și oferta.....	16
1.1. Cererea.....	16
1.2. Oferta.....	18
2. Piața muncii.....	19
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	21
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	24
1. Politica monetară.....	24
2. Piețe financiare și evoluții monetare.....	26
2.1. Ratele dobânzilor.....	27
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	29
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.....	41
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	49
2. Evaluarea de politică monetară.....	51

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În trimestrul II 2014, rata anuală a inflației IPC s-a menținut sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Valoarea înregistrată în luna iunie 2014 (0,66 la sută) a coborât cu 0,9 puncte procentuale sub cea consemnată la finele anului 2013 și s-a situat cu 0,7 puncte procentuale sub cea prognozată în Raportul asupra inflației din luna mai.

În timp ce factorii fundamentali au continuat să contribuie conform prognozei la consolidarea unei dinamici a ratei inflației compatibile cu definiția stabilității prețurilor adoptată de BNR, nivelurile temporar foarte scăzute ale acesteia sunt rezultatul suprapunerii în perioadele recente a unor șocuri favorabile de natura ofertei, o parte a acestora manifestate simultan în plan regional. Efectele recoltei abundente din anul precedent și reducerea, începând cu 1 septembrie 2013, a cotei TVA de la 24 la sută la 9 la sută la unele produse de panificație au fost deja încorporate în proiecția anterioară, având ca efect reducerea cu caracter tranzitoriu a dinamicii anuale a IPC. Scăderea ratei inflației sub valorile prognozate în raportul din mai este explicată de impactul unor evoluții produse sau confirmate ulterior publicării acestuia: aprecierea din trimestrul II a monedei naționale, oferta bună de legume, favorizată de condițiile meteorologice din prima jumătate a anului, precum și persistența inflației la niveluri scăzute în zona euro, aceasta fiind parțial transmisă în dinamica prețurilor agregate din economia națională prin evoluția prețurilor importurilor.

În iunie 2014, indicele CORE2 ajustat¹ a marcat o dinamică anuală negativă (-0,6 la sută), în scădere cu 0,5 puncte procentuale față de finele trimestrului I. Această dinamică a avut ca principal determinant aprecierea monedei naționale, care s-a transmis cu precădere la nivelul serviciilor de piață liberă. Valorile negative consemnate în perioadele recente de rata inflației de bază au un caracter temporar, anticipându-se revenirea la niveluri pozitive odată cu epuizarea efectului statistic de bază al reducerii menționate mai sus a cotei TVA. Dincolo de influențele conjuncturale, evoluția indicelui CORE2 ajustat a continuat să fie susținută de factorii fundamentali reprezentativi de persistența deficitului de cerere agregată și de ajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste.

Cu excepția creșterii prețurilor combustibililor, accelerată ca urmare a majorării în luna aprilie a accizei la carburanți cu 7 eurocenți/litru, în trimestrul II evoluțiile componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum, afectate cu precădere de factori de natura ofertei, au contribuit la accentuarea dezinflației. Principalii factorii determinanți au fost: oferta favorabilă de legume care a condus la reducerea mai rapidă a prețurilor alimentare volatile (LFO²); scăderea prețurilor de facturare a energiei electrice și a gazelor naturale; preluarea parțială, până la finele trimestrului, în prețurile produselor din tutun a majorării din aprilie a accizei aplicabile acestora.

Tendința de scădere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie, manifestată începând din trimestrul II 2013, a fost întreruptă în perioada aprilie-mai 2014, pe seama unei decelerări substanțiale a ritmului de creștere a productivității muncii. Această evoluție apare însă a fi conjuncturală, fiind atribuibilă efectului de calendar al sărbătorilor pascale și, ca urmare, anticipată

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

² Legume, fructe și ouă.

a se corecta ulterior. Pe ansamblul economiei, creșterea câștigurilor salariale nominale brute a continuat într-un ritm moderat. Deși este de așteptat ca acest ritm să fie accentuat în luna iulie de noua majorare a salariului minim brut pe economie, în perioadele următoare riscul unor presiuni inflaționiste semnificative din partea costurilor cu salariile apare a fi relativ redus. Menținerea pe termen mediu și lung a unei corelații adecvate între creșterea salariilor și cea a productivității muncii la nivelul ansamblului economiei naționale rămâne însă esențială pentru consolidarea stabilității prețurilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 6 mai 2014, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,50 la sută pe an. Decizia a fost fundamentată coroborând analiza perspectivelor macroeconomice relevate de prognoza actualizată a BNR, precum și de riscurile asociate acesteia, cu cea a propagării în economie a efectelor ajustărilor operate anterior în conduita politicii monetare. Prognoza reconfirma perspectivele revenirii și menținerii pe termen mediu a ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale, după epuizarea, în a doua parte a anului 2014, a efectelor șocurilor de ofertă favorabile produse în anul 2013. Riscurile asociate prognozei erau generate cu preponderență de mediul extern, fiind legate de: variabilitatea apetitului pentru risc al investitorilor față de ansamblul economiilor emergente pe fondul unor incertitudini ridicate corelate cu evoluțiile geopolitice și regionale nefavorabile, continuarea procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar și potențialele efecte ale ajustării conduitei politicilor monetare ale principalelor bănci centrale la nivel mondial. În plus, persistența rigidităților structurale ale economiei românești contribuie la relevanța riscurilor de propagare a șocurilor externe nefavorabile.

Ulterior deciziei din luna mai, rata anuală a inflației s-a menținut pe o traiectorie situată sub cea prognozată anterior. Manifestarea în această perioadă, pe lângă acțiunea factorilor fundamentali, a unor influențe conjuncturale (evoluția prețurilor volatile, în special a celor alimentare, aprecierea nominală a monedei naționale) implica incertitudine cu privire la consolidarea pe termen mediu a acestei traiectorii. În același timp, împrumuturile în monedă națională, economisirea și percepția investitorilor și a agențiilor derating asupra economiei românești se înscriseră pe tendințe favorabile, iar rezervele internaționale continuau să înregistreze niveluri adecvate în condițiile achitării unei mari părți din împrumutul contractat de România de la Fondul Monetar Internațional în anii 2009-2010. În ședința din 1 iulie 2014, Consiliul de administrație al BNR a apreciat că aceste evoluții, împreună cu nevoia de consolidare a economisirii și perspectivele inflației permiteau o anumită ajustare a conduitei politicii monetare, inclusiv prin intermediul programului de aliniere treptată pe termen mediu a regimului rezervelor minime obligatorii la standardele europene. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,50 la sută pe an, reducerea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută la nivelul de 16 la sută de la 18 la sută, concomitent cu menținerea celei pentru pasivele în lei la 12 la sută.

Perspectivile inflației

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

Prognoza macroeconomică prevede consolidarea activității economice în intervalul de referință, pe fondul revenirii treptate a cererii interne ca principal determinant al creșterii cu începere din anul

curent. Similar proiecției anterioare, se anticipează că factorii stimulativi ai acestei evoluții vor fi: majorarea venitului real disponibil al gospodăriilor populației, inclusiv pe fondul menținerii ratei proiectate a inflației la valori compatibile cu ținta de inflație, consolidarea intrărilor de capitaluri cu destinație productivă (fonduri europene structurale și de coeziune și fluxuri de investiții străine directe), precum și ajustarea graduală a condițiilor creditării, inclusiv pe seama configurației proiectate a condițiilor monetare reale în sens larg.

Redresarea cererii interne va fi impulsionată în 2014 în principal de consolidarea creșterii consumului gospodăriilor populației, în timp ce revigorarea investițiilor este de așteptat a se produce abia în a doua jumătate a anului curent. Ca urmare, o contribuție pozitivă a formării brute de capital fix la creșterea economică este prevăzută începând din anul 2015. Expansiunea cererii interne va induce și un avans relativ mai rapid al importurilor, implicând, în pofida unei evoluții în continuare favorabile a exporturilor, o contribuție ușor negativă a exporturilor nete la creșterea economică pe intervalul proiecției. Ca urmare, ponderea deficitului de cont curent în PIB este anticipată a se stabili, începând cu anul 2014, la valori situate sub 2 la sută, substanțial mai reduse decât cele anterioare anului 2013. Aceste premise ale scenariului de bază implică absența, până la orizontul prognozei, a unor presiuni corective semnificative generate de poziția externă asupra cursului de schimb al monedei naționale.

Proiecția deficitului de cerere a fost revizuită pe întregul interval la valori care implică presiuni dezinflaționiste relativ mai accentuate față de runda anterioară de prognoză. Reevaluarea a avut în vedere: creșterea economică înregistrată în trimestrul I 2014, sub valoarea prognozată anterior; revizuirea marginală preponderent în jos de către INS a seriei istorice a PIB real, ajustate sezonier; impactul ușor mai restrictiv anticipat din partea cererii externe; aprecierea leului din trimestrul II 2014, care atenuază caracterul stimulat al ansamblului condițiilor monetare în special pentru prima parte a intervalului de proiecție. Deviația PIB de la nivelul său potențial se va diminua treptat, rămânând însă la valori negative pe parcursul perioadei de referință.

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

Rata inflației IPC și rata inflației de bază CORE2 ajustat se plasează pe întregul interval de referință la valori semnificativ mai reduse comparativ cu cele din prognoza precedentă. Magnitudinea revizuirii – relativ ridicată pentru prima parte a intervalului – este rezultatul reproiectării unor influențe mai favorabile, atât ale unor factori cu acțiune mai ales pe un orizont de timp mai restrâns, cât și – într-o mai mică măsură – ale celor cu acțiune persistentă, având în vedere și evoluțiile manifestate sau confirmate ulterior publicării proiecției din luna mai.

Prognoza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede creșterea la 0,8 la sută la sfârșitul trimestrului III 2014, după valoarea negativă înregistrată la finele trimestrului II. Inversarea de tendință a dinamicii acestei grupe de prețuri se datorează în principal epuizării efectelor statistice tranzitorii ale reducerii la 1 septembrie 2013 a cotei TVA aplicate prețurilor unor produse de panificație. În continuare, se anticipează înscrierea ratei inflației de bază pe o traiectorie moderat ascendentă (până la 2,1 la sută la orizontul prognozei), ca efect net al evoluției prognozate a factorilor fundamentali: diminuarea treptată a deficitului de cerere, stabilizarea anticipațiilor privind inflația în interiorul intervalului asociat țintei centrale, atenuarea în prima parte a

intervalului de referință și stabilizarea ulterioară a dinamicii prețurilor importurilor³. Abaterile în jos de la prognoza precedentă sunt consecința proiectării pe întregul interval a unui deficit de cerere relativ mai accentuat, precum și a valorilor mai reduse, pe cea mai mare parte a perioadei de prognoză, ale anticipațiilor privind inflația și ale inflației importate.

Proiecțiile componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare ale IPC indică tendințe divergente în dinamicile anuale ale acestora. În timp ce pentru prețurile produselor din tutun și cele ale combustibililor sunt prevăzute creșteri mai rapide în prima jumătate a perioadei de proiecție, se anticipează că prețurile alimentare volatile și cele administrate vor crește mai rapid în cea de-a doua parte a intervalului relativ la dinamica acestora preconizată pentru anul curent⁴. Comparativ cu proiecția anterioară însă, contribuția cumulată a acestor componente la dinamica indicelui agregat a fost semnificativ revizuită în jos pe întreg intervalul proiecției. Revizuirea se datorează cu precădere, ca sens și magnitudine, celei a prețurilor administrate. Aceasta din urmă a constat în principal în reconfigurarea ipotezelor privind efectele dereglementării treptate a pieței energiei electrice asupra prețurilor, pornind de la evoluțiile recent observate. Noile scenarii privind celelalte componente exogene ale indicelui agregat au avut contribuții marginale la revizuirea dinamicii IPC, excepție făcând revizuirea favorabilă a inflației combustibililor în prima parte a intervalului de prognoză și a creșterii prețurilor produselor din tutun în ultimele două trimestre ale perioadei de referință.

Sub influența dinamicii proiectate a componentelor sale, rata inflației IPC va reveni în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale în trimestrul III 2014. După atingerea nivelului minim istoric la sfârșitul trimestrului II 2014, dinamica indicelui agregat va îngloba inversarea de tendință a evoluției inflației de bază, precum și atenuarea impactului producției vegetale record din anul precedent asupra prețurilor alimentare volatile. Cu excepția unei reduceri conjuncturale și, în consecință, tranzitorii în trimestrul I 2015, rata anuală a inflației IPC va urma în continuare o traiectorie moderat ascendentă, urmând a se stabiliza în jurul nivelului de 3,0 la sută aproape de orizontul proiecției. În același timp, rata medie anuală a inflației va continua să coboare în cursul trimestrului III până sub limita inferioară a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei, după care își va inversa tendința și va reintra în interiorul acestuia începând cu primul trimestru al anului viitor.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare asigurarea unui set al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat menținerii pe termen mediu a ratei inflației în intervalul asociat țintei în condițiile ancorării eficace a anticipațiilor privind inflația. Aceasta va contribui și la crearea premiselor favorabile redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei, cu respectarea principiilor prudențialității, și vizând cu precădere împrumuturile în monedă națională, precum și la consolidarea durabilă a creșterii economice.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică în continuare o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la scenariul de bază, gradul de asimetrie apărând însă a fi mai atenuat comparativ cu runda precedentă.

Similar evaluării din raportul anterior, riscurile provenind din partea mediului extern se configurează într-o balanță relativ echilibrată, dar în contextul unor incertitudini care se mențin ridicate. Acestea

³ Mărime „efectivă”, care cuantifică impactul asupra ratei interne a inflației al dinamicii prețurilor din zona euro și SUA, în raport cu ponderea celor două regiuni în comerțul internațional al României.

⁴ În condițiile în care informațiile disponibile la momentul elaborării Raportului asupra inflației, cu privire la componentele coșului de consum, nu par a indica o tracțiune dezinflaționistă de magnitudine similară celei din anul curent și în 2015.

sunt asociate fluctuației aversiunii față de risc a investitorilor în economiile emergente, posibilă în contextul potențialei escaladări a tensiunilor regionale și geopolitice recente și al continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră și de restructurare a unor grupuri bancare din zona euro. La acestea se adaugă incertitudinile legate de impactul posibilelor ajustări ale conduitelor politicii monetare de către principalele bănci centrale la nivel mondial. Materializarea unor riscuri generate de aceste surse ar conduce atât la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, cât și la realocări între acestea. Într-o astfel de situație, creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate economiei românești ar avea drept consecință fluctuații, care nu ar fi generate de modificări ale factorilor fundamentali, ale cursului de schimb al leului și abateri în consecință de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice.

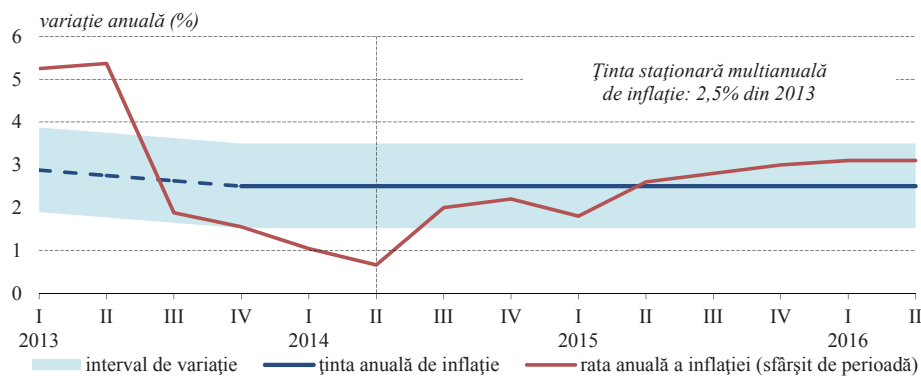
Cu toate acestea, dată fiind orientarea pe termen mediu și lung a investitorilor prioritar către economiile confruntate cu dezechilibre macroeconomice externe și interne relativ reduse, precum și către cele angajate în programe de reforme structurale, ameliorarea recentă a fundamentelor economice ale României, consolidarea vizibilității activelor românești în indici cu reprezentativitate pentru investițiile derulate la nivel global, precum și expunerile investitorilor încă mai reduse și cu scop de diversificare a portofoliului comparativ cu cele față de alte economii emergente au potențial de atenuare într-o anumită măsură a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale.

Pe de altă parte, atenuarea riscurilor generate de surse externe este limitată de persistența pe plan intern a rigidităților structurale, care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru moderarea consecințelor șocurilor adverse. Din această perspectivă, rămân în continuare preocupante incertitudinile privind implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale și a celorlalte măsuri convenite cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială), în special în contextul electoral de la finele anului curent. Orice întârziere și/sau îndeplinire incompletă a angajamentelor este de natură să conducă la propagarea efectelor eventualelor șocuri nefavorabile, interne sau externe, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Incertitudinile specifice componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum ce pot fi afectate în principal de șocuri de natura ofertei continuă să genereze riscuri relevante pentru perioada de referință. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate, pe de o parte, cuantificării impactului etapelor de liberalizare a pieței energiei electrice – cu deosebire – și a celei a gazelor naturale, dat fiind că aceasta implică previziuni inclusiv ale evoluțiilor prețurilor de piață, iar pe de altă parte, propagării efectelor unei potențiale escaladări a conflictelor din Ucraina și/sau Orientul Mijlociu. Aceleași tensiuni geopolitice, în conjuncție cu o posibilă evoluție nefavorabilă a cursului de schimb EUR/USD generează riscuri de creștere mai rapidă decât cea prevăzută în scenariul de bază a prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale.

Balanța riscurilor asociate evoluției prețurilor interne ale alimentelor este evaluată ca fiind înclinată ușor în sensul unor abateri în sus față de coordonatele scenariului de bază, în condițiile în care o parte a factorilor favorabili de risc menționați în raportul din luna mai s-au materializat, pe fondul ofertei abundente de legume din prima parte a anului curent, și având în vedere caracterul meteo-dependent al evoluțiilor din sectorul agricol, precum și ipoteza unui an agricol normal pentru 2015.

Previțiuni privind evoluția inflației



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

Sursa: INS, proiecție BNR

Decizia de politică monetară

Data fiind perspectiva plasării ratei anuale a inflației la valori sensibil inferioare celor prognozate anterior, aflate sub punctul central al țintei staționare până la mijlocul anului 2015 și în jumătatea superioară a intervalului în a doua parte a orizontului prognozei pe termen mediu, în condițiile anticipării suprapunerii acțiunii unor factori conjuncturali efectelor persistente ale deficitului de cerere agregată și ale ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 august 2014, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 3,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

În trimestrul II 2014, rata anuală a inflației IPC a atins un nou minim istoric (0,66 la sută în luna iunie), plasându-se în continuare sub limita inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual al țintei de 2,5 la sută. Ulterior saltului înregistrat în luna aprilie, în contextul majorării accizei la carburanți, rata anuală a inflației a urmat o traiectorie pronunțat descendentă, ca urmare a unor influențe conjuncturale: oferta abundentă de legume, scăderea unor tarife administrate și aprecierea monedei naționale față de euro. Acest ultim factor explică, de altfel, accentuarea dinamicii anuale negative a CORE2 ajustat (până la -0,6 la sută), contribuția celorlalți determinanți – costurile cu materia primă agricolă, deficitul de cerere și așteptările privind inflația – fiind relativ constantă comparativ cu intervalul precedent.

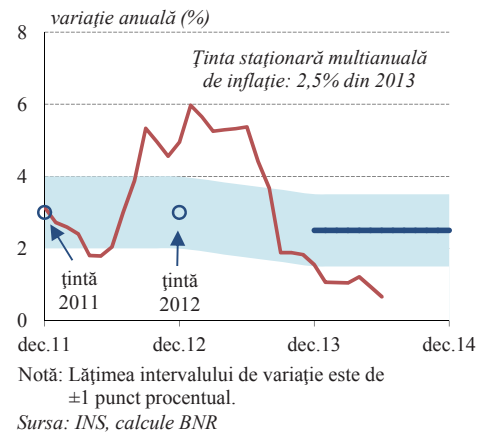
Majorarea accizei la carburanți cu 7 eurocenți/litru în luna aprilie 2014 a reprezentat singurul element cu acțiune notabilă în sensul creșterii prețurilor, contribuția acesteia la rata anuală a inflației fiind estimată la circa 0,3 puncte procentuale. Astfel, dinamica anuală a prețurilor combustibililor a urcat la 5 la sută, înregistrând un nivel similar și la finele trimestrului (+4,6 puncte procentuale față de martie 2014), în condițiile în care restrângerea ușoară a cererii a contrabalansat efectele traiectoriei ascendente a cotației internaționale a țițeiului¹. O mișcare de aceeași amplitudine, dar de sens contrar, a caracterizat subcomponenta alimentară a segmentului prețurilor volatile (-4,7 puncte procentuale, până la -7,8 la sută), pe fondul ofertei abundente de legume din acest an. În consecință, dinamica anuală a prețurilor volatile a rămas negativă, atenuându-se doar marginal (+0,2 puncte procentuale, până la -1,1 la sută).

Modificările în regimul taxelor indirecte au vizat, de asemenea, produsele din tutun, acciza aplicabilă majorându-se în luna aprilie cu 3,2 la sută. La finele trimestrului II, prețul final nu preluase însă decât parțial impactul acestei măsuri, astfel încât rata anuală de creștere pe segmentul produselor din tutun și al băuturilor alcoolice s-a atenuat cu 0,9 puncte procentuale, până la 6,8 la sută – nivel care rămâne totuși cel mai ridicat între grupele analizate.

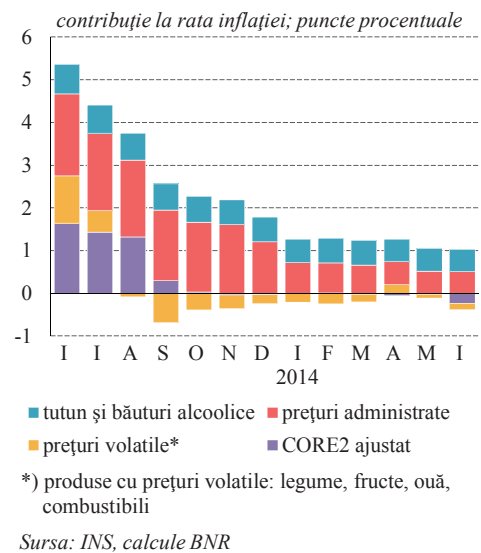
Cele mai multe prețuri administrate au rămas constante sau au fost chiar reduse în perioada aprilie-iunie 2014, conducând astfel la o nouă temperare a dinamicii anuale a acestei subcomponente a IPC (-0,8 puncte procentuale, până la 2,6 la sută). Cea mai importantă corecție s-a produs în luna aprilie și a fost determinată

¹ Prețul petrolului Brent a crescut de la 107,9 USD/baril în luna martie 2014 la 111,9 USD/baril în luna iunie, pe fondul temerilor privind eventuale întreruperi ale aprovizionării cu țiței, în contextul conflictelor geopolitice din Ucraina, Libia și, spre finalul perioadei, din Irak (Sursa: rapoartele lunare ale OPEC).

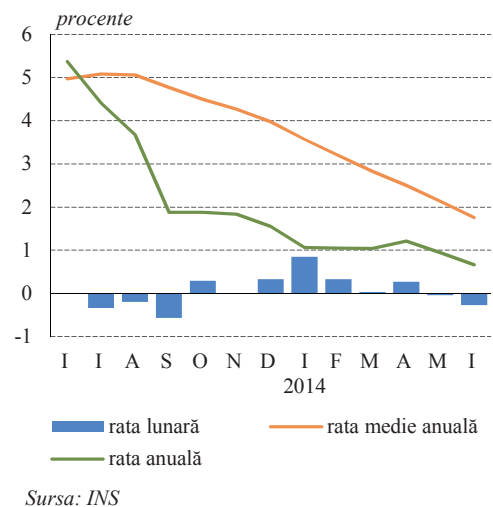
Evoluția inflației



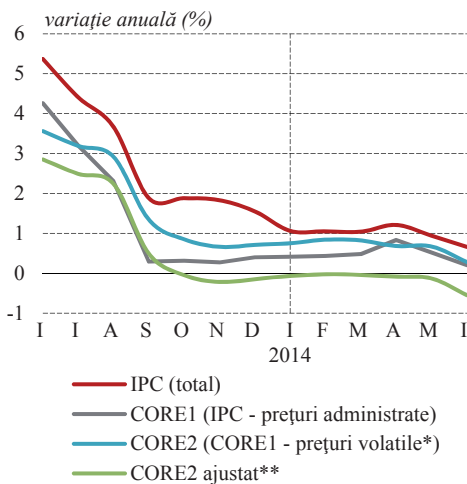
Rata anuală a inflației



Rata inflației



Inflația totală și inflația de bază (CORE)

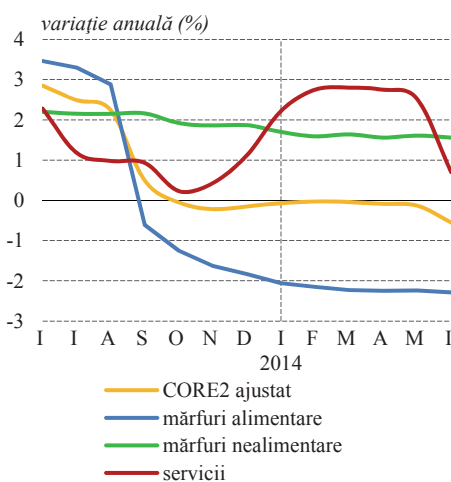


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

***) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

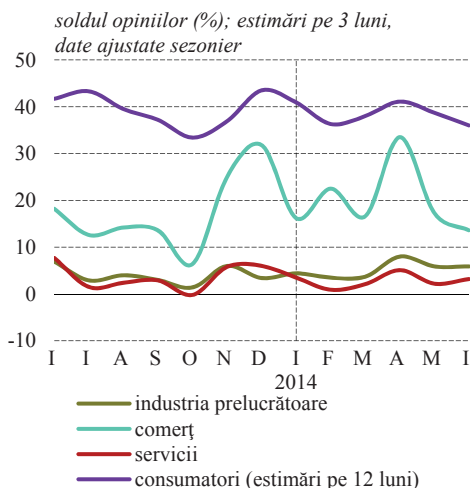
Sursa: INS, calcule BNR

Componentele CORE2 ajustat



Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN

de reducerea prețului de facturare a energiei electrice și gazelor naturale. Evoluția s-a datorat, în primul caz, scăderii prețului de tranzacționare a certificatelor verzi până la valoarea minimă impusă de lege (ca urmare a diminuării de către ANRE a cotei anuale obligatorii de energie regenerabilă care beneficiază de sistemul de promovare în anul 2014), iar în cel de-al doilea caz, scăderii tarifelor de distribuție a gazelor naturale, această măsură anulând practic efectele implementării unei noi etape din procesul de liberalizare a pieței².

În condițiile menținerii principalilor factori de influență în parametri relativ neschimbați de la începutul anului 2014 (persistența deficitului de cerere, absența presiunilor din partea costurilor cu materiile prime agricole), accentuarea deflației anuale CORE2 ajustat (-0,5 puncte procentuale, până la -0,6 la sută) a fost antrenată cu precădere de aprecierea monedei naționale față de euro (cu circa 0,7 la sută pe lună pe parcursul perioadei analizate). Transmisia în prețuri s-a realizat în principal prin intermediul serviciilor de piață, al căror ritm anual s-a atenuat la 0,7 la sută (în scădere cu 2,1 puncte procentuale față de luna martie 2014); la nivelul bunurilor nealimentare impactul a fost marginal, acestea consemnând o dezinflație de numai 0,1 puncte procentuale.

În ceea ce privește prețurile bunurilor alimentare incluse în inflația de bază CORE2 ajustat, variația anuală a rămas relativ nemodificată (-2,3 la sută în luna iunie), previziunile optimiste privind noua recoltă³ menținând costurile cu materiile prime agricole la un nivel scăzut. Dinamica negativă de pe acest segment este integral explicată de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație începând cu 1 septembrie 2013, efectul măsurii fiscale invocate fiind anticipat a se manifesta până în luna august 2014.

Așteptările privind inflația ale companiilor din industrie, construcții, comerț și servicii s-au deteriorat ușor în trimestrul II, în contextul majorării accizei la carburanți. Percepția consumatorilor referitoare la evoluția prețurilor a rămas însă constantă comparativ cu trimestrul I, iar anticipațiile analiștilor bancari s-au ameliorat, menținându-se totodată în interiorul intervalului țintei stabilite de BNR. În consecință, evoluțiile consemnate la nivelul anticipațiilor inflaționiste pot fi considerate în continuare favorabile, valorile în creștere indicate de operatorii economici fiind mai curând rezultatul unui eveniment singular cu efect tranzitoriu.

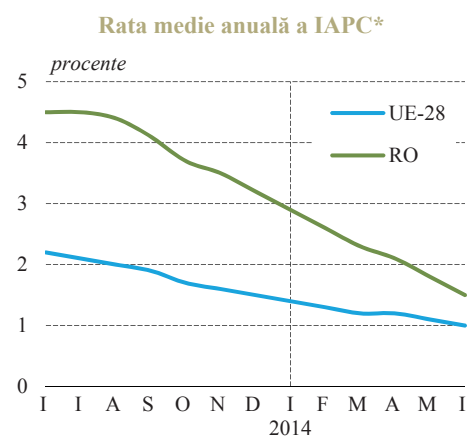
Rata medie anuală a IAPC a coborât în trimestrul II 2014 până la 1,5 la sută (-0,8 puncte procentuale), România numărându-se printre statele cu cea mai rapidă dezinflație la nivelul Uniunii Europene.

² Conform calendarului de liberalizare, prețul gazelor naturale a fost majorat cu 2 la sută în luna aprilie 2014.

³ Potrivit estimărilor preliminare ale Comisiei Europene, randamentul obținut la hectar pentru producția de grâu a României era anticipat să crească cu circa 2,6 la sută în anul 2014 față de anul precedent (*Monitoring Agricultural Resources*, iunie 2014).

Valoarea atinsă a permis îndeplinirea criteriului de convergență nominală referitor la rata inflației și, respectiv, diminuarea sensibilă a ecartului față de inflația medie din Uniunea Europeană (până la 0,5 puncte procentuale).

Rata anuală efectivă a inflației înregistrată la finele trimestrului II 2014 a fost inferioară cu 0,7 puncte procentuale celei prognozate în Raportul asupra inflației din luna mai. Decalajul s-a datorat unui nivel mai apreciat al cursului de schimb comparativ cu cel luat în calcul la realizarea proiecției, precum și comportamentului atipic al prețurilor legumelor, oferta abundentă din primăvară fiind unul dintre primele semnale ale înregistrării unei noi recolte peste medie.



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

Sursa: Eurostat

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

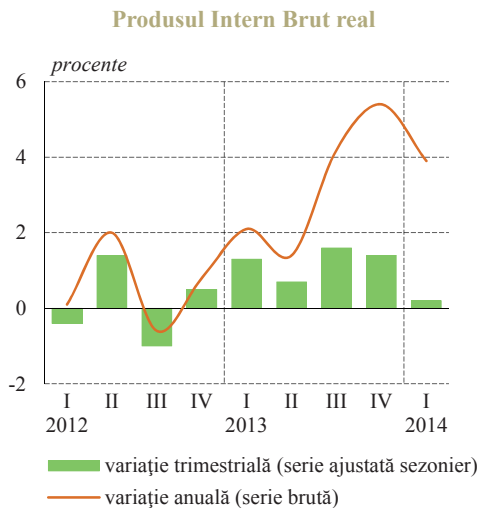
1. Cererea și oferta

În trimestrul I 2014 PIB real și-a menținut traiectoria ascendentă, dinamica anuală înregistrată (3,9 la sută) fiind superioară mediei anului anterior. Rezultatul a fost doar în mică măsură determinat de evoluția curentă, ritmul trimestrial de 0,2 la sută fiind cel mai modest din ultimele patru trimestre¹.

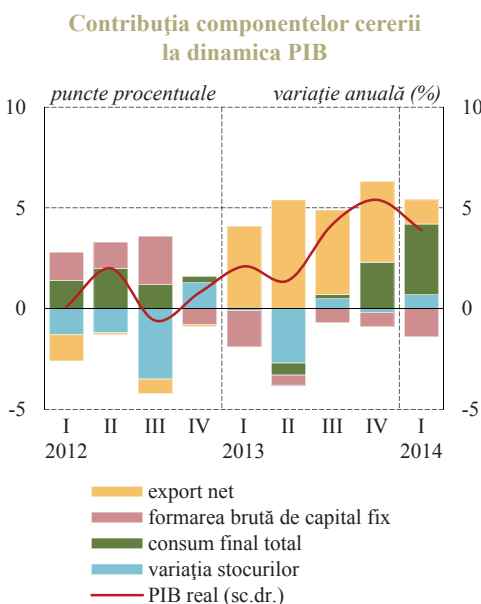
Creșterea economică a fost susținută în continuare de producția industrială, stimulată în principal de cererea externă, însă o contribuție a venit și întreruperii traiectoriei descrescătoare a ofertei adresate pieței interne. Din perspectiva cererii, după ce pe parcursul anului 2013 aportul decisiv la creșterea PIB real a fost deținut de exportul net, în trimestrul I 2014 rolul de factor motor a fost preluat de absorbția internă, exclusiv pe seama consumului final al populației, care s-a majorat cu 5 la sută în termeni anuali – maximul perioadei ulterioare declanșării crizei. Volumul exporturilor de bunuri și servicii a continuat să crească, însă influența pozitivă asupra PIB real a fost estompată de intensificarea de ritm a importurilor, contribuția cererii externe nete îngustându-se astfel în mod vizibil (până la 1,2 puncte procentuale, față de cel puțin 4 puncte procentuale în trimestrele I-IV 2013). În ceea ce privește cererea de investiții, redresarea întârzie să se producă, trimestrul I 2014 consemnând o nouă scădere, chiar mai pronunțată decât media anului precedent (-8,4 la sută, față de -3,3 la sută în 2013).

1.1. Cererea

Semnele de revigorare a consumului final efectiv al gospodăriilor populației – conturate în a doua jumătate a anului precedent, în principal sub influența amplificării componentelor corelate cu evoluția producției agricole² – s-au intensificat puternic în trimestrul I 2014, determinante fiind, de data aceasta, achizițiile de bunuri și servicii din rețeaua comercială (creșteri mai alerte ale volumului cifrei de afaceri s-au înregistrat în special în cazul bunurilor de uz curent, al produselor electrocasnice și de mobilier și al autoturismelor noi). Din perspectiva surselor de finanțare, evoluția a fost susținută atât de redresarea venitului disponibil real al populației (o contribuție revenind accelerării dezinflației), cât și de tendința de dinamizare a creditului de consum (flux real superior



Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

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

² Autoconsum, cumpărări de pe piața țărănească, industria casnică.

cu 55 la sută celui din trimestrul I 2013), stimulată de reducerea în continuare a costului creditelor noi.

În trimestrul I 2014, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 930 milioane lei (echivalentul al 0,1 la sută din PIB³), net inferior celui consemnat în aceeași perioadă din anul precedent (4 189 milioane lei, respectiv 0,7 la sută din PIB). Ameliorarea execuției bugetare a fost susținută atât de majorarea ritmului de creștere a veniturilor bugetare (la 2,7 la sută⁴, de la -0,4 la sută în trimestrul anterior) – în principal sub impactul dinamicii încasărilor din taxa pe utilizarea bunurilor, autorizarea utilizării bunurilor sau pe desfășurarea de activități (14,5 la sută, față de -64,9 la sută⁵), din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii (106,5 la sută, comparativ cu -33,8 la sută), din accize (12,8 la sută, față de 6,6 la sută), precum și din impozite și taxe pe proprietate (12,2 la sută, comparativ cu 0,6 la sută) –, cât și de accentuarea comprimării cheltuielilor bugetare totale (-3,9 la sută, față de -0,6 la sută în trimestrul IV 2013). Cea din urmă a fost cu precădere rezultanta scăderii cheltuielilor cu proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile (-15,6 la sută, față de 37,1 la sută), a adâncirii declinului cheltuielilor de capital (la -49 la sută, de la -3,7 la sută) și cu dobânzile (-21,2 la sută, față de -17,9 la sută), precum și a decelerării avansului cheltuielilor cu bunuri și servicii (la 2,9 la sută, comparativ cu 10 la sută în trimestrul precedent), respectiv al celor de personal (la 1,5 la sută, de la 8,1 la sută).

Accelerarea ritmului anual de scădere a formării brute de capital fix (până la -8,4 la sută) a fost atribuită în exclusivitate contracției severe a lucrărilor de construcții realizate din surse publice. Datele operative privind execuția bugetară relevă înjumătățirea cheltuielilor de capital efectuate de sectorul guvernamental comparativ cu trimestrul I 2013, o contribuție importantă revenind ajustării cu circa 80 la sută a volumului investițiilor în proiecte de infrastructură rutieră (autostrăzi și drumuri naționale).

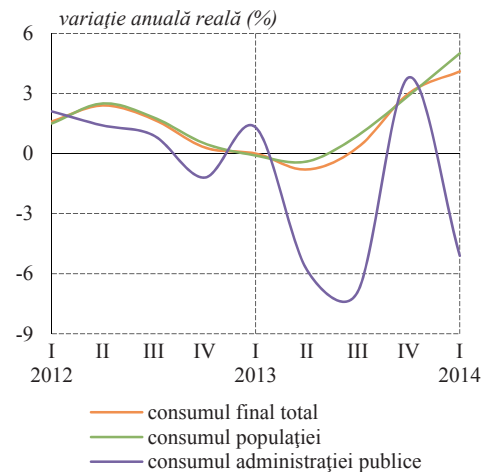
Pe o traiectorie ușor crescătoare s-au plasat investițiile efectuate de populație, impactul dinamicii alerte consemnate de reparațiile capitale fiind atenuat de stagnarea în termeni anuali a volumului lucrărilor de construcții de locuințe noi. În mod similar, acumulările de capital realizate de sectorul corporatist în perioada analizată nu s-au modificat semnificativ comparativ cu trimestrul I 2013, revigorarea lucrărilor de construcții noi (creștere de volum pe segmentul nerezidențial cu circa 20 la sută) și a cumpărărilor auto în sistem leasing (valoarea în euro a contractelor s-a majorat cu

³ Pentru analiză, au fost folosite datele operative și nivelul PIB nominal pentru anul 2014 publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii martie 2014.

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

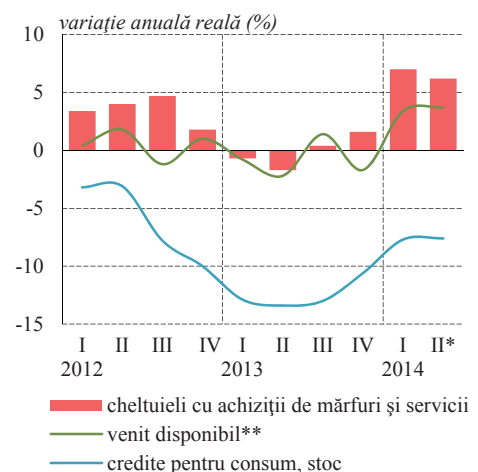
⁵ În condițiile în care ritmul de creștere a acestor venituri din trimestrul IV 2013 a încorporat un efect statistic de bază asociat evoluției încasărilor din ultimul trimestru din 2012.

Consumul final efectiv



Sursa: INS

Consumul populației și principalele surse de finanțare

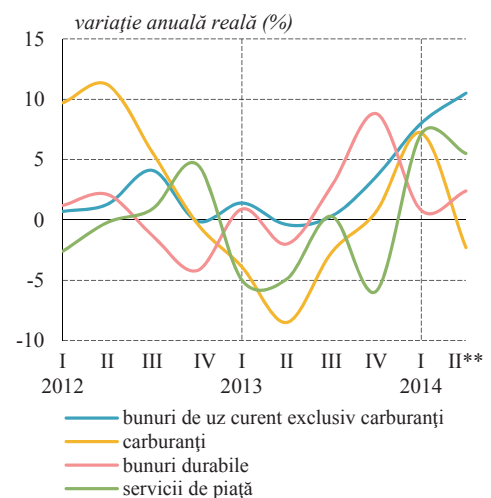


*) apr.-mai

**) resurse bănești, cu excepția celor împrumutate

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

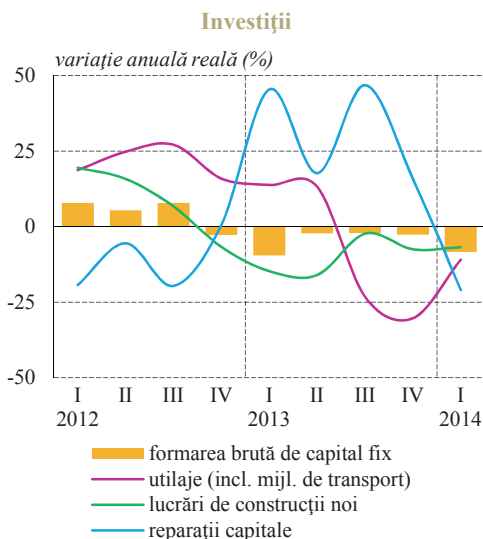
Achiziții de mărfuri și servicii*



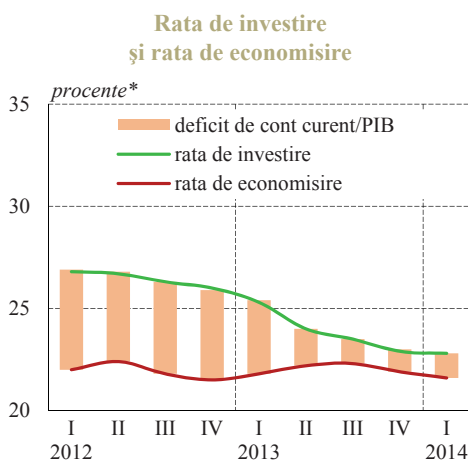
*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

**) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR



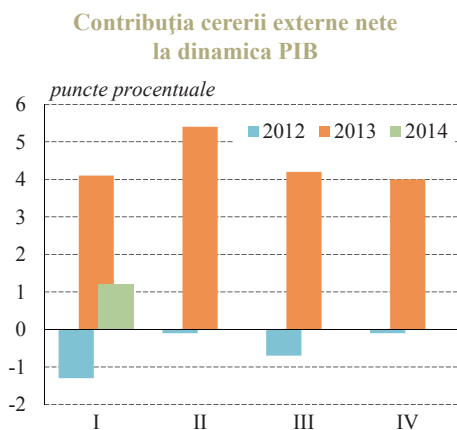
Sursa: INS, calcule BNR



*) media ultimelor 4 trimestre

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

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

aproape 40 la sută) fiind contrabalansată de declinul investițiilor în utilaje, inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții publice (-10,9 la sută).

O dinamică alertă, chiar în ușoară accelerare în raport cu media anului precedent, au înregistrat în trimestrul I exporturile de bunuri și servicii (15,2 la sută), evoluția fiind susținută atât de livrările de bunuri, cât și de încasările din servicii internaționale (favorizate de majorarea volumului transporturilor de mărfuri, în corelație cu intensificarea vânzărilor pe piețele externe).

Din perspectiva piețelor de desfacere, rate consistente de creștere au consemnat atât exporturile de bunuri către partenerii europeni, cât și cele destinate zonelor extracomunitare, tendințele de evoluție fiind însă ușor divergente – accelerare în primul caz (până la aproximativ 11 la sută), încetinire în cel de-al doilea (până la 16 la sută). La nivelul structurii pe categorii de mărfuri, contribuția determinantă la creșterea exporturilor a continuat să revină grupei „mașini, echipamente și mijloace de transport” (peste 40 la sută din variația valorică din trimestrul I). În privința locului secund, după ce în anul 2013 acesta a fost ocupat, la mare distanță, de produsele agroalimentare (în contextul anului agricol remarcabil), în primele trei luni ale anului curent această grupă a fost devansată de produsele petroliere (cu un aport de circa 27 la sută la creșterea valorii exporturilor). Rezultatul s-a datorat, în principal, amplificării activității externe a uneia dintre companiile de profil. Acest factor, alături de constituirea unor stocuri-tampon, ca măsură de precauție în contextul tensiunilor geopolitice, a determinat inversarea traiectoriei importurilor de țiței brut, grupa produselor energetice înregistrând, în consecință, un aport consistent la dinamizarea volumului total al importurilor de bunuri și servicii în trimestrul I (+13 la sută, comparativ cu +2,4 la sută la nivelul anului 2013). Intensificări de ritm (de mai mică amploare decât în cazul facturii energetice) au fost consemnate și de alte categorii de bunuri intermediare și materii prime (în special pentru industria metalurgică), dar și de mașini și echipamente.

1.2. Oferta

În trimestrul I 2014, industria și-a menținut poziția de motor al creșterii economice (cu o contribuție de 2,3 puncte procentuale). Dinamica VAB din industrie nu s-a modificat față de media aferentă anului 2013 (8 la sută) și a fost susținută, pe lângă creșterea în continuare a vânzărilor externe⁶, de întreruperea traiectoriei descendente a cererii interne⁷. Intensificări de ritm ale

⁶ Merită menționată, în acest context, revigorarea economică a Uniunii Europene (+1,5 la sută a PIB real aferent UE cu excepția României, față de evoluția trenantă din anul anterior).

⁷ După opt trimestre de scădere, în trimestrul I 2014 volumul cifrei de afaceri aferente producției industriale destinate pieței interne s-a majorat cu 8,8 la sută, evoluție care s-a regăsit la nivelul tuturor categoriilor majore de bunuri (intermediare, energetice, de capital, de consum).

volumului de activitate s-au înregistrat îndeosebi în industria de prelucrare a țițeiului, industria chimică și a cauciucului, industria construcțiilor metalice, precum și în ramurile producătoare de mașini, echipamente și bunuri electronice.

Dinamica PIB real a fost favorabil influențată și de redresarea VAB din servicii (+1,7 la sută, comparativ cu stagnarea din anul 2013). Contribuțiile cele mai consistente au revenit comerțului cu amănuntul (dat fiind avansul cu circa 7 la sută al volumului încasărilor obținute de operatorii de profil), dar și comerțului cu ridicata și transporturilor de mărfuri, ca urmare a extinderii producției industriale și a segmentului comercial de retail. În plus, VAB aferentă serviciilor IT&C a înregistrat o nouă accelerare de ritm (+7,5 la sută) – evoluția confirmă estimările formulate pentru anul curent de principalii operatori din piață cu privire la accentuarea preferinței consumatorilor pentru servicii de internet mobil, intensitatea acestui fenomen fiind mai pronunțată decât cea aferentă scăderii încasărilor din serviciile de voce.

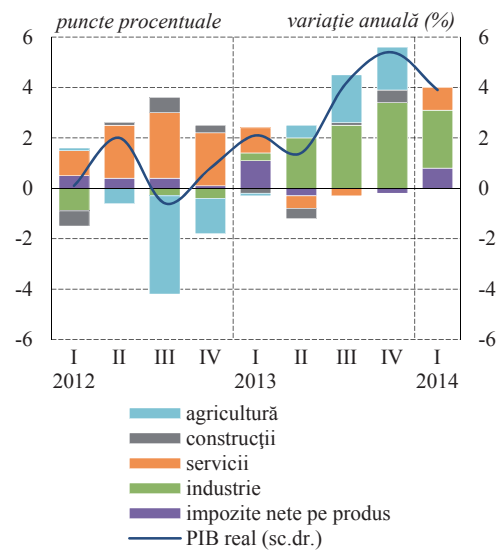
Contribuția agriculturii și cea a construcțiilor la dinamica PIB real au fost nule, în condițiile în care variațiile anuale ale VAB corespunzătoare acestor două sectoare economice au fost minore – în primul caz, VAB a crescut cu 2,3 la sută, iar în cel de-al doilea s-a înregistrat o restrângere cu 1 la sută, extinderea cu circa 16 la sută a lucrărilor de construcții la clădiri neputând contrabalansa integral ajustarea volumului de lucrări în domeniul infrastructurii (cu peste 25 la sută).

2. Piața muncii

Intervalul februarie-mai 2014 a consemnat noi indicii de redresare lentă a pieței muncii⁸, concretizate într-o creștere ușoară a efectivului salariaților din economie, iar așteptările companiilor privind absorbția de forță de muncă se mențin într-o notă similară. Dinamica anuală a câștigului salarial s-a plasat în continuare în proximitatea nivelului de 5 la sută, o accelerare fiind anticipată pentru luna iulie 2014, sub efectul implementării unei noi etape legislative de majorare a salariului minim brut pe economie. În industrie, frânarea productivității muncii în luna aprilie 2014 a condus la trecerea dinamicii anuale a costurilor unitare cu forța de muncă în teritoriu pozitiv, evoluții apreciate însă drept temporare, luând în considerare efectul calendaristic semnificativ.

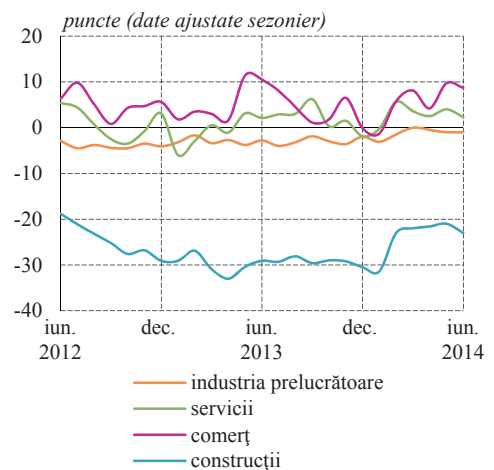
După un an de stagnare, în prima parte a anului curent s-a conturat o anumită revigorare a cererii de forță de muncă, menținerea numărului de locuri de muncă vacante la un nivel superior perioadei postcriză determinând în luna februarie 2014 revenirea dinamicii anuale a efectivului angajaților pe o traiectorie ușor ascendentă. Aceasta s-a datorat exclusiv sectorului privat, îndeosebi angajărilor din industrie

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



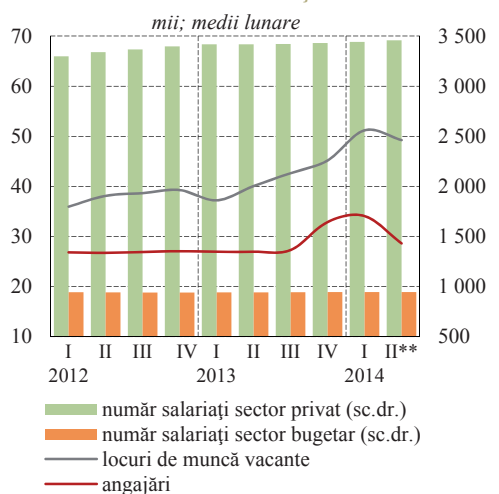
Sursa: INS, calcule BNR

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



Sursa: CE-DG ECFIN

Măsurile ale cererii de forță de muncă*



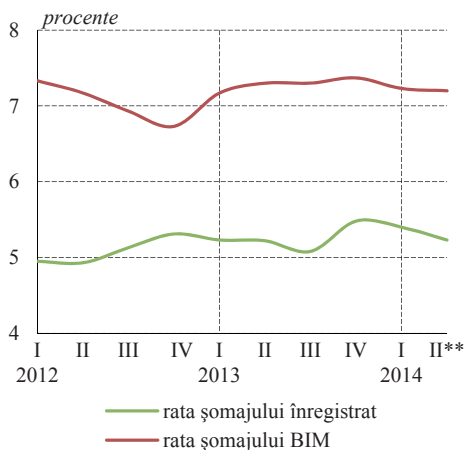
*) date ajustate sezonier

**) apr.-mai

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

⁸ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

Rata șomajului*

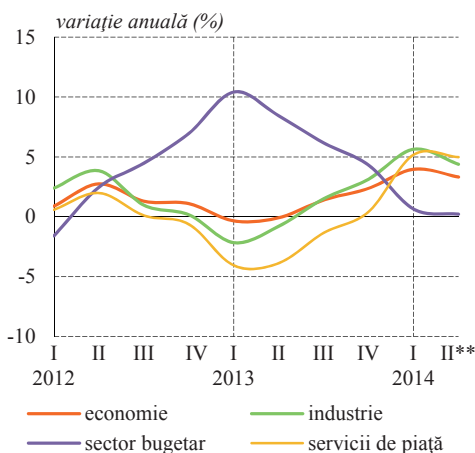


*) date ajustate sezonier

***) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*

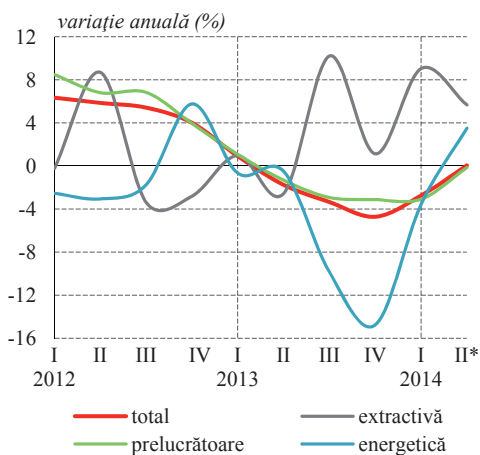


*) deflatat cu IPC

***) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

(industria auto și ramurile conexe, industria alimentară). O relativă ameliorare a fost observată și în cazul construcțiilor în trimestrul I 2014, însă tendința s-a inversat ulterior, pe fondul dificultăților cu care se confruntă în continuare companiile de profil. De asemenea, în sectorul serviciilor de piață, evoluțiile au rămas modeste pe ansamblu, angajările din comerț, IT&C, servicii administrative și suport, industria hotelieră fiind parțial compensate de continuarea reducerilor de personal în transporturi, sectorul bancar și asigurări. Sondajele disponibile⁹ relevă pentru trimestrul III 2014 menținerea unui sentiment preponderent optimist privind ocuparea în industrie și comerț. La nivelul economiei, reducerea disponibilizărilor și angajările recente s-au reflectat într-o ușoară restrângere a ofertei excedentare de forță de muncă, ambii indicatori ai șomajului diminuându-se (rata șomajului înregistrat la 5,3 la sută, iar rata șomajului BIM la 7,2 la sută).

Pe parcursul perioadei martie-mai 2014, ritmul anual de creștere a câștigului salarial nominal brut a înregistrat variații determinate de modificarea momentului de acordare a primelor cu ocazia sărbătorilor de Paști, însă, în medie, s-a situat la 4,9 la sută, nivel similar valorilor din anii 2011-2013. Acesta reflectă atât influența etapei de majorare a salariului minim brut pe economie din ianuarie 2014, cât și performanțele diferite ale sectoarelor economice (creșterile peste medie din industrie și IT contrastează cu scăderea dinamicii anuale a salariului nominal în construcții în plaja valorilor negative). Pe termen scurt este anticipată o intensificare a dinamicii salariale în luna iulie 2014, având în vedere numărul mai ridicat¹⁰ al salariaților care vor beneficia de următoarea etapă de majorare a salariului minim brut.

După patru trimestre de evoluție în teritoriul negativ, în perioada aprilie-mai, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie a urcat la 0,1 la sută, manifestarea unui puternic efect calendaristic¹¹ în prima lună a trimestrului II conducând la atenuarea substanțială a câștigurilor de productivitate a muncii. Totuși, în unele ramuri prelucrătoare, costurile unitare au continuat să înregistreze scăderi în termeni anuali (fabricarea produselor electronice, industria tutunului și prelucrarea țigăii), în timp ce o înrăutățire vizibilă a fost consemnată la nivelul metalurgiei. Având în vedere efectul semnificativ de calendar (confirmat, de altfel, de rezultatele lunii mai), este de așteptat ca pe ansamblul trimestrului II 2014 rata de creștere a productivității muncii să o devanseze din nou pe cea aferentă câștigurilor salariale.

⁹ A se vedea sondajul realizat de DG ECFIN/INS și studiul Manpower privind Perspectivele angajării de forță de muncă.

¹⁰ Aproximativ 18 la sută din totalul angajaților din economie (estimări BNR pe baza datelor statistice disponibile în publicația INS *Repartizarea salariilor pe grupe de salarii realizate în luna octombrie 2012*).

¹¹ Generat de plasarea sărbătorilor pascale în anul 2013 în luna mai, cu o lună mai târziu decât în anul curent.

Din perspectiva cererii de consum, variația anuală a venitului disponibil real s-a plasat în teritoriu pozitiv de la începutul anului 2014 (3,7 la sută în perioada aprilie-mai, comparativ cu 3,4 la sută în trimestrul I), ca urmare a unor influențe favorabile din partea celor trei surse de venit¹², precum și a valorilor minime înregistrate de rata inflației. Având în vedere persistența deficitului de cerere, ritmul actual de creștere a venitului disponibil real nu reprezintă o sursă de riscuri inflaționiste.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul I 2014, variațiile anuale ale prețurilor de import și ale celor de producție (industrială și agricolă) au continuat să se atenueze, valorile negative consemnate de cele din urmă fiind determinate însă cu precădere de manifestarea unor efecte de bază pe segmentul energetic și, respectiv, pe cel vegetal. Pentru perioada următoare, semnalele pozitive referitoare la producția agricolă internă și externă vor favoriza menținerea tendinței manifestate de prețurile de import și de cele agricole. În ceea ce privește prețurile de producție industrială, revenirea la o dinamică anuală pozitivă va fi antrenată de scumpirea energiei electrice și a combustibililor.

În trimestrul I 2014, aportul favorabil al prețurilor externe la atenuarea presiunilor inflaționiste s-a accentuat, indicele anual al valorii unitare a importurilor coborând la 96,8 la sută comparativ cu 98,3 la sută în trimestrul IV 2013; influențe de sens opus au exercitat însă deprecierea monedei naționale față de euro și atenuarea aprecierii față de dolarul SUA.

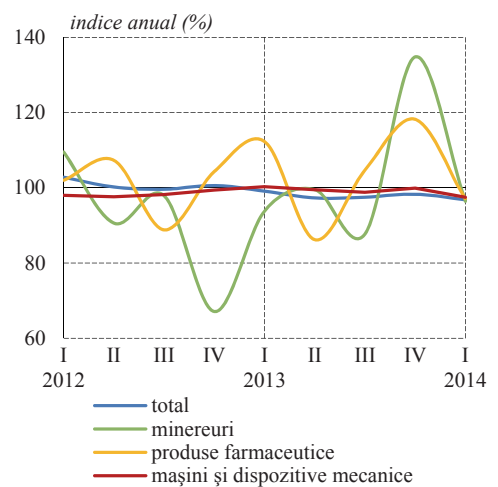
Din perspectiva prețurilor bunurilor importate cu pondere în coșul de consum, evoluțiile au fost mixte. Astfel, majoritatea mărfurilor alimentare au consemnat atenuarea variațiilor anuale negative – produse vegetale, grăsimi – în directă asociere cu majorarea cotațiilor materiilor prime agricole determinată de înrăutățirea condițiilor meteo din SUA și de tensiunile geopolitice dintre Rusia și Ucraina. În cazul mărfurilor nealimentare de uz curent, influența favorabilă a decelerării de ritm înregistrate de prețurile produselor farmaceutice¹³ a fost erodată de accelerarea dinamicii prețurilor combustibililor, deși aceasta s-a datorat exclusiv unui efect de bază.

În ceea ce privește celelalte grupe de bunuri (intermediare, de capital), indicii valorici au rămas subunitari, fiind vizibilă chiar o accentuare a tendinței de scădere a prețurilor. Cea mai amplă variație negativă s-a consemnat în cazul minereurilor, în contextul

¹² Majorarea veniturilor din câștigurile salariale și a transferurilor sociale și revenirea dinamicii anuale a veniturilor din exterior pe o tendință ascendentă, atingând valori pozitive în trimestrul II.

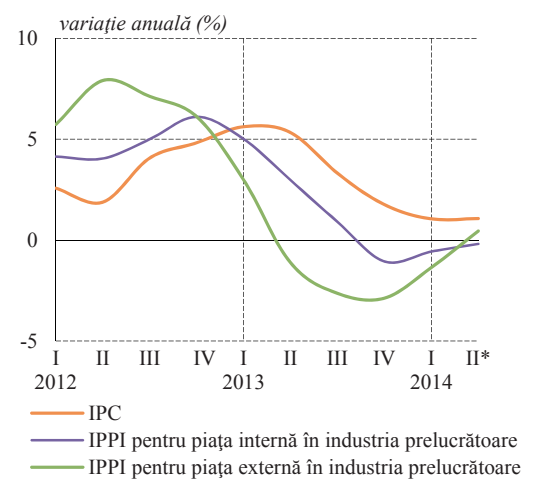
¹³ Indicele valorii unitare a importurilor de produse farmaceutice s-a redus de la 118,2 la sută în trimestrul IV 2013 la 97,1 la sută în trimestrul I 2014, în asociere cu evoluția prețurilor de producție pentru piața externă din industria farmaceutică a unuia dintre principalii furnizori din spațiul comunitar (Ungaria).

Surse ale scăderii valorii unitare a importurilor în T1 2014



Sursa: INS, calcule BNR

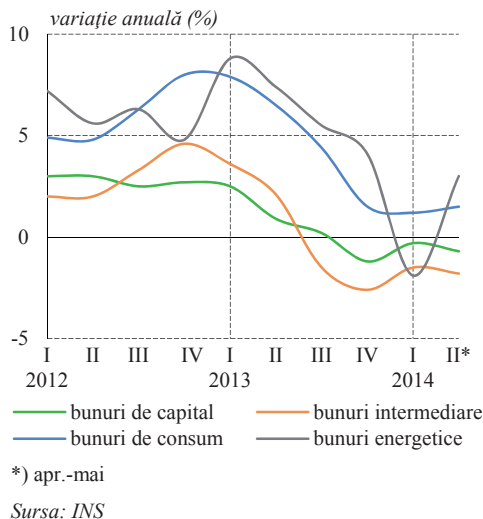
Prețurile producției industriale și de consum



*) apr.-mai

Sursa: INS

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



unui nivel satisfăcător al stocurilor globale și al unei cereri reduse. În privința bunurilor de capital, o contribuție la accentuarea declinului prețurilor mijloacelor de transport a revenit menținerii unor indici subunitari în cazul metalelor.

O reducere a presiunilor inflaționiste relevă și dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă, care a înregistrat prima variație anuală negativă din ultimii patru ani (-0,8 la sută, cu 1,7 puncte procentuale sub media trimestrului IV 2013). Mișcarea a fost imprimată, în esență, de manifestarea unui efect de bază favorabil în industria bunurilor energetice, o contribuție marginală revenind însă și bunurilor de consum. Celelalte două categorii de bunuri au înregistrat o atenuare a deflației anuale, determinată în special de deprecierea monedei naționale în raport cu euro în cazul bunurilor de capital și de orientarea spre fabricarea de produse mai scumpe pe segmentul bunurilor intermediare.

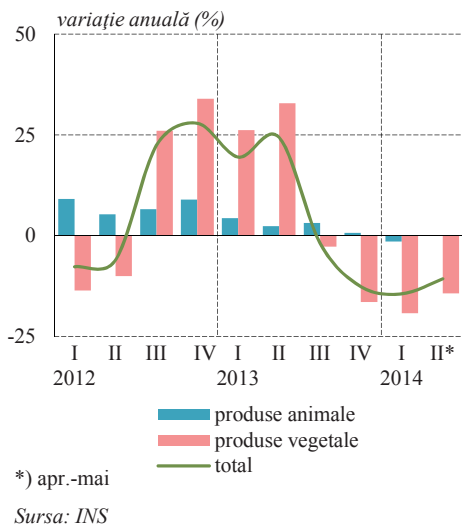
Grupa bunurilor energetice s-a remarcat prin decelerarea puternică de ritm a prețurilor din ramura de producție a energiei electrice și termice (rată anuală de -3,2 la sută, comparativ cu +5,2 la sută în trimestrul IV 2013), datorată unui efect statistic asociat majorării substanțiale a tarifelor în perioada similară a anului anterior. În industria de prelucrare a hidrocarburilor, evoluția favorabilă a cererii interne și atenuarea aprecierii monedei naționale în raport cu dolarul SUA au temperat declinul prețurilor față de trimestrul I 2013 (până la -6,6 la sută).

Dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor de capital a urcat cu circa 1 punct procentual, rămânând însă ușor negativă (-0,3 la sută), ponderea ridicată deținută de produsele importate în consumul intermediar conferind cursului de schimb rolul de principal factor explicativ.

O evoluție similară a fost vizibilă la nivelul prețurilor de producție ale bunurilor intermediare (+1,1 puncte procentuale față de trimestrul IV 2013, până la -1,5 la sută), aportul decisiv revenind industriei metalurgice (+4,7 puncte procentuale, până la -2,4 la sută). Factorul determinant a fost reprezentat de orientarea către fabricarea de produse cu valoare adăugată mare a unuia dintre principalii producători; o presiune suplimentară a fost exercitată însă și de noua majorare a prețului gazelor (cu 2 la sută) din luna ianuarie 2014.

În trimestrul I 2014, prețurile producției agricole au continuat să consemneze variații anuale negative, chiar mai accentuate comparativ cu intervalul anterior (-14,4 la sută, față de -12,6 la sută), induse de ambele componente. Pe segmentul vegetal, accentuarea ratei anuale de scădere a prețurilor s-a datorat unui efect de bază favorabil, în condițiile unei ușoare accelerări a acestora în termeni lunari, în linie cu tendința consemnată la nivel global, pe fondul problemelor principalilor furnizori de produse vegetale (SUA,

Prețurile producției agricole



Ucraina, Rusia). În cazul produselor de origine animală, dinamica anuală a prețurilor a intrat în teritoriu negativ (de la 0,7 la sută în trimestrul IV 2013 la -1,4 la sută), mișcarea fiind susținută de scăderea în continuare a costurilor cu furajele.

Pentru următorul trimestru, evoluția prețurilor de import va fi influențată favorabil de evoluția leului în raport cu principalele valute (atenuarea deprecierei comparativ cu euro, accentuarea aprecierii față de dolarul SUA), precum și de revenirea pe trend descendent a prețurilor externe ale cerealelor (odată cu îmbunătățirea condițiilor meteo în SUA și reluarea desfășurării normale a exportului din Ucraina). Presiuni vor fi generate de majorarea prețului petrolului, pe fondul tensiunilor din Orientul Mijlociu. Semnalele pozitive referitoare la producția agricolă internă a anului curent¹⁴ vor determina probabil menținerea prețurilor agricole interne sub nivelul celor din anul anterior. În ceea ce privește prețurile de producție pentru piața internă, revenirea dinamicii anuale în teritoriu pozitiv (în perioada aprilie-mai) este posibil să caracterizeze întregul trimestru, în principal pe seama grupei bunurilor energetice, ca urmare a scumpirii energiei electrice¹⁵ și combustibililor.

¹⁴ A se vedea nota 3 de subsol din cadrul Capitolului I. Evoluția inflației.

¹⁵ Prețul mediu de tranzacționare pe OPCOM a crescut cu 11,5 la sută în perioada aprilie-mai 2014 comparativ cu perioada similară a anului anterior.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În perioada aprilie-iulie 2014, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,5 la sută. În același timp, pe fondul prezervării pe parcursul trimestrului II a nivelurilor în vigoare ale ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit, inclusiv în contextul reamplificării lichidității din sistemul bancar, BNR a continuat gestionarea adecvată a acesteia. O asemenea calibrare a instrumentelor politicii monetare a vizat adecvarea condițiilor monetare reale în sens larg din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu în linie cu ținta staționară de inflație, concomitent cu crearea condițiilor pentru revigorarea sustenabilă a procesului de creditare.

Decizia de menținere a *statu-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din luna mai a fost justificată de consolidarea previziunilor privind revenirea în trimestrul III și menținerea ulterioară a ratei anuale a inflației în jumătatea superioară a intervalului ținte staționare, după plasarea ei sub limita de jos a acestui interval în prima parte a anului 2014, pe fondul continuării manifestării efectelor tranzitorii ale șocurilor de natura ofertei produse în 2013¹. Potrivit proiecției actualizate, traiectoria anticipată a ratei anuale a inflației era însă ușor mai coborâtă decât cea evidențiată în exercițiul precedent de prognoză², exceptând segmentul final al orizontului proiecției, când aceasta urca marginal peste nivelul previzionat anterior³. Resortul major al acestor modificări îl constituia acțiunea așteptată a factorilor persistenți ai dezinflației, care, în prima parte a orizontului proiecției, consemna o relativă intensificare, în principal pe seama aportului mai consistent al anticipațiilor inflaționiste, iar spre finele anului 2015 suferea o ușoară atenuare, în condițiile accentuării tendinței de restrângere treptată a deficitului prognozat de cerere agregată, având ca premise menținerea caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale și relativa accelerare a creșterii economice în zona euro/UE. Incertitudinile și riscurile asociate prognozei pe termen mediu a inflației rămâneau relevante – având ca surse majore noile tensiuni regionale și geopolitice, precum și viitoarele decizii de politică monetară ale principalelor bănci centrale –, însă potențialul lor de a provoca devieri de durată

¹ Producția agricolă excepțională și reducerea, începând cu 1 septembrie, a cotei TVA la unele produse de panificație (de la 24 la sută la 9 la sută).

² Raportul asupra inflației din februarie 2014.

³ Valoarea prognozată a ratei anuale a inflației pentru finele anilor 2014 și 2015 era de 3,3 la sută; nivelul era inferior cu 0,2 puncte procentuale celui proiectat anterior pentru 2014, respectiv mai mare cu 0,1 puncte procentuale în raport cu cel prognozat pentru finele anului 2015.

ale inflației de la traiectoria proiectată se considera a fi relativ mai redus.

Datele publicate ulterior și proiecțiile actualizate ale evoluțiilor pe termen scurt au relevat o semnificativă abatere în sens descendent a valorilor curente⁴ ale ratei anuale a inflației de la traiectoria proiectată anterior, precum și perspectiva relativei amplificări a acesteia în lunile următoare, sub impactul unor factori conjuncturali⁵, suprapus influenței persistente a deficitului de cerere agregată și trendului descendent al anticipațiilor inflaționiste; consolidarea pe un orizont de timp mai îndepărtat a ratei anuale a inflației la niveluri inferioare celor prognozate anterior era deocamdată incertă, indicii importante în acest sens fiind însă de așteptat să ofere inclusiv performanțele sectorului agricol din următoarele luni. Cele mai recente date au relevat totodată accelerarea creșterii creditului în lei acordat sectorului privat, concomitent cu prelungirea contracției în termeni anuali a împrumuturilor în valută. În aceste condiții, în cadrul ședinței din luna iulie, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,50 la sută; totodată, Consiliul de administrație al BNR a decis să diminueze de la 18 la 16 la sută rata RMO aferentă pasivelor în valută ale instituțiilor de credit începând cu perioada de aplicare 24 iulie – 23 august 2014, măsura fiind circumscrisă procesului de armonizare a regimului RMO cu standardele în materie ale BCE.

Dinamica medie anuală a creditului acordat sectorului privat⁶ a rămas, astfel, negativă în perioada aprilie-mai 2014 (-2,5 la sută, față de -3,3 la sută în trimestrul I 2014), tendința de redresare a acesteia fiind încetinită de evoluția componentei în valută (-7,9 la sută, față de -7,3 la sută în perioada ianuarie-martie 2014, pe baza valorilor exprimate în euro), precum și, într-o anumită măsură, de efectul statistic al cursului de schimb al leului. În ceea ce privește accelerarea creșterii creditului în lei (5,4 la sută, față de 1,7 la sută în primele trei luni ale anului 2014), aceasta a fost impulsivă atât de ajustarea descendentă a ratelor dobânzilor la împrumuturile noi – ca urmare a scăderilor consecutive ale ratei dobânzii de politică monetară și a prezervării de către BNR a gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar –, cât și de probabila atenuare a restrictivității condițiilor ofertei de credite, evidențiată de cel mai recent Sondaj al BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației⁷. Din perspectiva evoluțiilor consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți, plusul de dinamică a fost furnizat de sectorul societăților nefinanciare (-4,1 la sută în aprilie-mai,

⁴ Rata anuală a inflației a crescut ușor în aprilie (1,21 la sută) și s-a diminuat în luna mai (la 0,94 la sută – un nou minim istoric).

⁵ Evoluția prețurilor volatile ale produselor alimentare și ușoara tendință de apreciere a leului.

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

⁷ Conform ediției din luna mai 2014 a Sondajului menționat, instituțiile de credit anticipau o relaxare în trimestrul II a standardelor de creditare aplicate pe segmentul companiilor și pe cel al creditului de consum.

comparativ cu -5,4 la sută în trimestrul I), exclusiv pe seama avansului înregistrat de componenta în lei (4,9 la sută, față de 1,3 la sută în primele trei luni ale anului curent), variația anuală a creditelor în valută acordate acestui segment rămânând neschimbată (-11,2 la sută, pe baza valorilor exprimate în euro). Dinamica anuală a creditului acordat populației a stagnat însă (-1,4 la sută), în condițiile în care consolidarea creșterii componente în lei (5,8 la sută, superioară cu 4,4 puncte procentuale ritmului consemnat în trimestrul I) – susținută mai ales de continuarea majorării rapide a împrumuturilor pentru locuințe (153,8 la sută, față de 112,2 la sută în ianuarie-martie 2014) – a fost contrabalansată de reaccentuarea scăderii variației anuale a creditelor în valută, precum și de influența statistică a cursului de schimb al leului.

O schimbare mai evidentă a suferit în primele două luni ale trimestrului II evoluția lichidității din economie, pe fondul diminuării sensibile a intrărilor din fonduri europene, coroborată cu modificarea *pattern*-ului execuției bugetare⁸, precum și cu foarte probabila reorientare parțială a unor plasamente înspre alte active financiare (titluri de stat, unități/acțiuni ale fondurilor de investiții, obligațiuni pe termen de peste doi ani emise de instituții de credit). Sub influența acestor factori, dinamica anuală a masei monetare și-a încetinit sensibil creșterea în perioada aprilie-mai 2014 (5,5 la sută, față de 7,8 la sută în trimestrul I). Din perspectiva componentelor M3, scăderi ale ratelor de creștere au consemnat atât masa monetară în sens restrâns (11,7 la sută, comparativ cu 15,0 la sută în trimestrul I), cât și depozitele la termen sub doi ani ale populației (-0,1 la sută, față de 0,9 la sută în trimestrul I) și ale companiilor.

În contextul alternanței consemnate în trimestrul II de semnul poziției nete a lichidității instituțiilor de credit, prezervarea gestionării adecvate a lichidității de către BNR a presupus adaptarea în consecință a acțiunilor sale. Astfel, dată fiind instaurarea unui deficit temporar de lichiditate pe piața monetară în prima lună a trimestrului (asociat în principal majorării soldului contului în lei al Trezoreriei și amplificării cu caracter sezonier a numerarului în afara BNR), autoritatea monetară a reinițiat derularea de operațiuni *repo 1W* cu alocare integrală⁹, pentru ca în lunile următoare BNR să dreneze prin intermediul facilității de depozit lichiditatea excedentară generată și majorată ulterior de factorii autonomi ai lichidității.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al pieței monetare interbancare s-a diminuat ușor în trimestrul II 2014, iar cursul mediu de schimb leu/euro a înregistrat o scădere, pe fondul creșterii interesului investitorilor pentru plasamentele pe piața locală. Creditul acordat sectorului

⁸ Caracterizat printr-o relativă accentuare a declinului anual al cheltuielilor bugetare primare.

⁹ În luna aprilie, BNR a derulat trei licitații *repo* (în zilele de 2, 23 și 30 ale lunii).

privat a continuat să-și atenueze contracția în termeni anuali – în condițiile accentuării divergenței traiectoriilor componente în lei și în valută –, iar dinamica masei monetare a revenit la valori mai scăzute.

2.1. Ratele dobânzilor

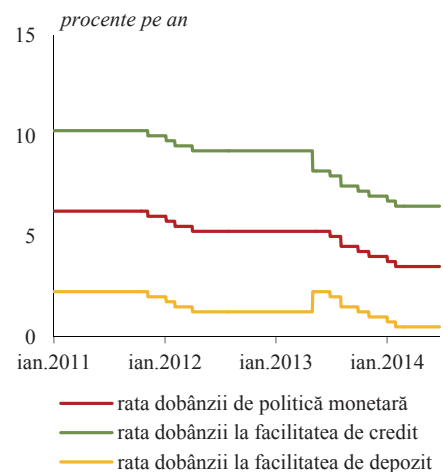
Randamentele pieței monetare interbancare s-au majorat în luna aprilie – apropiindu-se de rata dobânzii de politică monetară –, dar și-au reluat apoi coborârea, astfel încât valoarea medie consemnată de acestea pe ansamblul trimestrului II 2014 (2,23 la sută) a fost inferioară cu 0,18 puncte procentuale celei din primele trei luni ale anului curent.

Evoluția a reflectat în principal modificările succesive înregistrate în acest interval de condițiile lichidității. Astfel, poziția netă a lichidității sistemului bancar a scăzut semnificativ în aprilie, sub influența absorbțiilor asociate majorării soldului contului în lei al Trezoreriei și amplificării cu caracter sezonier a numerarului în afara BNR; valoarea medie a acestuia a devenit chiar ușor negativă, context care a determinat banca centrală să reia operațiunile de furnizare de lichiditate. Inversarea ulterioară a sensului acțiunii conjugate a factorilor autonomi ai lichidității, coroborată cu ușoara diminuare, în luna mai, a nivelului prevăzut al RMO au condus la reinstalarea și apoi la consolidarea excedentului net de lichiditate, implicit la reintensificarea apelului instituțiilor de credit la facilitatea de depozit.

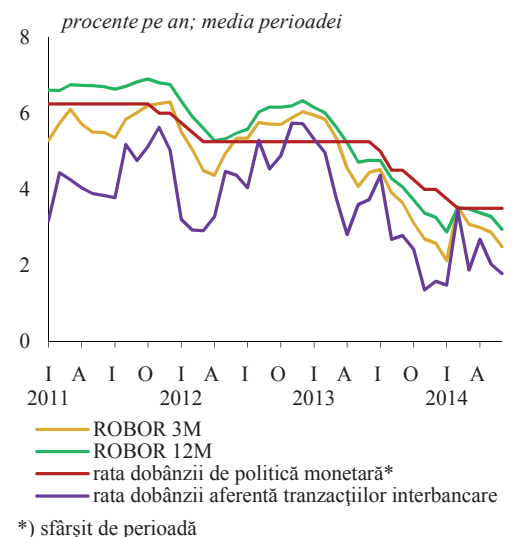
Pe acest fond, în prima parte a lunii aprilie valorile zilnice ale randamentelor ON de pe piața monetară interbancară s-au menținut pe un palier inferior cu circa 1 punct procentual ratei dobânzii-cheie a BNR, tinzând apoi să se apropie de aceasta. În următoarele două luni, ratele dobânzilor ON au revenit însă la *pattern*-ul caracterizat prin alternarea episoadelor de cantonare la valori apropiate de rata dobânzii la facilitatea de depozit cu cele de ajustare la valori mai înalte (inferioare însă ratei dobânzii de politică monetară), generate de absorbțiile temporare de lichiditate efectuate de Trezorerie.

Cotațiile pe termen mai lung ROBOR 3M-12M au fost relativ stabile în prima lună a trimestrului – în condițiile în care acțiunea factorilor autonomi ai lichidității a fost percepută ca având caracter temporar și/sau o intensitate redusă –, dar și-au reluat apoi declinul, pe fondul relativei relaxări a condițiilor lichidității. Ca urmare, media din luna iunie a ratelor ROBOR 3M (2,49 la sută) a coborât cu circa 0,6 puncte procentuale în raport cu nivelul din luna martie, ajustări de amplitudine similară fiind înregistrate în cazul mediilor cotațiilor aferente maturităților de 6, respectiv 12 luni (până la 2,86 la sută, respectiv 2,94 la sută).

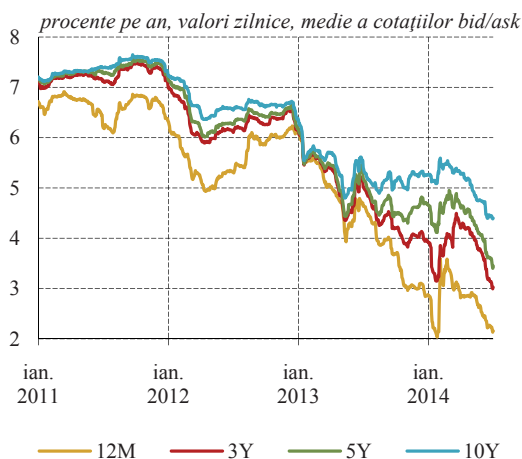
Ratele dobânzilor BNR



Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



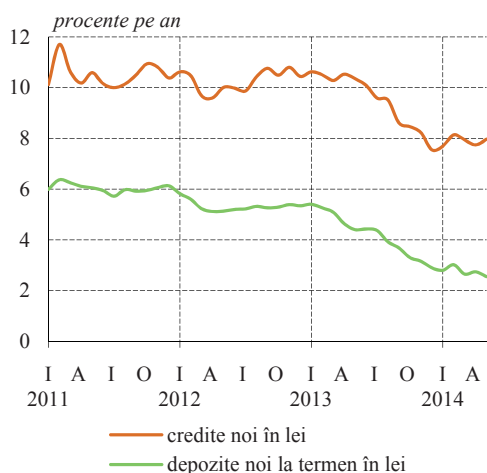
Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat



Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat impactul semnificativ exercitat de anunțul *JP Morgan* din luna aprilie referitor la creșterea ponderii alocate obligațiunilor românești în indicele pentru piețele emergente (GBI-EM), precum și de deciziile adoptate în aprilie, respectiv în mai, de agențiile de rating *Moody's* și *Standard&Poor's* privind îmbunătățirea perspectivei rating-ului suveran al României, respectiv creșterea acestuia la categoria *investment grade*. Sporirea, pe acest fond, a interesului manifestat de investitori, inclusiv de cei nerezidenți, pentru plasamentele în titluri de stat a impulsionat ajustarea descendentă a randamentelor maxime acceptate în cadrul licitațiilor de pe piața primară, acestea situându-se, în cadrul ultimelor licitații desfășurate în trimestrul II, la valori inferioare cu 0,35 până la 1,15 puncte procentuale celor consemnate la finele lunii martie¹⁰. Totodată, MFP a emis un volum de înregistrări marginal superior celui anunțat¹¹ – în condițiile în care cel din urmă îl devansa, la rândul lui, pe cel pus în circulație în trimestrul I –, iar scadența medie a titlurilor emise a continuat să crească (4,3 ani, față de 3,8 ani în trimestrul I).

La rândul ei, piața secundară s-a caracterizat printr-un declin aproape continuu¹² al cotațiilor de referință ale titlurilor de stat¹³, scăderile cumulate pe parcursul perioadei analizate fiind cuprinse între 1,18 puncte procentuale pentru titlurile pe 3 ani și 0,48 puncte procentuale pentru cele pe 6 luni.

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au continuat de asemenea să scadă pe ansamblul perioadei martie-mai 2014 (-0,47 puncte procentuale, până la 2,55 la sută, respectiv -0,18 puncte procentuale, până la 7,97 la sută), evoluțiile fiind omogene ca sens din perspectiva celor două sectoare de clientelă. Astfel, randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,31 puncte procentuale pe segmentul populației (până la 3,25 la sută) și cu 0,57 puncte procentuale pe cel al societăților nefinanciare (până la 2,09 la sută). În același timp, în cazul populației, rata medie a dobânzii pentru creditele noi a scăzut cu 0,14 puncte procentuale (până la 8,72 la sută) – în principal ca urmare a reducerilor consemnate de ratele medii ale dobânzilor aferente creditelor noi de consum și dezvoltarea afacerilor; în cazul societăților nefinanciare, aceasta s-a diminuat cu 0,35 puncte procentuale (până la 7,18 la sută).

¹⁰ La finele lunii iunie, randamentul maxim acceptat s-a situat la 2,58 la sută în cazul titlurilor cu scadența de un an și la 4,15, respectiv 4,51 la sută în cazul obligațiunilor cu scadența reziduală de 7, respectiv 9 ani.

¹¹ În luna aprilie, MFP a efectuat și o emisiune pe piața externă, prin care au fost atrase 1,25 miliarde euro, pe termen de 10 ani.

¹² Întrerupt temporar în luna aprilie de creșterea ușoară a ratelor aferente titlurilor pe 6 luni și un an.

¹³ Exprimată ca medie a cotațiilor *bid* și *ask*.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe parcursul trimestrului II, cursul de schimb leu/euro a receptat influențele unui context caracterizat prin creșterea apetitului global pentru risc¹⁴ și îmbunătățirea percepției investitorilor asupra economiei românești, dar și prin persistența tensiunilor geopolitice din Ucraina. Tendința de apreciere manifestată pe acest fond de moneda națională a fost mai pregnantă decât cea evidențiată în cazul altor monede din Europa Centrală și de Est, nivelul mediu al ratei leu/euro coborând în luna iunie la minimum ultimelor 13 luni.

Cursul de schimb al leului a oscilat într-un interval relativ îngust în primele două decade ale lunii aprilie și s-a înscris apoi pe un trend descendent care s-a prelungit până spre finele lunii mai. Comportamentul său a reflectat ușoara ameliorare a sentimentului pieței financiare internaționale¹⁵, dar mai ales îmbunătățirea percepției investitorilor asupra economiei românești, având ca resort prelungirea evoluțiilor favorabile ale fundamentelor acesteia¹⁶, inclusiv ale sectorului extern¹⁷, precum și modificarea de către agenția *Moody's* a perspectivei *rating*-ului României de la „negativ” la „stabil”, urmată, în luna mai, de creșterea la categoria *investment grade* a *rating*-ului suveran acordat de *Standard&Poor's*¹⁸. Acestora li s-au adăugat impactul exercitat asupra pieței locale de anunțul *JP Morgan* privind includerea, începând cu luna mai, a unei noi serii de obligațiuni suverane românești în indicele referitor la piețele emergente, precum și cel al realocărilor de portofolii efectuate de investitori în contextul tensiunilor geopolitice din Ucraina.

Pe acest fond, deficitul pieței valutare interbancare s-a diminuat în luna aprilie (inclusiv ca urmare a operațiunilor rezidenților), pentru ca în luna următoare, sub impactul majorării volumului tranzacțiilor nerezidenților – corelată cu prelungirea creșterii deținerilor de titluri de stat denominate în lei ale acestora –, soldul operațiunilor în devize să redevină, pentru prima dată în ultimele douăsprezece luni, pozitiv.

¹⁴ La sfârșitul lunii iunie 2014, cotațiile CDS aferente obligațiunilor suverane românești s-au plasat la nivelul din luna mai 2008.

¹⁵ Indusă de îmbunătățirea perspectivei *rating*-ului suveran al Portugaliei, respectiv a nivelului *rating*-ului Spaniei în luna aprilie, precum și de majorarea estimărilor FMI privind creșterea economiei zonei euro în 2014-2015.

¹⁶ Banca Mondială, Comisia Europeană și BERD au revizuit în sens ascendent proiecțiile privind evoluția PIB în 2014 și 2015, iar noile date publicate de INS (referitoare la dinamica anuală a PIB – estimare *semnal* privind T1 2014 –, a producției industriale și a vânzărilor cu amănuntul în luna martie) s-au situat la un nivel superior celui anticipat de analiști.

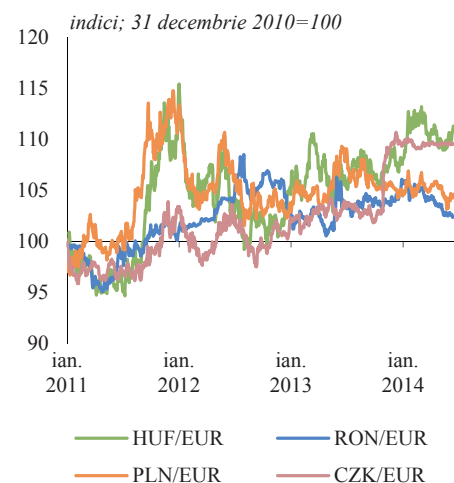
¹⁷ În trimestrul I 2014, ritmul anual de creștere a exporturilor a continuat să-l devanseze pe cel aferent importurilor, astfel încât deficitul balanței comerciale s-a diminuat ușor în raport cu perioada similară a anului precedent; totodată, gradul de acoperire a deficitului de cont curent cu investiții directe s-a menținut la un nivel ridicat (263 la sută).

¹⁸ Acest context a fost valorificat de MFP care a atras de pe piața externă 1,25 miliarde euro în cadrul unei emisiuni de euroobligațiuni cu maturitate de 10 ani desfășurate în aprilie.

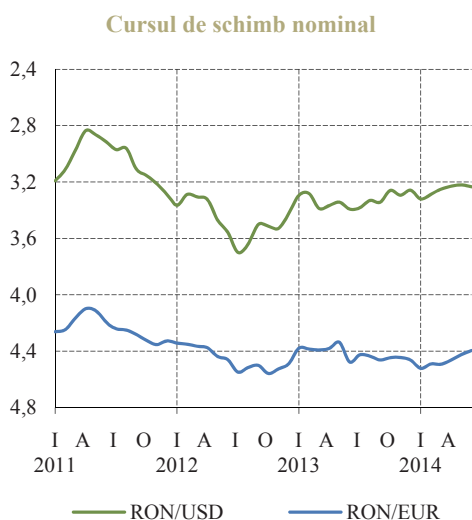
Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2013 5 luni	2014 5 luni
Contul financiar	-70	-1 898
Investiții directe	917	1 172
– rezidenți în străinătate	-41	80
– nerezidenți în România	958	1 091
Investiții de portofoliu și derivate financiare	4 194	2 038
– rezidenți în străinătate	-408	-116
– nerezidenți în România	4 602	2 155
Alte investiții de capital	-3 502	-7 058
– credite și împrumuturi de la FMI	-1 813	-2 514
– investiții pe termen mediu și lung	-1 132	-797
– investiții pe termen scurt	-168	-206
– numerar și depozite pe termen scurt	484	-3 454
– altele	-875	-86
Active de rezervă ale BNR (net)	-1 679	1 950
(„-” creștere/„+” scădere)		

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BCE, BNR



Trendul descendent al cursului de schimb leu/euro s-a întrerupt în prima parte a lunii iunie, dar s-a reluat ulterior, în condițiile unei reamplificări a interesului investitorilor pentru activele financiare ale economiilor emergente, respectiv pentru plasamentele pe piața financiară regională și implicit pe cea locală – ca reacție la deciziile de politică monetară adoptate de BCE –, precum și ca urmare a relativei majorări a volumului ofertei de devize a clienților rezidenți.

Pe ansamblul perioadei analizate, leul s-a apreciat cu 2,2 la sută în raport cu euro¹⁹, atât în termeni nominali, cât și în termeni reali; față de dolarul SUA, leul s-a apreciat cu 0,5 la sută, în condițiile în care valoarea acestuia a crescut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a diminuat deprecierea nominală față de euro și și-a sporit aprecierea față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica²⁰ masei monetare (M3) a scăzut în intervalul martie-mai 2014 (la 5,4 la sută, de la 8,4 la sută în perioada decembrie 2013 – februarie 2014), evoluția reflectând în principal impactul diminuării volumului sumelor injectate în economie de MFP (pe seama declinului unor categorii de cheltuieli bugetare²¹ și al plăților efectuate din fonduri europene), alături de cel al relativei intensificări a realocărilor de portofolii ale deținătorilor de monedă în favoarea altor categorii de instrumente financiare și al continuării ajustării bilanțurilor diferitelor categorii de agenți economici.

Atât masa monetară în sens restrâns (M1), cât și depozitele la termen sub doi ani au consemnat scăderi ale variației anuale. În primul caz, mișcarea a fost indusă de evoluția numerarului în circulație și de cea a depozitelor *overnight* în lei, dinamica plasamentelor similare în valută (calculată pe baza valorilor exprimate în euro) consemnând o majorare, cu precădere pe seama deținerilor companiilor; în schimb, în cazul depozitelor la termen sub doi ani, contracția de ritm s-a regăsit la nivelul tuturor componentelor majore. Reflectând aceste evoluții, ponderea deținută în cadrul M3 de depozitele în lei și-a întrerupt tendința de creștere manifestată pe parcursul ultimelor 12 luni, coborând la 69,7 la sută.

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali

	2013			2014		
	II	III	IV	I	apr.	mai
	<i>ritm mediu al trimestrului</i>					
M3	-1,6	0,4	5,3	7,8	5,5	5,5
M1	-1,5	2,3	9,5	15,0	10,8	12,7
Numerar în circulație	-2,4	-1,0	6,3	13,4	9,4	11,8
Depozite <i>overnight</i>	-0,9	4,3	11,2	15,9	11,5	13,2
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-0,7	-0,9	2,4	3,1	1,9	0,9

Sursa: INS, BNR

¹⁹ În același interval, zlotul și forintul s-au apreciat față de euro cu 1,5 la sută, respectiv cu 1,8 la sută.

²⁰ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2014.

²¹ Conform datelor privind execuția bugetară, în perioada martie-mai 2014 variațiile medii anuale în termeni reali ale cheltuielilor lunare cu bunurile și serviciile, respectiv ale cheltuielilor de capital, au devenit negative.

Analiza structurii pe categorii de deținători ai M3 relevă dinamici în scădere atât pe segmentul populației, cât și pe cel al companiilor, având ca determinanți comuni: (i) amplificarea volumului plăților efectuate către bugetul de stat²² și (ii) creșterea interesului agenților economici pentru alte categorii de active financiare (acțiuni ale fondurilor de investiții, obligațiuni emise de bănci²³, precum și titluri de stat în cazul companiilor, respectiv depozite la termen de peste doi ani în lei în cel al populației).

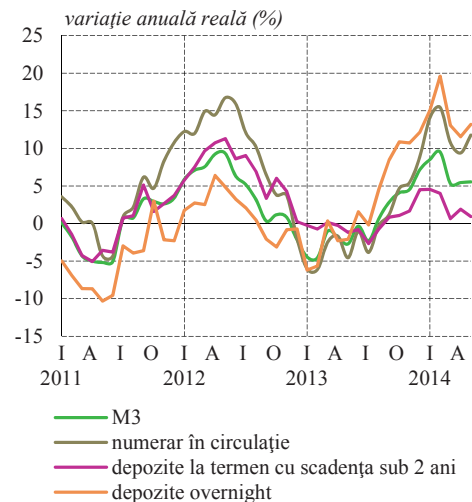
Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, diminuarea dinamicii acestui agregat monetar a reflectat majorarea ritmului de creștere a depozitelor administrației publice centrale și scăderea variației activelor externe nete ale sectorului bancar; în sens opus, dar cu intensitate mai redusă, au acționat creșterea dinamicii creditului acordat sectorului public, atenuarea variației negative a creditului acordat sectorului privat și încetinirea creșterii pasivelor financiare pe termen lung (incluzând poziția conturi de capital).

Creditul

În perioada martie-mai 2014, variația anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să-și reducă valoarea negativă²⁴ (-2,9 la sută, față de -3,6 la sută în perioada decembrie 2013 – februarie 2014), exclusiv pe seama accelerării vitezei de creștere a componentei în lei (aceasta atingând maximum ultimilor cinci ani); efecte de sens opus au exercitat adâncirea contracției componentei în valută (exprimată în euro) și efectul statistic al cursului de schimb. În aceste condiții, ponderea medie a creditului în deizve în totalul creditului acordat sectorului privat a coborât la cel mai mic nivel înregistrat din trimestrul II 2009 până în prezent (59,1 la sută).

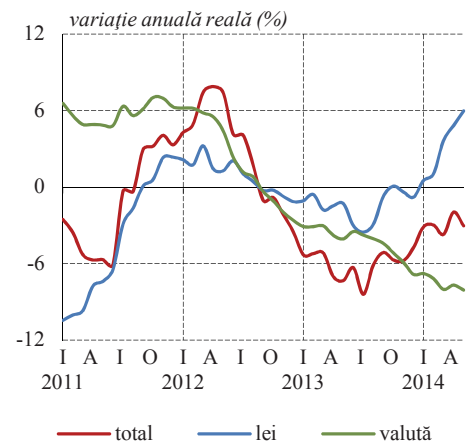
Analiza structurii pe categorii de clienți evidențiază stagnarea în perioada analizată a dinamicii anuale a soldului creditului acordat populației²⁵, impactul declinului componentei sale în valută (potențat de efectul statistic al cursului de schimb leu/euro) contrabalansându-l pe cel al creșterii dinamicii împrumuturilor în lei ale acestui sector. Cea din urmă s-a corelat cu prelungirea tendinței de scădere a ratelor dobânzilor la creditele noi și cu relativa atenuare

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

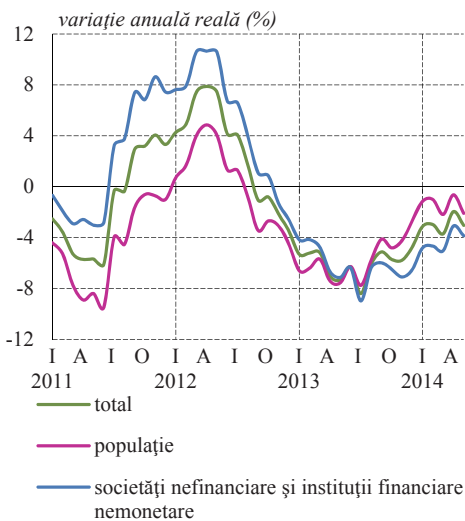
²² Pe seama majorării plăților cu caracter sezonier, dar și a celor conjuncturale (achitarea primei tranșe a impozitului pe construcții speciale).

²³ Raiffeisen Bank a lansat în luna mai 2014 o emisiune de obligațiuni în valoare de 500 milioane lei, achiziționate în proporție de peste 50 la sută de rezidenții nebancari.

²⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2014.

²⁵ Din perspectiva evoluțiilor consemnate la nivelul fluxului net de credite ale populației, majorarea volumului împrumuturilor noi în lei a fost contrabalansată de declinul consemnat de creditele noi în valută, precum și de impactul operațiunilor de anulare/transferare a creditelor din bilanțurile băncilor, respectiv de cel al rambursărilor.

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

a restrictivității unor standarde de creditare²⁶ (inclusiv în contextul derulării de oferte promoționale), precum și cu demararea unei noi etape a programului „Prima Casă”²⁷. În schimb, dinamica medie a creditelor acordate companiilor și-a diminuat valoarea negativă, evoluția reflectând în principal accelerarea creșterii împrumuturilor în lei ale societăților nefinanciare, pe fondul intensificării apelului firmelor la liniile de credit acordate anterior și al probabilei recurgeri de către instituțiile de credit la o relaxare a standardelor specifice de creditare²⁸ (asociată inclusiv finalizării cadrului de reglementare a schemei de garantare a creditelor pentru IMM²⁹). Și dinamica împrumuturilor acordate instituțiilor financiare nemonetare s-a majorat, pe seama derulării unor operațiuni *repo*, însă ponderea acestui segment în totalul creditelor acordate companiilor s-a menținut modestă.

²⁶ Conform ediției din luna mai 2014 a Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, standardele de creditare au fost relaxate ușor în trimestrul I 2014 pe segmentul creditelor imobiliare; pentru trimestrul II, băncile prognozează o relaxare a standardelor aplicate creditelor de consum.

²⁷ La începutul anului 2014 au fost alocate garanții de stat în valoare totală de 2 miliarde lei, repartizate ulterior între băncile participante la acest program.

²⁸ Conform Sondajului menționat anterior, băncile anticipau o relaxare semnificativă a standardelor de creditare a societăților nefinanciare în trimestrul II 2014.

²⁹ Prin programul de garantare de către FNGCIMM a creditelor destinate IMM a fost alocat un plafon de garantare de 2 miliarde lei, reprezentând 50 la sută din valoarea finanțărilor acordate de băncile înscrise în program.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

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

Rata inflației IPC și rata inflației de bază CORE2 ajustat se plasează pe întregul interval de referință la valori semnificativ mai reduse comparativ cu cele din prognoza precedentă. Magnitudinea revizuirii – relativ ridicată pentru prima parte a intervalului – este rezultatul reprojecțării unor influențe mai favorabile, atât ale unor factori cu acțiune mai ales pe un orizont de timp mai restrâns, cât și într-o mai mică măsură ale celor cu acțiune persistentă, având în vedere și evoluțiile manifestate sau confirmate ulterior publicării proiecției din luna mai.

Prognoza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede creșterea la 0,8 la sută la sfârșitul trimestrului III 2014, după valoarea negativă înregistrată la finele trimestrului II. Inversarea de tendință a dinamicii acestei grupe de prețuri se datorează în principal epuizării efectelor statistice tranzitorii ale reducerii la 1 septembrie 2013 a cotei TVA aplicate prețurilor unor produse de panificație. În continuare, se anticipează înscrierea ratei inflației de bază pe o traiectorie moderat ascendentă (până la 2,1 la sută la orizontul prognozei), ca efect net al evoluției prognozate a factorilor fundamentali: diminuarea treptată a deficitului de cerere, stabilizarea anticipațiilor privind inflația în interiorul intervalului asociat țintei centrale, atenuarea în prima parte a intervalului de referință și stabilizarea ulterioară a dinamicii prețurilor importurilor¹. Abaterile în jos de la prognoza precedentă sunt consecința proiectării pe întregul interval a unui deficit de cerere relativ mai accentuat, precum și a valorilor mai reduse, pe cea mai mare parte a perioadei de prognoză, ale anticipațiilor privind inflația și ale inflației importate.

Proiecțiile componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare ale IPC indică tendințe divergente în dinamicile anuale ale acestora. În timp ce pentru prețurile produselor din tutun și cele ale combustibililor sunt prevăzute creșteri mai rapide în prima jumătate a perioadei de proiecție, se anticipează că prețurile alimentare volatile și cele administrate vor crește mai rapid în cea de-a doua parte a intervalului relativ la dinamica

¹ Mărime „efectivă”, care cuantifică impactul asupra ratei interne a inflației al dinamicii prețurilor din zona euro și SUA, în raport cu ponderea celor două regiuni în comerțul internațional al României.

acestora preconizată pentru anul curent². Comparativ cu proiecția anterioară însă, contribuția cumulată a acestor componente la dinamica indicelui agregat a fost semnificativ revizuită în jos pe întreg intervalul proiecției. Revizuirea se datorează cu precădere, ca sens și magnitudine, celei a prețurilor administrate. Aceasta din urmă a constat în principal în reconfigurarea ipotezelor privind efectele dereglementării treptate a pieței energiei electrice asupra prețurilor, pornind de la evoluțiile recent observate. Noile scenarii privind celelalte componente exogene ale indicelui agregat au avut contribuții marginale la revizuirea dinamicii IPC, excepție făcând revizuirea favorabilă a inflației combustibililor în prima parte a intervalului de prognoză și a creșterii prețurilor produselor din tutun în ultimele două trimestre ale perioadei de referință.

Sub influența dinamicii proiectate a componentelor sale, rata inflației IPC va reveni în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale în trimestrul III 2014. După atingerea nivelului minim istoric la sfârșitul trimestrului II 2014, dinamica indicelui agregat va îngloba inversarea de tendință a evoluției inflației de bază, precum și atenuarea impactului producției vegetale record din anul precedent asupra prețurilor alimentare volatile. Cu excepția unei reduceri conjuncturale și, în consecință, tranzitorii în trimestrul I 2015, rata anuală a inflației IPC va urma în continuare o traiectorie moderat ascendentă, urmând a se stabiliza în jurul nivelului de 3,0 la sută aproape de orizontul proiecției. În același timp, rata medie anuală a inflației va continua să coboare în cursul trimestrului III până sub limita inferioară a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei, după care își va inversa tendința și va reintra în interiorul acestuia începând cu primul trimestru al anului viitor.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări în continuare asigurarea unui set al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat menținerii pe termen mediu a ratei inflației în intervalul asociat țintei în condițiile ancorării eficiente a anticipațiilor privind inflația. Aceasta va contribui și la crearea premiselor favorabile redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei, cu respectarea principiilor prudențialității, și vizând cu precădere împrumuturile în monedă națională, precum și la consolidarea durabilă a creșterii economice.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică în continuare o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la scenariul de bază, gradul de asimetrie apărând însă a fi mai atenuat comparativ cu runda precedentă.

Similar evaluării din raportul anterior, riscurile provenind din partea mediului extern se configurează într-o balanță relativ

² În condițiile în care informațiile disponibile la momentul elaborării Raportului asupra inflației, cu privire la componentele coșului de consum, nu par a indica o tracțiune dezinflaționistă de magnitudine similară celei din anul curent și în 2015.

echilibrată, dar în contextul unor incertitudini care se mențin ridicate. Acestea sunt asociate fluctuației aversiunii față de risc a investitorilor în economiile emergente, posibilă în contextul potențialei escaladări a tensiunilor regionale și geopolitice recente și al continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră și de restructurare a unor grupuri bancare din zona euro. La acestea se adaugă incertitudinile legate de impactul posibilelor ajustări ale conduitelor politicii monetare de către principalele bănci centrale la nivel mondial. Materializarea unor riscuri generate de aceste surse ar conduce atât la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, cât și la realocări între acestea. Într-o astfel de situație, creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate economiei românești ar avea drept consecință fluctuații, care nu ar fi generate de modificări ale factorilor fundamentali, ale cursului de schimb al leului și abateri în consecință de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice.

Cu toate acestea, dată fiind orientarea pe termen mediu și lung a investitorilor prioritar către economiile confruntate cu dezechilibre macroeconomice externe și interne relativ reduse, precum și către cele angajate în programe de reforme structurale, ameliorarea recentă a fundamentelor economice ale României, consolidarea vizibilității activelor românești în indici cu reprezentativitate pentru investițiile derulate la nivel global, precum și expunerile investitorilor încă mai reduse și cu scop de diversificare a portofoliului comparativ cu cele față de alte economii emergente au potențial de atenuare într-o anumită măsură a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale.

Pe de altă parte, atenuarea riscurilor generate de surse externe este limitată de persistența pe plan intern a rigidităților structurale, care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru moderarea consecințelor șocurilor adverse. Din această perspectivă, rămân în continuare preocupante incertitudinile privind implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale și a celorlalte măsuri convenite cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială), în special în contextul electoral de la finele anului curent. Orice întârziere și/sau îndeplinire incompletă a angajamentelor este de natură să conducă la propagarea efectelor eventualelor șocuri nefavorabile, interne sau externe, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Incertitudinile specifice componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum ce pot fi afectate în principal de șocuri de natura ofertei continuă să genereze riscuri relevante pentru perioada de referință. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate, pe de o parte, cuantificării impactului etapelor de liberalizare a pieței energiei electrice – cu deosebire – și a celei a gazelor naturale, dat fiind că aceasta implică previziuni

inclusiv ale evoluțiilor prețurilor de piață, iar pe de altă parte, propagării efectelor unei potențiale escaladări a conflictelor din Ucraina și/sau Orientul Mijlociu. Aceleași tensiuni geopolitice, în conjuncție cu o posibilă evoluție nefavorabilă a cursului de schimb EUR/USD generează riscuri de creștere mai rapidă decât cea prevăzută în scenariul de bază a prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale.

Balanța riscurilor asociate evoluției prețurilor interne ale alimentelor este evaluată ca fiind înclinată ușor în sensul unor abateri în sus față de coordonatele scenariului de bază, în condițiile în care o parte a factorilor favorabili de risc menționați în raportul din luna mai s-au materializat, pe fondul ofertei abundente de legume din prima parte a anului curent, și având în vedere caracterul meteo-dependent al evoluțiilor din sectorul agricol, precum și ipoteza unui an agricol normal pentru 2015.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Cererea externă este prevăzută a-și consolida pe parcursul intervalului de proiecție dinamică pozitivă anuală înregistrată în ultimele patru trimestre, tot mai multe țări din compoziția indicatorului PIB UE efectiv³ contribuind favorabil la evoluția acestuia, cu un aport tot mai important din punctul de vedere al utilizării provenind din partea cererii interne a zonei. Aceasta din urmă va deveni principalul motor al creșterii economice, în contextul în care venitul real disponibil al populației este susținut de dinamizarea câștigurilor salariale și de inflația scăzută, condițiile de creditare sunt anticipate a se relaxa, politica monetară continuă să aibă o orientare acomodativă, iar cea mai mare parte a procesului de consolidare fiscală în țările membre s-a produs deja. Contribuția la creșterea economică a cererii pentru produsele de export ale economiilor UE este marcată de recenta apreciere a monedei euro și de tensiunile regionale și geopolitice actuale⁴. În ipoteza în care efectele restrictive asupra activității economice ale reducerii gradului de îndatorare a agenților economici și ale fragmentării financiare se vor disipa doar treptat, scenariul de bază al proiecției curente anticipează o creștere economică relativ modestă, considerabil inferioară celei înregistrate înaintea crizei. Deși actuala proiecție prevede consolidarea, într-un ritm temperat pe parcursul următorilor ani, a activității economice a principalilor parteneri comerciali ai României, *gap*-ul PIB UE efectiv reflectă un deficit de cerere mai amplu față de Raportul asupra inflației din luna mai pe seama recentelor instabilități geopolitice menționate. Ca atare, cererea externă este de așteptat să exercite un impact relativ mai constrângător la adresa activității economice interne.

³ UE-28 excluzând România. Indicatorul este calculat pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din spațiul comunitar.

⁴ Dintre Rusia și Ucraina și din Orientul Mijlociu.

Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2014	2015
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,57	1,83
Inflația anuală din zona euro (%)	0,70	1,23
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,26	0,22
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,36	1,30
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	108,5	106,0

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

Se previzionează că rata inflației IAPC din zona euro va continua să înregistreze în cadrul orizontului de proiecție valori inferioare reperului de 2 la sută aferent definiției stabilității prețurilor, însă va crește progresiv, pe fondul consolidării graduale a activității economice din zona euro, pe măsură ce șomajul este prognozat să scadă și gradul de utilizare a capacităților de producție să crească, ambele însă într-un ritm lent. Dinamica proiectată a inflației continuă să fie limitată de impactul conjugat al reducerii prețurilor produselor energetice, al transmiterii cu un anumit decalaj a aprecierii monedei europene în prețuri și al persistenței deficitului de cerere agregată. Comparativ cu runda precedentă, inflația din zona euro a fost revizuită în sens descendent, reflectând în mare parte valorile inferioare prognozelor anterioare înregistrate în ultimele luni.

Având în vedere dinamica trimestrială relativ lentă a activității economice din zona euro, se preconizează menținerea ratei nominale a dobânzii EURIBOR la 3 luni la valori minime, reflectând conduita acomodativă recentă și anticipată a politicii monetare a BCE.

Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară depreciere a monedei europene în raport cu dolarul SUA în prima parte a intervalului de prognoză, revizuirea față de runda anterioară de proiecție fiind însă nesemnificativă.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și, după creșterea recentă determinată de conflictele din Orientul Mijlociu, prevede o scădere pe parcursul intervalului de prognoză, reflectând opinia pieței potrivit căreia producția de petrol din țările OPEC nu va fi afectată pe termen mediu de tensiunile geopolitice actuale sau va fi completată de o creștere a producției de petrol a Statelor Unite⁵.

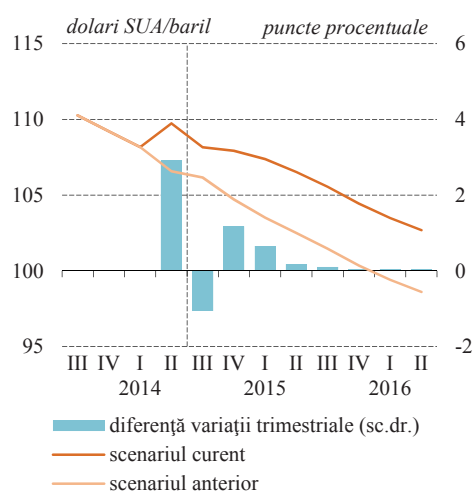
1.2. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC în jumătatea inferioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale (la valoarea de 2,2 la sută) la sfârșitul anului 2014 și la 3,0 la sută la finele anului 2015. În partea a doua a anului curent, rata inflației este prognozată în creștere față de trimestrul II⁶, în principal pe fondul revenirii inflației anuale a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și a indicelui CORE2 ajustat la valori pozitive după mai multe trimestre în care aceste componente au consemnat scăderi. Aceste evoluții sunt preconizate pe fondul epuizării efectelor favorabile tranzitorii ale reducerii,

⁵ Conform proiecțiilor experților Eurosistemului, iunie 2014 (pe baza informațiilor disponibile până la data de 21 mai 2014). Următoarea rundă de proiecții (ale experților BCE) va fi publicată în cursul lunii septembrie, ulterior elaborării Raportului asupra inflației al BNR (august 2014).

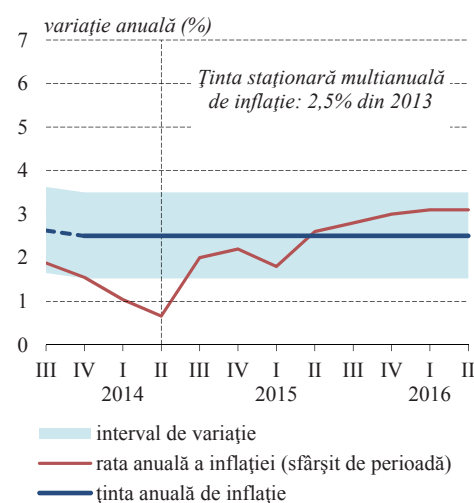
⁶ Rata anuală a inflației IPC a coborât la sfârșitul trimestrului II a.c. la un nivel minim istoric de 0,66 la sută. Pentru mai multe detalii a se vedea Capitolul I. Evoluția inflației.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



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

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

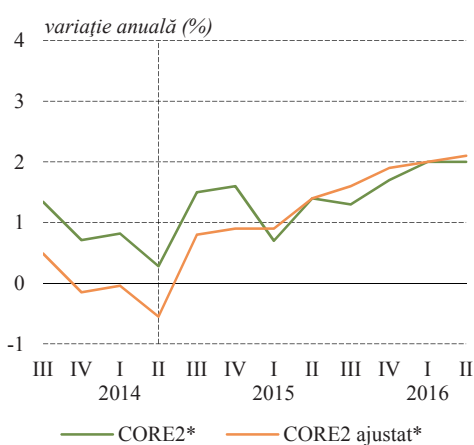
	variație anuală (procente)							
	2014		2015				2016	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție*	2,0	2,2	1,8	2,6	2,8	3,0	3,1	3,1

*) sfârșit de perioadă

începând cu 1 septembrie 2013, a cotei TVA de la 24 la sută la 9 la sută la unele produse de panificație, care sunt incluse în structura indicelui CORE2 ajustat, precum și al atenuării impactului recoltei de excepție din anul precedent asupra subgrupeii „legume și fructe”⁷. Rata anuală a inflației IPC va continua să se plaseze în interiorul intervalului țintei până la orizontul prognozei (trimestrul II 2016), când este preconizată a atinge valoarea de 3,1 la sută. Rata medie anuală a inflației va continua să coboare în cursul trimestrului III până sub limita inferioară a intervalului țintei, după care își va inversa tendința, și va reintra în interiorul acestuia începând cu primul trimestru al anului viitor, urmând să atingă o valoare ușor mai ridicată decât ținta centrală la orizontul prognozei.

Comparativ cu Raportul asupra inflației publicat în luna mai, valorile anticipate ale inflației la finele celor doi ani sunt semnificativ mai reduse, cu 1,1 și, respectiv, 0,3 puncte procentuale. Pentru sfârșitul anului curent, singura componentă a coșului de consum care a fost revizuită în sens ascendent este cea a prețurilor produselor din tutun, toate celelalte având un aport mai favorabil la dinamica ratei anuale a inflației. Pentru finele anului 2015, influențe mai favorabile provin din partea inflației CORE2 ajustat și marginal din cea a prețurilor administrate, în timp ce restul componentelor indicelui IPC au contribuții ușor mai nefavorabile⁸.

Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Evoluția prognozată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat este marcată în principal de inversarea, începând cu trimestrul III 2014, a impactului puternic dezinflaționist, însă tranzitoriu ocazionat de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație în septembrie 2013⁹. Sub efectul acestei inversări – de așteptat a se reflecta inclusiv în traiectoria așteptărilor privind inflația ale agenților economici, acestea având atât o componentă prospectivă, cât și una retrospectivă – precum și pe fondul diminuării treptate a deficitului de cerere, ca urmare a consolidării previzionate a cererii interne, rata anuală a inflației CORE2 ajustat se va înscrie pe o traiectorie ascendentă, atingând valoarea de 2,1 la sută la finele intervalului de prognoză. Întreaga traiectorie proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a înregistrat revizuire în jos comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai 2014, pe fondul plasării la valori mai

⁷ Scenariul curent privind evoluția producției sectorului agricol vegetal include pentru anul 2014 ipoteza unei recolte peste media istorică, dar la un nivel situat sub cel al anului anterior. Pentru fundamentarea ipotezei au fost utilizate proiecțiile Comisiei Europene (*Monitoring Agricultural Resources*, iulie 2014) și ale Departamentului de agricultură al SUA (*World Agricultural Production*, iulie 2014).

⁸ În condițiile în care informațiile disponibile la momentul elaborării Raportului asupra inflației, mai ales cele referitoare la componentele exogene ale coșului, nu par a indica o tracțiune dezinflaționistă de magnitudine similară celei din anul curent și în 2015.

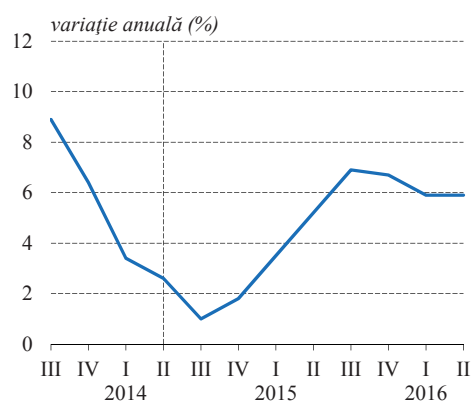
⁹ Efectul acestei măsuri fiscale este anticipat a se disipa începând cu luna septembrie 2014.

favorabile dezinflației a deviației PIB¹⁰, al unor așteptări privind inflația situate la niveluri mai reduse¹¹ și al preconizării unor creșteri mai puțin semnificative decât se anticipa ale prețurilor de import, mai ales în prima jumătate a intervalului de prognoză¹².

Dinamica prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza calendarului de modificare a nivelului, exprimat în euro, al accizelor aplicabile acestor produse prevăzut în Codul fiscal în vigoare¹³, fiind semnificativ influențată de modificările metodologice cu privire la transformarea în lei a valorii în euro a acestora¹⁴. Contribuția anticipată a componentei la inflația anuală IPC este de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, marginal revizuită în sus față de runda anterioară¹⁵ și aproximativ nulă la finele anului viitor, valoare similară celei proiectate anterior. Pentru prima parte a anului 2016 se anticipează revenirea contribuției acestei componente în teritoriu pozitiv, în principal ca urmare a aplicării legislației în vigoare privind modalitatea de calcul al nivelului în lei al accizelor.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează informațiile referitoare la calendarele privind eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică, precum și cele mai recente modificări legislative în domeniu¹⁶. Dinamica anuală a grupei este prognozată la valoarea de 1,8 la sută la finele anului curent și la 6,7 la sută în decembrie 2015. Prognoza a fost revizuită în jos cu 2,5 puncte procentuale pentru anul în curs, în principal pe fondul reevaluării ipotezelor privind evoluția prețurilor la energie electrică în trimestrul III și marginal a celor la gaze naturale pe parcursul aceluiași trimestru, și cu 0,4 puncte procentuale la finele

Inflația anuală a prețurilor administrate*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

¹⁰ Detalii despre evoluția prognozată a deficitului de cerere se regăsesc în secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

¹¹ Îndeosebi ca urmare a unor influențe conjuncturale favorabile manifestate în perioada ulterioară publicării precedentului Raport asupra inflației, referitoare la aprecierea monedei naționale față de euro, scăderea unor tarife administrate, în principal a celor la energia electrică furnizată consumatorilor casnici.

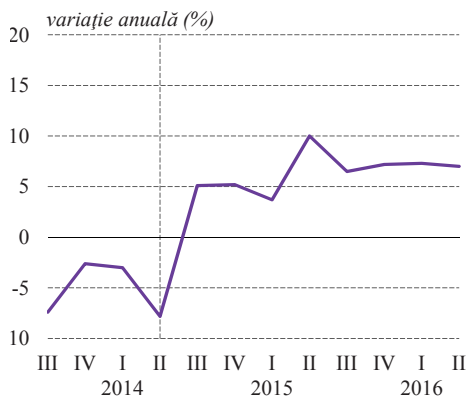
¹² Ca efect cumulat al aprecierii recente a monedei naționale față de euro și dolarul SUA și, respectiv, al revizuirii în sens descendent a prognozei privind evoluția prețurilor externe „efective” (indicator compozit care cuantifică impactul asupra ratei interne a inflației al dinamicii prețurilor din zona euro și SUA, în raport cu ponderea celor două regiuni în comerțul internațional al României).

¹³ Valabil pentru anul 2014 și care conține ultima actualizare, la data publicării acestui raport, prin Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 46 din 26 iunie 2014.

¹⁴ Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 102/2013 și Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 111/2013. Pentru mai multe detalii, a se vedea secțiunea 1.2. Perspectivele inflației din Raportul asupra inflației din luna februarie 2014.

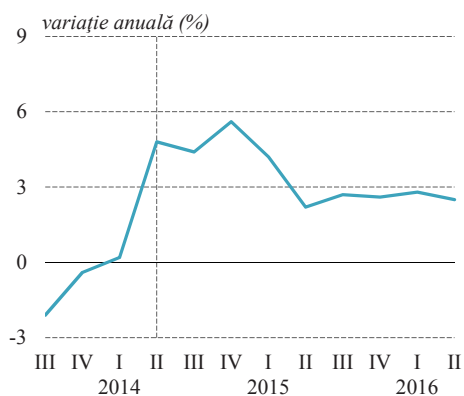
¹⁵ Ca urmare a încorporării în proiecție a evoluțiilor din piață din intervalul aprilie-iulie (prețul final al produselor din tutun este estimat a fi încorporat în totalitate, până la începutul trimestrului III a.c., impactul măsurii de majorare a accizei din aprilie).

¹⁶ Aceste modificări legislative aprobate de către ANRE sunt detaliate și cuantificate în cadrul Comunicatului de presă din data de 27 iunie 2014 referitor la „Aprobarea tarifelor la energia electrică furnizată în regim reglementat”, disponibil la adresa: <http://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/>.

Inflația anuală a prețurilor LFO*

*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*

*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

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

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

celui viitor, pe baza reconfigurării ipotezelor privind creșterile de prețuri la energia electrică în urma celor mai recente evoluții din piață¹⁷.

Sub efectul anticipat al atenuării impactului recoltei abundente din anul precedent asupra componentei „legume și fructe”, inflația anuală a grupei alimentelor cu prețuri volatile este anticipată să înregistreze ritmuri pozitive de creștere în partea a doua a anului curent, după mai multe trimestre de deflație. Ulterior, traiectoria acesteia este marcată de efecte sezoniere specifice, în condițiile adoptării ipotezei unor ani agricoli normali începând cu 2015. Astfel, contribuția grupei LFO la rata anuală a inflației IPC este de 0,3 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și de 0,5 puncte procentuale la finele celui viitor. Valorile proiectate sunt revizuite în jos doar pentru 2014 (cu 0,1 puncte procentuale), în condițiile în care s-a înregistrat o scădere a prețului la legume în trimestrul al doilea al anului curent.

Inflația anuală a combustibililor este prognozată a atinge valoarea de 5,6 la sută la sfârșitul anului curent și 2,6 la sută la finele celui viitor. Valorile sunt revizuite în sensuri divergente pentru sfârșitul anului curent și al celui viitor, cu 2 puncte procentuale în jos în 2014 și, respectiv, cu 0,2 puncte procentuale în sus la finele anului 2015. La reconfigurarea traiectoriei inflației combustibililor contribuie: (i) valorile mai ridicate înregistrate și, respectiv, cele preconizate ale prețului petrolului Brent; (ii) influența proiectată a cursului de schimb EUR/USD asupra cotației RON/USD, relativ mai favorabilă în prima parte a intervalului și mai nefavorabilă în rest; (iii) valoarea mai scăzută a componentei din trimestrul al doilea față de cât se anticipa în precedentul Raport asupra inflației; (iv) revizuirea marginală în jos a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici, cu impact și asupra acestei categorii de prețuri.

Contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri administrate, cele volatile ale unor alimente (LFO), cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 1,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2014 și de 1,9 puncte procentuale la finele celui viitor.

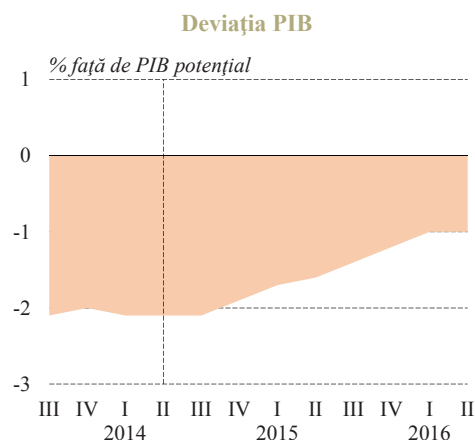
¹⁷ Proiecția inflației prețurilor la energie electrică a fost revizuită în jos pentru anul 2015, reflectând reevaluarea impactului liberalizării pieței de energie electrică în contextul supraestimării acestuia în primele etape de liberalizare.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție¹⁸

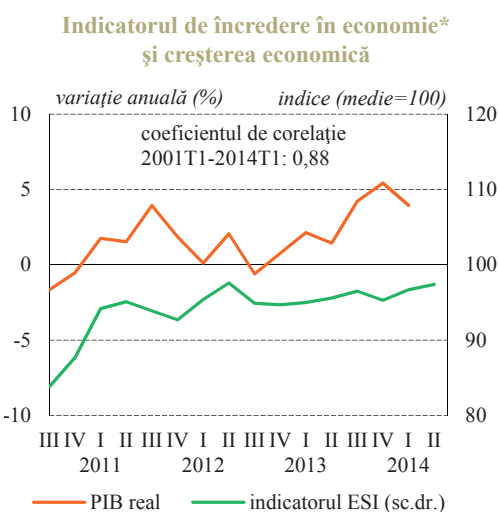
Deviația PIB

Conform raportărilor oficiale¹⁹, PIB real ajustat sezonier a înregistrat o creștere trimestrială de 0,2 la sută în trimestrul I 2014, dinamica corespunzătoare în termeni anuali fiind de 3,9 la sută²⁰. Comparativ cu Raportul asupra inflației precedent, seria PIB real ajustat sezonier a suferit revizuirii marginale pe parcursul ultimilor doi ani, nivelul acestuia fiind mai redus în perioadele recente. Evoluția unor indicatori macroeconomici cu frecvență lunară reprezentativi²¹ sugerează o dinamică favorabilă a PIB pentru trimestrul II al anului curent, în ușoară accelerare față de trimestrul anterior.

Performanțele remarcabile ale sectorului agricol din anul 2013 sunt evaluate a exercita efecte de „reportare” (eng. *carry-over*) considerabile asupra dinamicii medii anuale a PIB și nivelului său potențial din anul curent. Conform evaluărilor curente, pentru anul 2014 contribuția forței de muncă se menține la un nivel similar celui din anul precedent²², în timp ce reducerea contribuției pozitive a stocului de capital, în urma recentelor dinamici trimestriale negative ale formării brute de capital fix, este devansată de creșterea contribuției productivității totale a factorilor de producție, sub influența producției agricole de excepție din anul 2013 și, respectiv, a celei anticipat bune din 2014. Conform metodologiei funcției de producție, pentru anul 2015 scenariul de bază presupune, de asemenea, o contribuție pozitivă a tuturor factorilor de producție, în condițiile anticipării evoluției favorabile a pieței muncii și a unei dinamici în revenire graduală a formării brute de capital fix, cu impact pozitiv asupra stocului de capital. Creșterea productivității totale a factorilor este așteptată a fi impulsionată atât de eforturile de îmbunătățire a ratei de absorbție a fondurilor europene structurale și de coeziune, cât și de continuarea procesului de consolidare a bilanțurilor companiilor și gospodăriilor populației. Acest scenariu rămâne însă marcat de incertitudinile asociate evoluției mediului



Sursa: INS, proiecție BNR



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

¹⁸ 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.

¹⁹ Comunicatul INS nr. 161 din 2 iulie 2014.

²⁰ Calculată pe baza datelor neajustate sezonier.

²¹ Indicele producției industriale s-a majorat cu 0,8 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului I 2014, iar indicatorul încrederii în economie (sondaj CE-DG ECFIN) a crescut cu 0,7 puncte în trimestrul II 2014 față de trimestrul anterior. Pe de altă parte, variația stocului de credite acordate sectorului privat, total lei și valută, rămâne în teritoriu negativ (-1,1 la sută în termeni reali în trimestrul II 2014 comparativ cu media trimestrului I 2014), iar comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și motocicletelor) a înregistrat o reducere de 0,6 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului anterior.

²² În ipoteza menținerii constante a orelor lucrate pe intervalul de proiecție, efectul favorabil cumulat al reducerii modeste a ratei șomajului și al creșterii ușoare a ratei de activitate este parțial contrabalansat de scăderea populației în vârstă de muncă (prognoza CE).

extern și dinamicii fluxurilor de capital adresate economiilor din regiune, cu efect potențial advers asupra productivității factorilor.

Comparativ cu runda precedentă de proiecție, deviația PIB din trimestrul I 2014 este evaluată la valori mai pronunțat negative, modificarea având în vedere creșterea trimestrială a PIB real înregistrată în trimestrul I 2014, sub valoarea prognozată anterior, revizuirile marginale operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real, ajustate sezonier, precum și reevaluarea impactului determinantilor acesteia²³. În actuala rundă de proiecție, deficitul de cerere din trimestrul II 2014 este evaluat la un nivel similar celui din trimestrul anterior, indicând, *ceteris paribus*, menținerea intensității presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate. La persistența deficitului de cerere agregată din trimestrul II 2014 se adaugă contribuția nefavorabilă, în diminuare, a deficitului de cerere externă. Efectele restrictive ale acestor factori sunt atenuate de caracterul stimulatив al condițiilor monetare reale în sens larg din trimestrul anterior. În structura acestora, influențe stimulative sunt exercitate de toate componentele: efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb, ratele reale ale dobânzilor bancare și, respectiv, cursul de schimb real efectiv (prin intermediul canalului exporturilor nete). Componenta discreționară a politicii fiscale este evaluată a exercita un efect aproximativ neutru în trimestrul II 2014.

Menținerea deficitului de cerere în trimestrul II 2014 la un nivel similar celui din trimestrul anterior este susținută de o serie de indicatori lunari corelați cu poziția ciclică a economiei. Semnale favorabile sunt oferite de evoluția producției industriale și a numărului de salariați din economie (creștere de 0,8 la sută și, respectiv, 0,4 la sută în perioada aprilie-mai comparativ cu mediile corespunzătoare din trimestrul I 2014). Pe de altă parte, gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie scade cu 0,2 puncte procentuale în trimestrul II 2014 față de cel anterior, iar rata șomajului BIM este evaluată a se situa peste trend.

Pe parcursul intervalului de proiecție, deviația negativă a PIB de la nivelul său potențial este prognozată a se diminua treptat, implicând presiuni dezinflaționiste (asupra inflației de bază CORE2 ajustat) în atenuare. Se preconizează că restrângerea deficitului de cerere agregată va fi determinată de caracterul stimulatив al setului condițiilor monetare reale în sens larg, precum și de impactul eforturilor de creștere a ratei de absorbție a fondurilor europene²⁴. În același timp,

²³ 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.

²⁴ În intervalul 2014-2015, va avea loc o suprapunere a atragerilor de fonduri europene din exercițiile financiare 2007-2013 și, respectiv, 2014-2020, în contextul activării regulii de dezangajare (T+2) aplicabile fondurilor alocate în cadrul exercițiului financiar încheiat la finele anului 2013.

impulsul fiscal²⁵ este anticipat a exercita un efect marginal stimulativ asupra deficitului de cerere pe parcursul intervalului de proiecție, semnalând o conduită anticiclică a politicii fiscale. În plus, redresarea graduală preconizată a PIB UE efectiv²⁶ favorizează restrângerea impactului restrictiv al cererii externe asupra deviației interne a PIB. Față de raportul anterior, deficitul de cerere internă este proiectat la valori care implică pe întregul interval presiuni dezinflaționiste relativ mai accentuate. Acesta este rezultatul cumulat al revizuirii deficitului de cerere din trimestrul II 2014, al reevaluării condițiilor monetare reale (mai puțin stimulative pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție) și al impactului ușor mai restrictiv al cererii externe.

Scenariul de bază al proiecției prevede situarea ritmului anual de creștere a activității economice în 2014 la o valoare ușor inferioară celei înregistrate în anul precedent. Influențe pozitive asupra dinamicii proiectate a PIB provin din partea consolidării în teritoriu pozitiv a cererii interne (susținută și de anticiparea unei producții agricole peste media istorică în 2014), fapt ce va induce și un avans relativ mai rapid al importurilor, implicând, în pofida unei evoluții în continuare favorabile a exporturilor, o contribuție ușor negativă a exporturilor nete la creșterea economică pe intervalul proiecției. Redresarea treptată în 2014 a cererii interne este anticipată îndeosebi pe seama consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, susținut de majorarea venitului real disponibil al acestora²⁷, de ajustarea graduală a condițiilor de creditare (inclusiv pe fondul scăderilor ratei dobânzii de politică monetară operate anterior și pe seama configurației proiectate a condițiilor monetare reale în sens larg) și de efectul favorabil anticipat al producției agricole asupra consumului, iar în 2015, și cu aportul formării brute de capital fix, în contextul consolidării intrărilor de capitaluri cu destinație productivă (fonduri europene structurale și de coeziune și fluxuri de investiții străine directe). Pentru anul 2015 cererea internă este preconizată să-și reducă ușor contribuția favorabilă la creșterea economică, pe fondul ipotezei revenirii la condițiile unui an agricol normal.

Componentele cererii agregate

Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat să crească în termeni trimestriali și în trimestrul II 2014²⁸. Această evaluare este susținută de majorarea cu 1 la sută a salariului net în termeni reali în perioada aprilie-mai față de media

²⁵ Cuantifică în modelul BNR impactul componentei discreționare a politicii fiscale.

²⁶ Pentru detalii cu privire la construcția acestui indicator, a se vedea caseta „Introducerea în model a unei măsuri efective a cererii externe – PIB UE efectiv” din Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2012, pagina 36.

²⁷ Datorită îmbunătățirii principalilor indicatori ai pieței muncii, creșterii salariului minim brut (de la 850 lei la 900 lei începând cu 1 iulie 2014) și situării ratei inflației anuale IPC la valori compatibile cu ținta de inflație.

²⁸ În trimestrul I 2014 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a crescut cu 2,3 la sută în termeni trimestriali.

trimestrului I 2014 și, respectiv, de îmbunătățirea cu 1,7 puncte a indicatorului de încredere a consumatorilor în trimestrul II 2014 comparativ cu trimestrul anterior. O ușoară atenuare a dinamicii acestei componente comparativ cu cea înregistrată în trimestrul anterior este însă sugerată de evoluții precum cea a stocului de credite de consum în termeni reali (total lei și valută) care, în trimestrul II 2014 comparativ cu media trimestrului anterior, s-a redus cu 2,5 la sută sau cea a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motociclete), al cărei volum s-a comprimat cu 0,6 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului anterior. În acest context, în trimestrul II 2014 deviația negativă a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației de la tendința pe termen mediu este evaluată în reducere față de trimestrul anterior. Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este prevăzut să înregistreze o creștere moderată în trimestrul II 2014, compatibilă cu procesul de consolidare fiscală²⁹, deviația de la tendința de evoluție pe termen mediu a acestuia fiind evaluată a se menține în teritoriu negativ, dar în diminuare.

Pe parcursul intervalului de prognoză se anticipează o consolidare a creșterii consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, impulsivat de continuarea procesului de relaxare a condițiilor de creditare și de preconizarea unei creșteri, chiar dacă moderată, a nivelului de ocupare a forței de muncă în sectorul privat. Premise favorabile pentru evoluția viitoare a consumului decurg și din rata, anticipată în creștere, de atragere a fondurilor europene structurale și de coeziune, în contextul, menționat anterior, al suprapunerii ciclurilor financiare multianuale de absorbție (2007-2013, extins până în 2015 și, respectiv, 2014-2020). În acest cadru, un aport favorabil la dinamizarea consumului este așteptat mai ales din partea fondurilor alocate programelor operaționale care vizează îmbunătățirea productivității muncii, cu impact pozitiv inclusiv asupra dinamicii salariale din sectorul privat. Relaxarea condițiilor de creditare este anticipată a se produce gradual, inclusiv ca rezultat al transmisiei, cu decalajul de timp specific, a deciziilor de reducere a ratei dobânzii de politică monetară asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari³⁰. Acest proces este influențat și de constrângerile asupra volumului total al cererii de credite noi din partea acestui segment de clienți bancari, impuse în contextul continuării procesului de consolidare a bilanțurilor financiare ale gospodăriilor populației.

²⁹ Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a deficitului bugetului general consolidat a fost de 0,5 la sută în iunie 2014 (metodologie *cash*).

³⁰ Viteza și gradul în care se realizează efectiv transmisia deciziilor de politică monetară asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile financiare în relația cu clienții acestora depind, într-o măsură semnificativă, și de termenii și standardele de creditare practicate de băncile comerciale, efectul net asupra dinamicii ratelor dobânzilor bancare putând să difere, ca magnitudine, de impulsurile transmise prin modificarea ratei semnal a dobânzii BNR.

Un impact favorabil asupra consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este exercitat de creșterea prognozată a venitului disponibil real, potențată, cu precădere în prima jumătate a intervalului de prognoză, de valorile proiectate relativ reduse ale ratei inflației IPC. Pentru anul 2014, un efect pozitiv suplimentar asupra consumului este anticipat a proveni din partea producției agricole. Cât privește consumul colectiv efectiv al administrației publice, acesta este anticipat a înregistra o creștere moderată pe întregul interval de proiecție.

În trimestrul II 2014, după seria recentă de contracții trimestriale, formarea brută de capital fix este anticipată a se situa la un nivel similar celui din trimestrul anterior. Gradul de incertitudine aferent acestei evoluții este însă ridicat, dat fiind caracterul mixt al semnalelor transmise de unii indicatori de tip coincident. Astfel, față de mediile trimestrului I 2014, în perioada aprilie-mai 2014 producția industrială de bunuri de capital a crescut cu 1,6 la sută, în timp ce volumul cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital a scăzut cu 0,5 la sută. Incertitudinea evaluării este susținută și de alți indicatori precum construcțiile noi și permisele de construcții, a căror dinamică, în perioada aprilie-mai față de media trimestrului precedent, a înregistrat variații de +3,0 la sută (în termeni reali) și, respectiv, de -1,9 la sută. Pe fondul evoluției anticipate a formării brute de capital fix, deviația acesteia de la tendința pe termen mediu este evaluată a rămâne în teritoriu negativ, având o magnitudine ușor atenuată comparativ cu cea din trimestrul anterior.

Pentru intervalul de prognoză, este de așteptat ca formarea brută de capital fix să cunoască o redresare graduală, ritmul trimestrial de creștere revenind la valori pozitive abia în a doua jumătate a anului curent. Dinamicile negative înregistrate pe parcursul anului 2013 și în primul trimestru al anului curent sunt, însă, indicative în privința existenței unor dificultăți în relansarea investițiilor care, prin gradul ridicat de persistență, grevează (inclusiv printr-un efect statistic, de tip *carry-over*) asupra ritmului mediu anual de evoluție a componentei, care este proiectat a fi negativ în anul 2014. Pentru anul 2015 este de așteptat ca dinamica anuală a componentei să revină în teritoriu pozitiv, evoluție susținută de anticiparea dinamizării programelor de re tehnologizare și optimizare (inclusiv în termeni de eficiență energetică) ale unităților de producție. Acești factori ar urma să exercite un impact pozitiv asupra înzestrării cu capital la nivelul economiei, cu efecte favorabile asupra creșterii productivității muncii. La evoluțiile menționate se adaugă eforturile privind atragerea fondurilor europene structurale și de coeziune, cu posibil efect de antrenare la nivelul sectorului investițional, precum și anticiparea continuării procesului de relaxare a condițiilor de creditare, susținând activitatea din sectorul privat.

Performanța semnificativă a exporturilor de bunuri și servicii din anul 2013 (inclusiv ca urmare a unor modificări favorabile în

structura acestora) și din primul trimestru al anului curent^{31,32} este așteptată a continua pe parcursul trimestrului II 2014. În contextul incertitudinilor regionale și geopolitice recente, ritmul trimestrial de creștere prognozat este însă ușor atenuat comparativ cu ultimele perioade. Evoluția așteptată a exporturilor de bunuri și servicii este susținută de continuarea dinamicii favorabile a indicatorului de încredere în economie la nivelul UE (creștere cu 1,4 puncte în trimestrul II 2014), în timp ce producția industrială din zona euro scade cu 0,1 la sută în perioada aprilie-mai față de media trimestrului I. Pe fondul redresării preconizate a cererii interne și al efectului de antrenare provenit din partea evoluției anticipate favorabile a exporturilor, dinamica trimestrială a importurilor de bunuri și servicii în trimestrul II 2014 este preconizată a fi pozitivă, în atenuare însă comparativ cu cea înregistrată în trimestrul anterior. În aceste condiții, deviațiile de la tendințele pe termen mediu sunt evaluate a rămâne pozitive, de o magnitudine similară comparativ cu perioada anterioară în cazul exporturilor, respectiv în creștere, în cazul importurilor.

Exporturile de bunuri și servicii sunt anticipate a-și continua dinamica pozitivă pe tot parcursul intervalului de prognoză, susținute de evoluția așteptată ascendentă a cererii externe efective și de persistența evoluțiilor favorabile din perioadele recente ale subgrupelor „mașini și echipamente de transport” și „produse agroalimentare” (aceasta din urmă impulsionată de prezența tot mai activă a *trader*-ilor de cereale pe piața din România). Pe termen mediu se preconizează însă o atenuare a dinamicii exporturilor, așteptată a surveni în contextul apropierii treptate de unele limite superioare ale capacităților productive interne și în ipoteza standard a înregistrării unor ani agricoli normali (în sensul unor producții apropiate de medie) începând cu 2015.

În ceea ce privește evoluția importurilor de bunuri și servicii pe parcursul următoarelor opt trimestre, acestea sunt anticipate a-și continua dinamica pozitivă, în condițiile unei creșteri preconizate a cererii interne, susținută de consolidarea consumului final și de redresarea formării brute de capital fix.

În condițiile unei contribuții proiectate negative a exporturilor nete de bunuri și servicii în acest an și ale unei redresări ușoare a balanței veniturilor și transferurilor curente nete (pe seama unei ameliorări a transferurilor publice), ponderea în PIB a deficitului de cont curent este anticipată a se stabiliza, începând cu anul curent, la valori situate sub 2 la sută, substanțial mai reduse decât cele anterioare

³¹ În anul 2013, exporturile de bunuri și servicii au crescut în termeni reali cu 13,5 la sută comparativ cu anul anterior, dinamică pozitivă continuată în trimestrul I 2014 (+3,1 la sută față de ultimul trimestru al anului 2013).

³² În anul 2013, subgrupele „mașini și echipamente de transport” și „produse alimentare și animale vii” au crescut cu 10 la sută și, respectiv, cu 20,3 la sută comparativ cu anul anterior. În trimestrul I 2014, subgrupele menționate s-au majorat cu 10,6 la sută, respectiv cu 39,3 la sută față de trimestrul corespunzător al anului precedent (date aferente balanței de plăți, exprimate în euro).

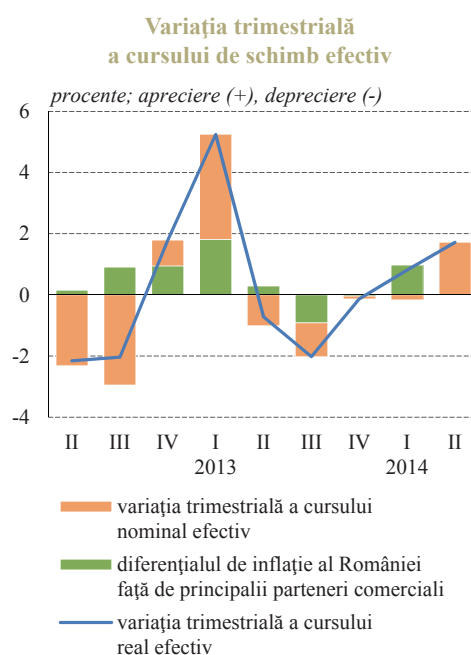
anului 2013. Pe fondul înregistrării unor niveluri adecvate ale rezervelor internaționale³³, proiectarea unei relative stabilități a poziției externe contribuie la atenuarea vulnerabilităților României la volatilitatea capitalurilor adresate economiilor emergente și, ca atare, nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative asupra 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 de bilanț³⁴.

În trimestrul II 2014, ratele nominale ale dobânzilor³⁵ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari au continuat să scadă, inclusiv ca urmare a impulsului, propagat în timp, al reducerilor cumulate ale ratei dobânzii de politică monetară operate de BNR. Scăderea ratelor nominale ale dobânzilor concomitent cu ușoara creștere a așteptărilor privind inflația³⁶, în linie cu revenirea prognozată a inflației la valori mai ridicate comparativ cu minimele istorice succesive înregistrate în perioada recentă, au determinat o reducere a ratelor reale ale dobânzilor atât la credite, cât și la depozite. Cumulat, impactul asupra activității economice din trimestrul următor al deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu este stimulat, în condițiile existenței în continuare a unei marje de manevră în ceea ce privește ajustarea ratei nominale a dobânzii la creditele noi.

Pe parcursul trimestrului II 2014, comparativ cu trimestrul anterior, moneda națională s-a apreciat în termeni nominali atât față de euro, cât și față de dolarul SUA. Pe fondul unei contribuții aproximativ nule a diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali, moneda națională a înregistrat, de asemenea, o apreciere trimestrială și în termeni reali³⁷. În contextul acestei evoluții, deviația cursului



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

³³ Această evaluare este formulată în condițiile achitării celei mai mari părți a împrumutului contractat în anul 2009 cu FMI.

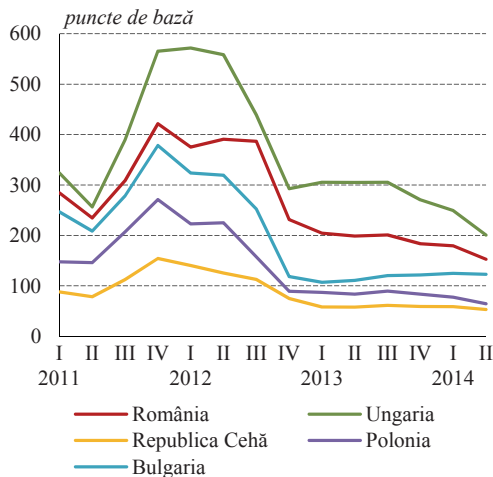
³⁴ Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă, în cazul agenților economici, prin modificarea alocării resurselor disponibile, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte, acordării, respectiv rambursării creditelor în valută. Pentru detalii, a se consulta surse precum Glosarul de termeni, tematica Politică Monetară, disponibil pe *website*-ul BNR.

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

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

³⁷ Cursul de schimb relevant este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

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



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

de schimb real efectiv de la tendința estimată pe termen mediu exercită, *ceteris paribus*, un impact ușor restrictiv (prin intermediul canalului exporturilor nete) asupra cererii agregate din trimestrul III 2014.

În trimestrul II 2014, în linie cu evoluțiile pe plan regional, gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională a continuat să se reducă. Această tendință este corelată cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS). Cumulat, deviația negativă de la trend a primei de risc și menținerea sub trend a ratei reale a dobânzii externe în acest trimestru, sunt de natură a exercita influențe favorabile asupra cererii interne. Aceste efecte sunt doar parțial contrabalansate de cel aferent evoluției anticipate a cursului de schimb³⁸. În contextul evoluțiilor menționate, efectul de avuție și de bilanț din trimestrul II 2014 exercită o influență stimulative, dar în diminuare, asupra activității economice din trimestrul următor.

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

Condițiile monetare în sens larg sunt proiectate a exercita o influență stimulative la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de proiecție³⁹, sub impactul diferențiat al acțiunii factorilor determinanți. Caracterul cumulat stimulative al ratelor reale ale dobânzilor la credite și depozitele denominate în lei practicate de instituțiile financiare și al efectului de avuție și de bilanț este atenuat, pe tot parcursul intervalului de proiecție, de cel de sens contrar al cursului real efectiv (prin canalul exporturilor nete). Intensitatea acestuia din urmă este de așteptat să fie însă relativ redusă, cu precădere în primele perioade ale intervalului de proiecție. Influența persistent stimulative a efectului de avuție și de bilanț la adresa activității economice este rezultatul proiectării unor contribuții favorabile din partea ratei dobânzii externe, a cursului de schimb (pe majoritatea intervalului de proiecție) și a primei de risc, în condițiile în care se anticipează că deficitul bugetar și cel de cont curent al balanței de plăți se vor menține la niveluri sustenabile pe termen mediu, care nu vor reprezenta surse de instabilitate a cursului de schimb al monedei naționale.

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

³⁹ Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai, acestea sunt mai puțin stimulative pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție.

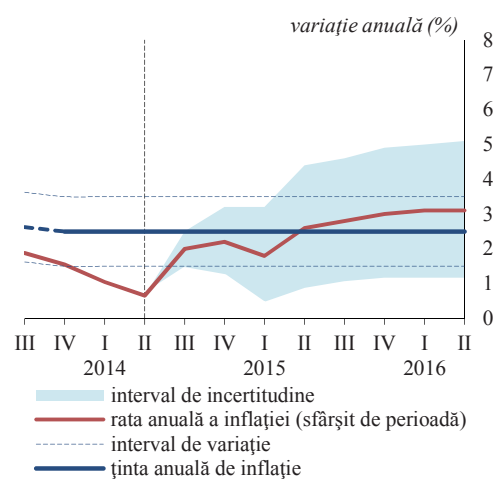
Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată în linie cu menținerea pe termen mediu a ratei inflației în intervalul asociat țintei, prin ancorarea eficace a așteptărilor inflaționiste, concomitent asigurării premiselor favorabile redresării treptate și în condiții de prudențialitate a creditării sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, de natură să contribuie la consolidarea durabilă a creșterii economice. Impactul cumulat al deviațiilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei, consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, este preconizat a fi unul stimulativ la adresa cererii agregate, ușor mai accentuat față de runda anterioară pentru cea mai mare parte a intervalului de prognoză.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa inflației este înclinată în sensul unor abateri moderate în sus de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, gradul de asimetrie fiind mai redus decât cel evaluat în runda anterioară de proiecție. Riscurile identificate sunt atribuite atât evoluțiilor mediului extern, cât și unor factori interni.

Din partea mediului extern se conturează pe intervalul de referință o balanță relativ echilibrată a riscurilor, acestea putându-se manifesta în ambele sensuri. Incertitudinile ce caracterizează prognoza inflației pe termen mediu rămân însă substanțiale, fiind asociate preponderent evoluției aversiunii la risc a investitorilor față de economiile emergente, cu unele diferențieri în rândul acestora, în funcție de balanța cumulată a dezechilibrelor macroeconomice interne/externe. Riscurile de creștere a aversiunii la risc sunt generate de posibila escaladare a tensiunilor regionale și geopolitice manifestate recent și de continuarea, cu potențial de amplificare, a proceselor de dezintermediere și restructurare ale unor grupuri bancare din zona euro. La acestea se adăugă incertitudinile legate de impactul posibilelor ajustări ale conduitelor politicii monetare de către principalele bănci centrale la nivel mondial. Materializarea riscurilor generate de oricare dintre aceste surse ar putea determina realocări de portofolii ale investitorilor prezenți pe piețele financiare locale și/sau reconsiderări ale deciziilor de inițiere a expunerii pe aceste piețe. Creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate economiei românești ar avea drept consecință fluctuații, care nu ar fi generate de modificări ale factorilor fundamentali, ale cursului de schimb al leului și abateri în consecință de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice. Dată fiind preferința relativă pe termen mediu și lung a investitorilor pentru economiile mai reziliente din punct de vedere al dimensiunii reduse a dezechilibrelor macroeconomice, precum și pentru cele angajate în programe de reforme structurale, ameliorarea recentă a fundamentelor economice ale României, consolidarea vizibilității activelor

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din intervalul 2005-2013. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

românești în indici cu reprezentativitate pentru investițiile derulate la nivel global, precum și expunerile investitorilor încă mai reduse și cu scop de diversificare a portofoliului comparativ cu cele față de alte economii emergente au potențial de atenuare într-o anumită măsură a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale.

Pe plan intern rămân în continuare preocupante incertitudinile cu privire la implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale convenit cu instituțiile internaționale și a celorlalte măsuri convenite cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială), în special în contextul electoral de la finele anului curent, orice întârziere și/sau neîndeplinire în manieră sustenabilă a obiectivelor stabilite putând conduce la propagarea efectelor eventualelor șocuri nefavorabile, interne și externe, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Riscuri relativ echilibrate pe termen scurt la adresa inflației, condiționate de informațiile disponibile până în prezent, provin din partea prețurilor administrate. Pe termen mediu însă, se mențin unele incertitudini cu privire la cuantificarea impactului pe care etapele de liberalizare a pieței gazelor naturale și a energiei electrice, în mod deosebit a celei din urmă, îl vor avea asupra prețurilor la consumatori, precum și în ceea ce privește calendarele acestor etape. Acestea pot fi potențate de menținerea sau chiar amplificarea instabilităților geopolitice din Ucraina și/sau Orientul Mijlociu, cu posibile efecte de propagare asupra prețurilor produselor energetice de pe piețele internaționale.

În ceea ce privește evoluția prețurilor interne ale alimentelor, scenariul de bază al proiecției curente reflectă materializarea parțială a factorilor favorabili de risc menționați în Raportul asupra inflației din luna mai, în contextul traiectoriei descendente urmate de prețurile alimentare volatile în prima parte a acestui an. Pe perioada proiecției însă, balanța riscurilor provenind din partea acestui factor se menține înclinată ușor în sus, dat fiind caracterul meteo-dependent al evoluțiilor din sectorul agricol, precum și utilizarea ipotezei unor ani agricoli normali pentru 2015 și 2016.

Balanța riscurilor provenind din partea evoluției prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale este apreciată ca fiind orientată în sus, în condițiile în care nu poate fi exclus scenariul unei escaladări a tensiunilor geopolitice recente (regionale și/sau din Orientul Mijlociu), posibil potențate de amplitudini ridicate ale evoluției cursului de schimb EUR/USD. Acestei evaluări i se adaugă și posibile evoluții în viitor ale prețurilor produselor agricole, sensibil dependente de condițiile meteorologice.

2. Evaluarea de politică monetară

Pe ansamblul trimestrului II, rata anuală a inflației și-a continuat scăderea, situându-se la valori inferioare limitei de jos a intervalului țintei staționare și celor prognozate anterior, în condițiile în care în luna mai aceasta a coborât ușor sub 1 la sută, iar în iunie la 0,66 la sută, nivel reprezentând un nou minim istoric al ultimilor 24 de ani. Alături de temperarea ritmului anual de creștere a prețurilor administrate, contribuții importante la decelerarea în acest interval a inflației au fost aduse de accentuarea scăderii în termeni anuali a prețurilor volatile ale produselor alimentare, precum și de adâncirea temporară în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat. Pe lângă influența tranzitorie a reducerii cotei TVA la unele produse de panificație, aceasta din urmă a reflectat efectele pregnante ale interacțiunii dintre oferta sporită de produse agricole a anului trecut și deficitul persistent de cerere agregată, cărora li s-au alăturat în trimestrul II impactul relativei întăriri a monedei naționale, precum și cel al reluării ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste, alături de reflectarea parțială în prețurile de import a persistenței la niveluri scăzute a inflației din zona euro.

Pe acest fond, traiectoria actualizată a ratei anuale previzionate a inflației se plasează pe un palier considerabil mai coborât decât cel evidențiat în exercițiul anterior de prognoză⁴⁰, mai cu seamă în prima jumătate a orizontului proiecției, ea consemnând prin urmare și o modificare ușoară de configurație. Astfel, în contextul noii prognoze trimestriale, rata anuală previzionată a inflației se menține sub punctul central al țintei staționare până la mijlocul anului viitor – implicând plasarea ei la nivelul de 2,2 la sută în decembrie 2014 – în pofida corecției ascendente pe care o înregistrează în luna septembrie a acestui an, sub impactul epuizării influenței tranzitorii a reducerii cotei TVA pentru unele produse de panificație. De asemenea, cu toate că revine ulterior într-o perioadă mai scurtă în jumătatea superioară a intervalului de variație al țintei staționare, această rată rămâne, inclusiv pe orizontul temporal mai îndepărtat, la niveluri inferioare celor relevate de precedentă proiecție, respectiv la 3,0 la sută în decembrie 2015 și la 3,1 la sută pe parcursul următoarelor două trimestre (3,3 la sută și respectiv 3,5 la sută în prognoza anterioară). În consecință, valoarea medie anuală prognozată a ratei inflației consemnează, la rândul ei, un declin în raport cu proiecția precedentă, coborând la 1,4 la sută în 2014 (de la 2 la sută) și la 2,4 la sută în 2015 (de la 3,1 la sută).

Semnificativa modificare a perspectivei pe termen scurt și mediu a inflației este rezultanta revizuirii în scădere a prognozelor cvasi-totalității componentelor acesteia, contribuțiile majore fiind însă deținute de componenta sa de bază și, într-o mai mică măsură, de cea a prețurilor administrate, ale căror dinamici anuale previzionate consemnează ajustări descendente consistente de-a

⁴⁰ Raportul asupra inflației, mai 2014.

lungul întregului orizont de prognoză prin comparație cu prognoza anterioară. Astfel, chiar dacă cunoaște în septembrie 2014 o importantă inflexiune ascendentă⁴¹ și tinde ulterior să crească lent, traiectoria ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat se plasează pe un palier semnificativ inferior celui evidențiat de proiecția anterioară, de-a lungul întregului orizont de prognoză. O asemenea schimbare a perspectivei inflației de bază are printre determinanți impactul dezinflaționist anticipat a fi exercitat de dinamica mai scăzută a prețurilor de import. Principalul său resort îl constituie însă presiunile dezinflaționiste mai intense prezumate a fi exercitate de factorii fundamentali, în condițiile re-poziționării la niveluri mai scăzute a anticipațiilor inflaționiste, dar mai ales ale revizuirii ascendente a dimensiunii prognozate a deficitului de cerere agregată, aceasta din urmă având printre premise revizuirea seriei istorice de date privind PIB, revenirea la o atitudine ușor contraciclică a politicii fiscale și prelungirea ritmului relativ lent al creșterii economice în zona euro/UE, dar și menținerea caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale.

Pe acest fond, continuarea adecvării conduitei politicii monetare din perspectiva asigurării ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu la niveluri compatibile cu ținta staționară, concomitent cu sprijinirea revigorării procesului de creditare și a îmbunătățirii implicite a funcționării mecanismului de transmisie monetară, rămâne condiționată de urmărirea consecventă și de îndeplinirea obiectivelor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială în sfera consolidării fiscale, a reformelor structurale și a atragerii fondurilor europene, prezervarea coerenței mixului de politici macroeconomice fiind esențială, mai ales în contextul electoral al acestui an. Importante pentru fundamentarea în actuala conjunctură a deciziilor de politică monetară sunt și incertitudinile crescute asociate perspectivei inflației derivate din evoluția mediului extern, precum și riscurile în dublu sens la adresa ei, acestea fiind însă văzute ca având un potențial relativ restrâns de a afecta nefavorabil anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, implicit evoluția inflației pe orizonturi mai îndepărtate de timp, în ipoteza materializării lor.

O sursă majoră de asemenea incertitudini, dar și de riscuri la adresa perspectivei inflației o constituie tensiunile regionale și geopolitice escaladate recent, o relevanță deosebită pentru economia României având-o conflictul din Ucraina. Astfel, în funcție de durata, intensitatea și implicațiile sale, acest conflict ar putea induce – prioritar prin intermediul realocărilor de portofolii pe care le-ar antrena în regiune – fluctuații ascendente/descendente ale cursului de schimb al leului, implicit posibile abateri în ambele sensuri ale acestuia de la coordonatele anticipate, cu impact temporar asupra inflației cât și asupra anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Influențe similare, receptate prioritar de raportul RON/USD, ar

⁴¹ În principal, datorită efectului de bază asociat reducerii în septembrie 2013 a cotei TVA pentru unele produse de panificație.

decurge și din potențiala intensificare a realocării portofoliilor – cel mai probabil în funcție de calitatea factorilor fundamentali, corelată cu atractivitatea relativă a plasamentelor pe diferite piețe financiare – pe fondul deciziilor divergente de politică monetară adoptate recent și în perspectivă de principalele bănci centrale la nivel mondial.

În același timp, escaladarea recentă a conflictelor/tensiunilor geopolitice sporește incertitudinile legate de dinamica economiei mondiale, dar mai ales a statelor europene, condiționată inclusiv de ritmul derulării reformelor structurale și a proceselor de dezintermediere și de restructurare a unor sisteme bancare din zona euro/UE, evoluții ce pot induce – direct sau prin intermediul oscilațiilor apetitului global pentru risc – modificări în dinamica economică și evoluțiile inflației ale zonei euro și, prin consecință, în cererea pentru exporturi inclusiv de proveniență din România, în evoluția prețurilor de import, alături de mișcări în ambele sensuri ale fluxurilor de capital de care beneficiază economia românească, toate acestea putând genera implicit fluctuații temporare, dar posibil semnificative, ale cursului de schimb al leului.

Este însă de așteptat ca, în ipoteza unei creșteri pe termen scurt a presiunilor în sensul deprecierei leului, decurgând dintr-o eventuală relativă deteriorare a evoluțiilor economice și financiare în zona euro, inclusiv ca efect al implicațiilor conflictului din Ucraina, impactul exercitat de aceasta asupra dinamicii IPC să fie contrabalansat pe termen mediu de relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, în condițiile foarte probabilei încetiniri, pe acest fond, a redresării economiei românești, sub impactul advers al evoluțiilor din mediul extern⁴².

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

O altă categorie de incertitudini având ca sursă mediul intern sunt cele privind volumul și calitatea producției agricole a acestui an – atât a celei de legume și fructe, cât și a celei de cereale – în condițiile în care există semnale privind realizarea unei recolte totale superioare mediei ultimilor ani, dar o parte însemnată a culturilor specifice pare să fi fost afectată de condiții meteorologice nefavorabile; potențialele riscuri induse de acest context la adresa perspectivei inflației – care deocamdată apar drept minore – ar putea fi sporite de o eventuală majorare viitoare a prețurilor

⁴² Prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii, precum și al efectului de avuție și de bilanț al ratei de schimb.

internaționale ale materiilor prime agricole ce ar decurge dintr-o deteriorare severă sau prelungită a condițiilor meteorologice în diverse regiuni ale lumii.

În schimb, în cazul prețurilor administrate, probabilitatea ca dinamica acestora să consemneze abateri de la coordonatele actualei prognoze – ce continuă să utilizeze ca repere majore calendarele⁴³/ măsurile specifice convenite în cadrul acordului încheiat cu UE, FMI și Banca Mondială – se consideră a fi relativ scăzută. Totodată, este de așteptat ca, în condițiile persistenței pe orizontul mediu de timp a deficitului de cerere agregată, deși de dimensiuni aflate în descreștere, anticipațiile inflaționiste pe termen mediu să rămână reziliente la o eventuală deviere temporară în sens ascendent a acestor categorii de prețuri de la coordonatele proiectate.

Data fiind perspectiva plasării ratei anuale a inflației la valori sensibil inferioare celor prognozate anterior, aflate sub punctul central al țintei staționare până la mijlocul anului 2015 și în jumătatea superioară a intervalului în a doua parte a orizontului prognozei pe termen mediu, în condițiile anticipării suprapunerii acțiunii unor factori conjuncturali efectelor persistente ale deficitului de cerere agregată și ale ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 august 2014, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 3,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

⁴³ Calendarele de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale.

