



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
noiembrie 2014

Anul X, nr. 38
Serie nouă



Banca Națională a României

Raport asupra inflației

Noiembrie 2014

Anul X, nr. 38

Serie nouă

NOTĂ

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

Banca Națională a României

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 noiembrie 2014, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 30 octombrie 2014.

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

Abrevieri

| | |
|-----------------|--|
| ANOFM | Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă |
| ANRE | Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei |
| BCE | Banca Centrală Europeană |
| BIM | Biroul Internațional al Muncii |
| BM | Banca Mondială |
| CE | Comisia Europeană |
| CRC | Centrala Riscului de Credit |
| DG ECFIN | Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare |
| ESI | indicatorul de încredere în economie |
| Eurostat | Oficiul de Statistică al Comunităților Europene |
| FMI | Fondul Monetar Internațional |
| IAPC | indicele armonizat al prețurilor de consum |
| INS | Institutul Național de Statistică |
| IPC | indicele prețurilor de consum |
| IPPI | indicele prețurilor producției industriale |
| LFO | legume, fructe, ouă |
| MFE | Ministerul Fondurilor Europene |
| MFP | Ministerul Finanțelor Publice |
| ON | <i>overnight</i> |
| OPEC | Organizația țărilor exportatoare de petrol |
| PIB | produsul intern brut |
| RMO | rezerve minime obligatorii |
| ROBID | rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci |
| ROBOR | rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci |
| TVA | taxa pe valoarea adăugată |
| UE | Uniunea Europeană |
| VAB | valoarea adăugată brută |
| 1W | o săptămână |
| 3M | 3 luni |
| 6M | 6 luni |
| 12M | 12 luni |
| 3Y | 3 ani |
| 5Y | 5 ani |
| 10Y | 10 ani |

Cuprins

| | |
|--|----|
| SINTEZĂ | 7 |
| I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI | 13 |
| II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE | 16 |
| 1. Cererea și oferta | 16 |
| 1.1. Cererea | 16 |
| 1.2. Oferta | 19 |
| 2. Piața muncii | 20 |
| 3. Prețurile de import și prețurile de producție | 22 |
| III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE | 25 |
| 1. Politica monetară | 25 |
| 2. Piețe financiare și evoluții monetare | 28 |
| 2.1. Ratele dobânzilor | 29 |
| 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital | 31 |
| 2.3. Moneda și creditul | 32 |
| IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI | 35 |
| 1. Scenariul de bază | 38 |
| 1.1. Ipoteze externe | 38 |
| 1.2. Perspectivele inflației | 39 |
| 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție..... | 42 |
| 1.4. Riscuri asociate proiecției | 50 |
| 2. Evaluarea de politică monetară | 53 |

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La sfârșitul trimestrului III 2014, rata anuală a inflației IPC a revenit în intervalul de variație de ± 1 punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută, depășind marginal limita inferioară a acestuia. Valoarea înregistrată în luna septembrie (1,54 la sută) este cu 0,88 puncte procentuale mai ridicată decât cea consemnată la finele trimestrului II, situându-se în același timp cu 0,5 puncte procentuale sub cea prognozată în Raportul asupra inflației din luna august.

Pe fondul persistenței presiunilor dezinflaționiste din partea factorilor fundamentali, dinamica prețurilor de consum a fost influențată în trimestrul III cu precădere de factori de natura ofertei. În rândul acestora, impactul dominant – prevăzut în proiecțiile anterioare – pentru re poziționarea ratei anuale a inflației față de nivelurile istoric foarte scăzute înregistrate anterior în cursul acestui an a fost cel al epuizării efectelor statistice ale reducerii, la 1 septembrie 2013, a cotei TVA la unele produse de panificație de la 24 la sută la 9 la sută.

Aceste efecte statistice au contribuit decisiv la revenirea inflației CORE2 ajustat¹ în teritoriul pozitiv în luna septembrie la valoarea de 1 la sută. Evoluția pe ansamblu favorabilă a indicelui CORE2 ajustat a continuat să fie susținută de factorii fundamentali reprezentați de persistența deficitului de cerere agregată și de ameliorarea semnificativă a anticipațiilor privind inflația.

Din partea celorlalte componente ale indicelui agregat al prețurilor de consum, afectate cu precădere de factori de natura ofertei, o contribuție relevantă în sensul creșterii ratei inflației a avut-o atenuarea semnificativă a dinamicii negative a prețurilor volatile alimentare (LFO²) până la valori apropiate de zero, reflectând succesiunea a doi ani (2013 și 2014) cu producții agricole comparabile. Influențe favorabile asupra ratei anuale a inflației IPC au fost generate de decelerări ale creșterilor de prețuri pentru grupele combustibili, produse din tutun și băuturi alcoolice și prețuri administrate.

Situarea ratei inflației IPC la sfârșitul trimestrului III sub nivelul prognozat în Raportul asupra inflației din luna august este explicată în principal de evoluții mai favorabile decât cele anticipate anterior în cazul prețurilor LFO și al prețurilor combustibililor. Factorii determinanți ai acestor evoluții au fost, în primul caz, reorientarea către piața românească a unor exporturi de fructe și legume din unele state europene afectate de restricțiile impuse recent de către Rusia, iar, în al doilea caz, reducerea în luna septembrie a cotațiilor internaționale ale petrolului la un minimum al ultimilor doi ani.

Tendința de scădere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie, manifestată pe ansamblul trimestrului II 2014, a fost întreruptă în perioada iulie-august pe seama încetinirii creșterii productivității muncii. Pe ansamblul economiei, creșterea câștigurilor salariale nominale brute a accelerat ușor, ca efect al noii majorări, în luna iulie, a salariului minim brut pe economie. Pe termen scurt, persistența deficitului de cerere atenuază riscul unor presiuni inflaționiste semnificative din partea costurilor cu salariile. Pe termen mediu însă, pe măsura apropierei PIB

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.

de nivelul potențial, și cu deosebire în eventualitatea materializării unor creșteri suplimentare ale salariului minim pe economie, menținerea unei corelații adecvate între creșterea salariilor și cea a productivității muncii este esențială pentru consolidarea stabilității prețurilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 4 august 2014, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,25 la sută pe an, de la 3,50 la sută. Decizia a fost motivată de perspectivele macroeconomice relevate de prognoza BNR actualizată, precum și de riscurile asociate acesteia. Prognoza plasa rata anuală a inflației la valori sensibil inferioare celor proiectate anterior, aflate sub punctul central al țintei până la mijlocul anului 2015, și în partea superioară a intervalului de variație în a doua jumătate a perioadei de referință. Riscurile asociate prognozei erau generate cu preponderență de mediul extern ca potențială sursă de volatilitate excesivă a fluxurilor de capital pe fondul tensiunilor geopolitice și regionale recente, al continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră și de restructurare a unor grupuri bancare din zona euro și al incertitudinilor asociate impactului posibilelor ajustări ale conduitei politicii monetare a principalelor bănci centrale la nivel mondial. Pe plan intern, persistau, în contextul electoral din ultimul trimestru al anului, incertitudinile cu privire la implementarea consecventă a setului de reforme structurale și a celorlalte măsuri convenite cu instituțiile internaționale.

Ulterior deciziei din luna august, rata anuală a inflației s-a menținut pe o traiectorie situată sub cea prognozată anterior, influențe conjuncturale – în special evoluția prețurilor produselor agro-alimentare – suprapunându-se celor ale factorilor fundamentali. Interferența factorilor cu acțiune tranzitorie genera incertitudine cu privire la consolidarea pe termen mediu a traiectoriei inflației așteptate la valori semnificativ mai reduse decât cele proiectate anterior. În același timp, ritmul anual al creșterii economice încetinise, în principal pe seama contracției, în prima jumătate a anului, a formării brute de capital fix, iar dinamica reală a creditului total acordat sectorului privat (lei și valută) se menținea în teritoriu negativ.

În acest context, Consiliul de administrație al BNR a adoptat, în ședința din 30 septembrie 2014, un set de decizii menite să contribuie la asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu și la crearea condițiilor pentru revigorarea sustenabilă a activității de creditare. Rata dobânzii de politică monetară a fost redusă la nivelul de 3,0 la sută pe an, de la 3,25 la sută. În vederea creării premiselor favorabile redresării creditării, precum și pentru a continua armonizarea mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și principalelor bănci centrale ale statelor membre ale UE, rata rezervei minime obligatorii aplicabilă pasivelor în lei a fost redusă la nivelul de 10 la sută, de la 12 la sută. În scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnului ratei dobânzii de politică monetară, coridorul simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară a fost îngustat la $\pm 2,75$ puncte procentuale, de la ± 3 puncte procentuale.

Perspectivile inflației

Proiecția curentă prevede menținerea ratei anuale a inflației IPC în intervalul de ± 1 punct procentual din jurul țintei în cea mai mare parte a perioadei de referință, excepție făcând plasarea conjuncturală sub limita inferioară a intervalului la începutul anului 2015.

Prognoza macroeconomică prevede încetinirea creșterii PIB în anul 2014 comparativ cu anul anterior, pe seama evoluției nefavorabile din primul semestru. Redresarea anticipată pentru a doua jumătate a anului curent este atribuită în special ameliorării dinamicii consumului și exporturilor, impulsionate inclusiv de producția agricolă abundentă. Pentru restul intervalului de prognoză se prevede consolidarea cererii interne, având drept consecință ameliorarea dinamicii PIB. Contribuția dominantă la creșterea economică va fi, pe întreaga perioadă de referință, cea a consumului gospodăriilor populației, în timp ce relansarea ceva mai întârziată a formării brute de capital fix va aduce o contribuție pozitivă din partea acesteia începând din anul 2015. Se anticipează că factorii stimulativi ai redresării cererii interne vor fi: creșterea venitului real disponibil al gospodăriilor populației, pe seama majorărilor nominale și a menținerii ratei proiectate a inflației la valori relativ scăzute, consolidarea intrărilor de capital cu destinație productivă (fonduri europene structurale și de coeziune și fluxuri de investiții străine directe), precum și relaxarea în continuare a condițiilor creditării, inclusiv pe seama propagării reducerilor anterioare ale ratei dobânzii de politică monetară.

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 începând din anul 2015. În aceste condiții, ponderea deficitului de cont curent în PIB este anticipată a crește ușor pe intervalul de prognoză, urmând a se stabili la valori apreciate ca sustenabile pe termen mediu, apropiate de 2 la sută. 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: (i) creșterea economică negativă înregistrată în trimestrul II 2014 față de trimestrul anterior, neanticipată în prognoza anterioară; (ii) revizuirea de către INS a seriei istorice a PIB real, ajustate sezonier; (iii) impactul ușor mai restrictiv anticipat din partea cererii externe; (iv) caracterul mai stimulat al ansamblului condițiilor monetare pe întreg intervalul de proiecție. Deviația PIB de la nivelul său potențial va rămâne la valori negative pe parcursul perioadei de referință, însă se va diminua treptat, impulsionând, astfel, creșterea economică viitoare.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 1,5 la sută la sfârșitul anului 2014 și la 2,2 la sută la finele anului 2015, niveluri situate cu 0,7 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,8 puncte procentuale sub cele prognozate în Raportul asupra inflației din luna august.

Rata inflației IPC și rata inflației de bază CORE2 ajustat se plasează pe întregul interval de referință (cu excepția trimestrului IV 2014 în cazul celui de-al doilea indicator) sub valorile din prognoza precedentă. Revizuirea este rezultatul proiectării la niveluri mai accentuate a unora din influențele dezinflaționiste provenind atât din partea factorilor fundamentali, cât și a unor factori conjuncturali, având în vedere și evoluțiile manifestate ulterior publicării proiecției din luna august.

Prognoza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede menținerea acesteia la valori situate în jurul celei de 1 la sută până în trimestrul I 2016 și creșterea ulterioară până la 1,7 la sută la orizontul proiecției. Tendința ascendentă din a doua jumătate a perioadei de referință este imprimată de restrângerea, mai rapidă în acest interval, a deficitului de cerere, informație transmisă și în niveluri mai ridicate ale anticipațiilor, care sunt însă prevăzute a se stabili la

valori ușor superioare țintei centrale de inflație către orizontul prognozei. Abaterile în jos de la prognoza precedentă sunt în principal consecința proiectării unui deficit de cerere mai accentuat și a valorilor semnificativ mai reduse ale anticipațiilor privind inflația pe întregul interval de prognoză.

Proiecțiile componentelor IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare indică în general creșteri mai rapide în a doua jumătate a perioadei de referință, tendință decelabilă și în contribuția cumulată a acestor componente la dinamica indicelui agregat. Comparativ cu proiecția anterioară însă, această contribuție a fost semnificativ revizuită în jos pe întreg intervalul proiecției. Pentru cea mai mare parte a perioadei de referință, revizuirea a avut loc în același sens în cazul fiecărei componente, cu excepția prețurilor combustibililor, cu o contribuție ușor mai ridicată în 2015. Ca magnitudine, cele mai importante reevaluări în jos ale contribuțiilor proiectate la dinamica ratei inflației IPC provin din partea: (i) prețurilor administrate, cu efecte pe întreg intervalul proiecției ca urmare a suspendării majorării prețului de achiziție a gazelor naturale din producția internă, prevăzute anterior pentru data de 1 octombrie 2014, și a prelungirii termenului de furnizare a gazelor naturale din producția internă la prețuri reglementate de la 31 decembrie 2018 până la 1 iulie 2021; (ii) prețurilor combustibililor, în prima jumătate a intervalului, pe seama reducerii recente semnificative a prețului internațional al petrolului Brent; (iii) prețurilor volatile ale alimentelor, în prima parte a intervalului, ca urmare a unor șocuri favorabile tranzitorii în trimestrul III al anului curent, asociate comerțului internațional cu produse din această grupă.

Data fiind dinamica proiectată a componentelor sale, rata anuală a inflației IPC se va menține la limita inferioară (1,5 la sută) a intervalului de variație asociat țintei în trimestrul IV 2014, va coborî sub aceasta în primul trimestru al anului 2015, după care va reveni mai întâi la nivelul de 1,5 la sută în al doilea trimestru și apoi în interiorul intervalului, continuându-și evoluția moderat ascendentă și poziționându-se în apropierea țintei centrale la orizontul prognozei. Reducerea temporară proiectată pentru începutul anului viitor reflectă în principal o influență conjuncturală, respectiv impactul dezinflaționist al evoluției nivelului în lei al accizelor aferente produselor din tutun și combustibililor, sub ipoteza menținerii prevederilor actuale din Codul fiscal referitoare la calculul acestora. Rata medie anuală a inflației va continua să se mențină sub limita inferioară a intervalului țintei până la finele anului 2015, după care va reintra în interiorul acestuia, rămânând însă la niveluri situate sub cel al țintei centrale până la orizontul prognozei.

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 în același timp la crearea premiselor favorabile redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, precum și la consolidarea durabilă a creșterii economice.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță relativ echilibrată, caracterizată însă de incertitudini care se mențin la niveluri ridicate. Riscurile relevante pentru perioada de referință provin atât din mediul extern, cât și din cel intern.

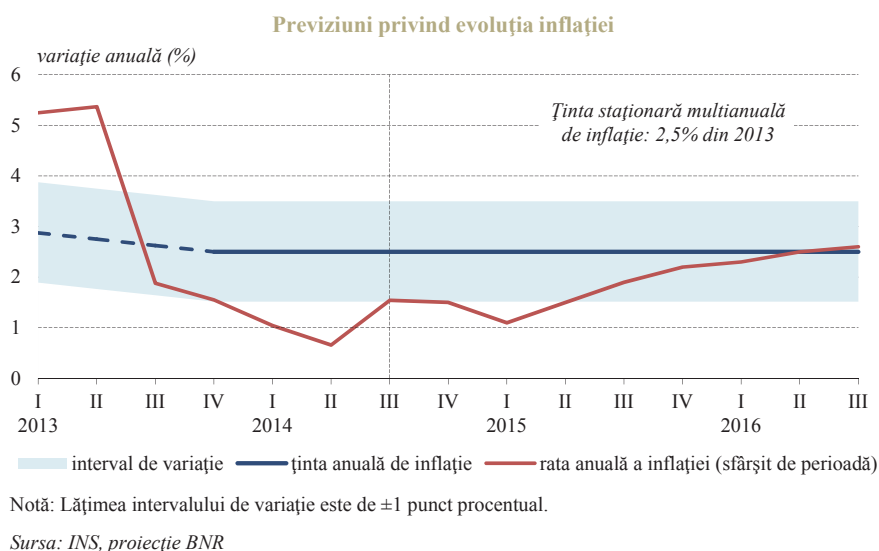
Mediul extern apare în continuare ca sursă a unor incertitudini considerabile, asociate mai ales persistenței tensiunilor geopolitice, continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră și de restructurare a unor grupuri bancare din zona euro, efectelor posibilelor ajustări ale conduitelor politicii monetare și adoptării de măsuri macroprudențiale de către principalele bănci centrale

la nivel mondial. În acest context, riscurile majore la adresa proiecției ratei inflației sunt legate de posibile variații ample ale aversiunii față de risc a investitorilor internaționali, având drept rezultat realocări succesive de expuneri față de economiile emergente și, în acest context, creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate acestora, implicit și economiei românești. Aceasta ar induce o instabilitate a surselor de finanțare externă a dezvoltării economiei naționale și a cursului de schimb al leului, cu consecințe negative asupra stabilității prețurilor și consolidării creșterii economice implicate de scenariul de bază al proiecției. Un risc important în plan regional este generat de tensiunile dintre Rusia și Ucraina. În stadiul actual al conflictului, potențialul de manifestare a unor efecte negative de amploare asupra României este relativ redus, în condițiile expunerii marginale a României, pe canalul comercial, la evoluțiile economice din cele două țări implicate. O eventuală escaladare a conflictului ar accentua însă riscul unor consecințe nefavorabile semnificative, atât indirect, prin efecte asupra partenerilor comerciali din UE ai României, cât și direct, prin intermediul fluxurilor financiare.

Data fiind orientarea pe termen mediu și lung a investitorilor prioritar către economiile confruntate cu dezechilibre macroeconomice externe și interne relativ reduse, progresele făcute în ultimii ani de România în această direcție au potențial de atenuare într-o anumită măsură a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale. Aceste progrese includ: ameliorarea recentă a fundamentelor economice din perspectiva echilibrului extern și a stabilității prețurilor, consolidarea ponderii activelor românești în indici de tip *investment grade* pentru investiții internaționale, precum și ameliorarea indicatorilor de calitate a activelor bancare, prin demersurile de curățare a bilanșurilor de credite neperformante, în paralel cu îmbunătățirea indicatorilor de lichiditate, solvabilitate și provizionare specifici acestui sector.

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 atenuarea consecințelor șocurilor adverse. Întrucât angajarea în programe coerente de reforme structurale reprezintă un alt criteriu de atragere către economia națională a alocațiilor de portofolii ale investitorilor pe piețele emergente, este în continuare esențială implementarea fermă și consecventă a setului de reforme convenite cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială).

Riscurile asociate abaterilor de la traiectoriile prevăzute în scenariul de bază ale componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei apar a fi relativ echilibrate pentru perioada de referință, dar incertitudinile specifice acestora persistă. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate, pe termen mediu, magnitudinii impactului pe care stadiile liberalizării pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori ale acestora, etapizării acestor faze, precum și efectelor propagate ale unei eventuale escaladări a conflictelor din Ucraina și/sau Orientul Mijlociu. În cazul evoluției prețurilor produselor accizabile incluse în coșul de consum, incertitudini ar putea fi implicate de o eventuală ajustare a metodologiei de determinare a echivalentului în lei al accizelor. În privința evoluției prețurilor interne ale alimentelor, incertitudinile sunt asociate, în mod obișnuit, dependenței sectorului agricol de condițiile meteorologice, iar ca specific al actualei perioade de referință, posibilei persistențe a suplimentării ofertei interne cu importuri din unele țări afectate de restricțiile impuse recent la exportul către Rusia.



Decizia de politică monetară

Data fiind perspectiva plasării ratei anuale a inflației la valori sensibil inferioare celor prognozate anterior, pe fondul persistenței deficitului de cerere agregată, al consolidării la niveluri mai scăzute a anticipațiilor inflaționiste, precum și al prelungirii inflației reduse din zona euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 noiembrie 2014, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 2,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelului actual al ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută la 14 la sută de la 16 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2014, măsura vizând continuarea procesului de armonizare a mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale ale statelor membre ale UE. În același timp, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnificativei ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 2,50$ puncte procentuale, de la $\pm 2,75$ puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 5,75 la sută la 5,25 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost menținută la 0,25 la sută.

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

În trimestrul III 2014, rata anuală a inflației IPC a urcat la 1,54 la sută, în creștere cu 0,88 puncte procentuale față de finele trimestrului II, reintrând astfel, pentru prima dată în acest an, în intervalul de variație de ± 1 punct procentual al țintei de 2,5 la sută. Mișcarea a fost imprimată aproape integral de anularea efectului statistic al reducerii cotei TVA la unele produse de morărit și panificație începând cu 1 septembrie 2013 (+0,7 puncte procentuale). Influență dezinflaționistă au exercitat evoluția favorabilă a prețurilor materiilor prime (agricole și țigeti) și manifestarea unor efecte de bază pe segmentul tarifelor administrate. Factorii cu acțiune persistentă menționați în Rapoartele asupra inflației anterioare – deficitul de cerere și așteptările privind inflația – au continuat să se manifeste în perioada analizată, impactul justificând în bună măsură nivelul scăzut al inflației de bază CORE2 ajustat.

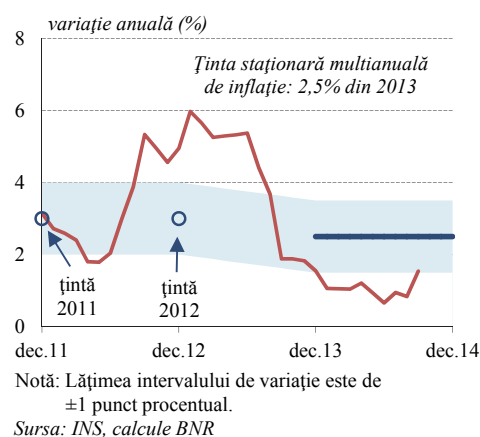
Disiparea efectelor statistice ale reducerii la 1 septembrie 2013 a cotei TVA aplicate prețurilor unor produse de morărit și panificație a constituit factorul determinant al revenirii în teritoriu pozitiv a inflației de bază CORE2 ajustat (până la 1,0 la sută în septembrie 2014), după o perioadă de 12 luni de valori negative sau apropiate de zero. Efectul statistic amintit a condus la majorarea cu 2,4 puncte procentuale a ritmului anual de creștere a prețurilor alimentelor procesate (până la 0,1 la sută), iar în absența acestuia modificarea de ritm ar fi fost probabil marginală, comportament specific perioadelor cu recoltă peste medie și prețuri scăzute ale materiilor prime agricole.

În contextul menținerii unui deficit semnificativ de cerere, variațiile anuale ale celorlalte componente ale inflației de bază CORE2 ajustat (prețurile serviciilor de piață și ale bunurilor nealimentare) s-au modificat marginal comparativ cu sfârșitul trimestrului II. Decizia operatorilor economici de ajustare modică a prețurilor a fost favorizată și de evoluția relativ stabilă a cursului de schimb al monedei naționale față de euro și, respectiv, de absența presiunilor din partea prețurilor externe¹, în condițiile revenirii lente a economiilor din zona euro.

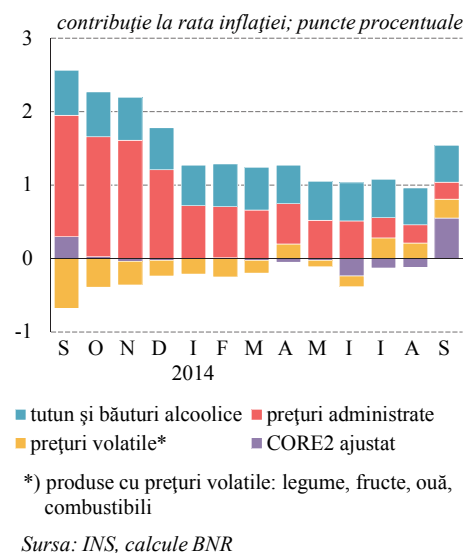
Un alt factor cu acțiune persistentă care a contribuit pe parcursul ultimului an la atingerea unor valori reduse ale inflației de bază CORE2 ajustat este reprezentat de îmbunătățirea continuă a așteptărilor privind inflația. Astfel, anticipațiile companiilor din industrie, construcții, comerț și servicii, precum și cele ale consumatorilor s-au ameliorat în trimestrul III comparativ cu

¹ Aproximate prin prețurile pentru piața externă ale producătorilor industriali de bunuri de consum din UE-15.

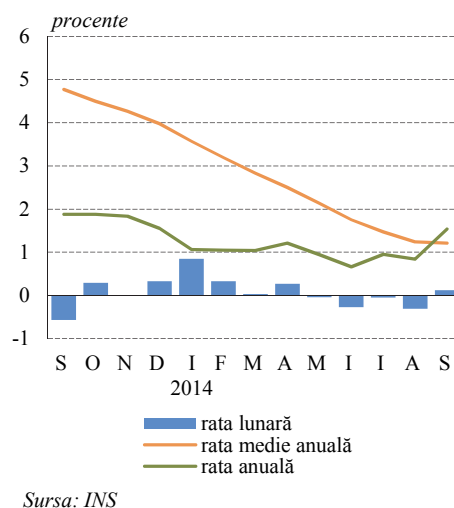
Evoluția inflației



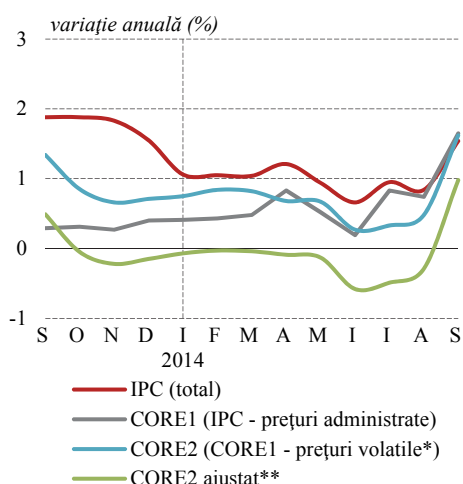
Rata anuală a inflației



Rata inflației



Inflația totală și inflația de bază (CORE)

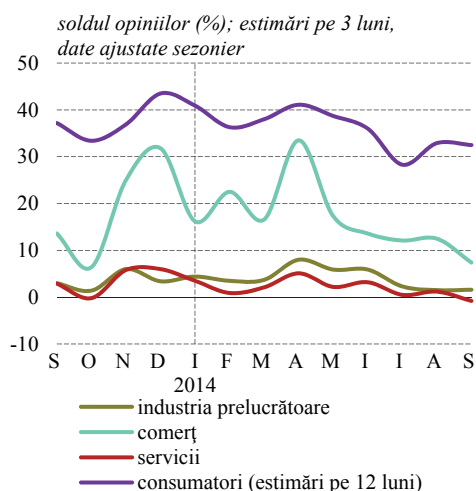


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

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

Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN

media lunilor mai-iunie 2014, creșterile din luna aprilie, asociate majorării accizei la carburanți, dovedindu-se a fi temporare. Pe o traiectorie descendentă s-a plasat și rata anuală a inflației anticipate de analiștii bancari, nivelul indicat pentru finalul anului curent coborând în apropierea țintei anuale a băncii centrale.

În cadrul componentelor exogene, la creșterea ratei anuale a inflației au contribuit în trimestrul III doar prețurile volatile, a căror dinamică anuală a reintrat în teritoriu pozitiv (de la -1,1 la sută în iunie la 1,7 la sută în luna septembrie), exclusiv pe seama componentei alimentare (+7,1 puncte procentuale, până la -0,6 la sută). Evoluția acestui ultim segment a fost marcată, pe de o parte, de obținerea unei producții agricole comparabile cu cea din anul 2013, ceea ce a condus la dispariția efectelor de bază favorabile din intervalul anterior, iar, pe de altă parte, de incidența unor șocuri tranzitorii și de sens contrar la nivelul importurilor de fructe (restrângerea semnificativă a ofertei pentru un tip dominant de citrice și, respectiv, reorientarea către România a exporturilor de fructe și legume ale unor state europene afectate de restricțiile impuse de Rusia la începutul lunii august). În ceea ce privește rata anuală de creștere a prețurilor combustibililor, aceasta s-a diminuat cu 1,2 puncte procentuale, până la 3,6 la sută, în corelație cu scăderea prețului de import al petrolului Brent².

Dinamica anuală a prețurilor administrate s-a comprimat în trimestrul III cu încă 1,5 puncte procentuale, atingând în luna septembrie 1,1 la sută. Traiectoria descrescătoare a fost determinată, în principal, de manifestarea unui efect de bază favorabil la nivelul tarifelor gazelor naturale, noua etapă de liberalizare a pieței reglementate din luna iulie 2014 implicând o creștere lunară ce a reprezentat numai o treime din majorarea aplicată în iulie 2013. În același sens au acționat tarifele pentru serviciile comunale, creșterile lunare ale acestora fiind modeste comparativ cu experiența anilor precedenți³.

O dezinflație marginală a fost vizibilă și în cazul produselor din tutun și al băuturilor alcoolice (-0,4 puncte procentuale), aceasta rămânând totuși grupa cu cea mai ridicată rată anuală de creștere (6,4 la sută, nivel care reflectă în proporție de 80 la sută etapele de majorare a accizelor din acest an).

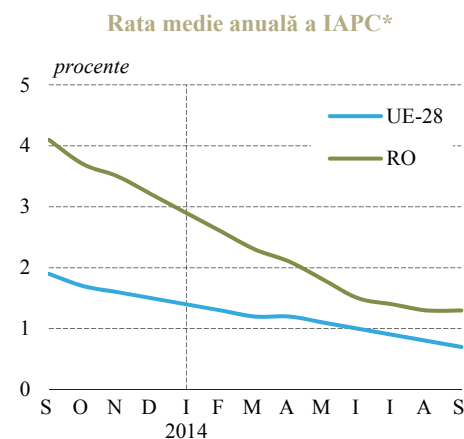
La finele trimestrului III, rata medie anuală a IAPC continua să înregistreze o valoare compatibilă cu îndeplinirea criteriului de

² Cotația petrolului Brent a scăzut de la 111,9 USD/baril în luna iunie 2014 la 98,9 USD/baril în luna septembrie, minimul ultimilor doi ani, pe fondul majorării importante a producției din bazinele Oceanului Atlantic și din Asia, al cererii slabe, dar și al aprecierii semnificative a dolarului SUA (Sursa: rapoartele lunare ale OPEC).

³ În intervalul ianuarie-septembrie 2014 creșterea cumulată a componentei „apă, canal, salubritate” a reprezentat doar o treime din creșterea cumulată medie a primelor nouă luni ale anilor 2009-2013.

convergență nominală referitor la stabilitatea prețurilor: 1,3 la sută, în scădere cu 0,2 puncte procentuale față de iunie 2014. În același timp, ecartul față de nivelul mediu al inflației în Uniunea Europeană s-a menținut relativ nemodificat, la 0,6 puncte procentuale.

Rata anuală efectivă a inflației înregistrate în luna septembrie 2014 s-a situat cu 0,5 puncte procentuale sub cea prognozată în ediția din luna august a Raportului asupra inflației. Decalajul s-a datorat în esență scăderii peste așteptări a prețurilor la legume și fructe, în contextul suplimentării neanticipate a ofertei interne cu importuri din unele state membre afectate de embargoul introdus de Rusia și, în măsură mai mică, reducerii ample a cotațiilor internaționale ale petrolului spre finele perioadei.



*) 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 II 2014, PIB real și-a temperat rata de creștere până la 1,2 la sută (mai puțin de o treime din dinamica înregistrată în ianuarie-martie), restrângerea trimestrială a activității economice pe parcursul perioadei analizate (-0,9 la sută) fiind sensibil mai accentuată decât cea raportată pentru primele trei luni ale anului curent (-0,1 la sută)¹.

Din perspectiva cererii, principala contribuție a venit frânării puternice a dinamicii absorbției interne (de la +2,8 la sută în trimestrul I la +0,1 la sută), contribuția dominantă aparținând scăderii pronunțate a cererii de investiții – până la -12,6 la sută, cea mai severă contracție de volum din ultimii patru ani. O influență în același sens, dar de amplitudine mult mai scăzută, s-a observat și din partea consumului final, al cărui ritm de creștere s-a atenuat cu 0,1 puncte procentuale (până la +4 la sută în intervalul analizat). Cererea externă netă și-a reluat poziția de factor motor al creșterii economice, aportul înregistrat în trimestrul II fiind de 1,1 puncte procentuale (asemănător celui din primele trei luni ale anului).

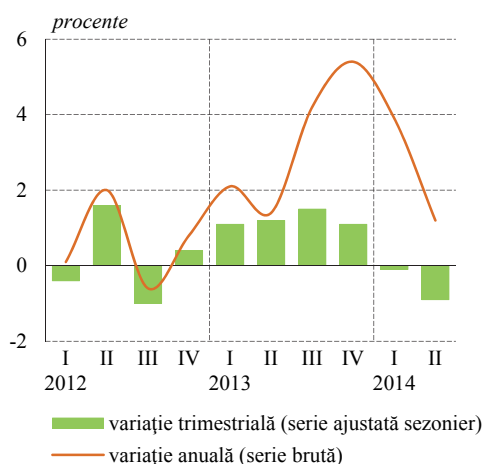
1.1. Cererea

Încetinirea marginală a ratei de creștere a cererii de consum a fost rezultanta evoluției divergente a principalelor componente – frânarea consumului privat, contrabalansată aproape în întregime de puternica inversare a traiectoriei aferente consumului final guvernamental (+21 la sută față de -5,1 la sută în trimestrul I). Consumul final al populației și-a redus aproape la jumătate viteza de creștere (până la 2,6 la sută), în principal ca urmare a accentuării declinului componentelor corelate cu evoluția producției agricole², condițiile climaterice nefavorabile din perioada analizată (ploi abundente, temperaturi relativ scăzute) determinând întâzieri în recoltare. În ceea ce privește achizițiile de bunuri și servicii din rețeaua comercială cu amănuntul, dinamica anuală a rămas relativ înaltă, evoluție susținută atât de creșterea (moderată) a venitului disponibil (o contribuție revenind, și în trimestrul II, accelerării dezinflației), cât și de menținerea dinamicii alerte a fluxului real al creditelor de consum (peste 50 la sută), sub influența reducerii

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.

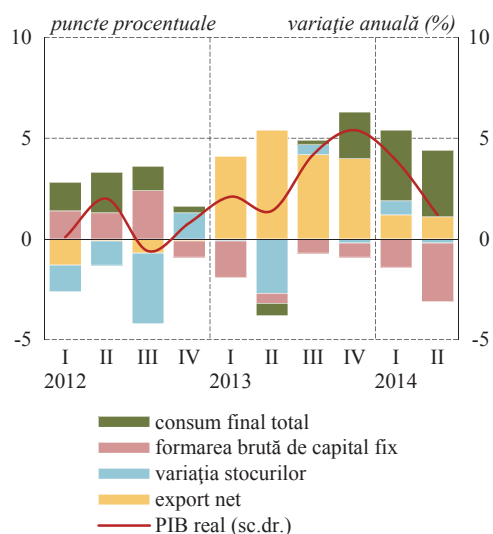
² Autoconsum, cumpărări de pe piața țărănească, industrie casnică.

Produsul Intern Brut real



Sursa: INS

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

în continuare a costului creditelor noi. Extinderea achizițiilor din rețeaua comercială a fost localizată îndeosebi pe segmentele produselor electrocasnice și de uz curent (ratele anuale de creștere pentru aceste două categorii de mărfuri au marcat totuși ușoare decelerări comparativ cu trimestrul I), precum și pe segmentul autovehiculelor, a cărui redresare (+5,4 la sută față de -1,3 la sută) a fost antrenată de reluarea programului de reînnoire a parcului auto în prima parte a lunii aprilie (în anul precedent, demararea acestuia s-a produs în luna iunie).

Deficitul bugetului general consolidat din trimestrul II a fost marginal superior celui consemnat în aceeași perioadă a anului precedent (2 546 milioane lei³, față de 2 440 milioane lei, echivalând cu 0,4 la sută din PIB⁴), după ce în primele trei luni ale anului 2014 execuția bugetară se încheiase cu un deficit semnificativ inferior celui din trimestrul I 2013. Modificarea *pattern*-ului execuției bugetare s-a datorat inversării dinamicii anuale a cheltuielilor bugetare totale (la 1,3 la sută⁵, de la -3,9 la sută în trimestrul precedent), în principal sub impactul majorării cheltuielilor cu dobânzile (+16 la sută, față de -21,2 la sută) și al atenuării contracției cheltuielilor de capital (la -17,7 la sută, de la -49 la sută). Aceștia li s-a asociat amplificarea variației anuale pozitive a cheltuielilor cu bunurile și serviciile (la 6,1 la sută, de la 2,9 la sută), cu subvențiile (3,2 la sută, de la -15 la sută), precum și a celor de personal (la 3,3 la sută, de la 1,5 la sută). În același sens a acționat diminuarea ratei anuale de creștere a veniturilor bugetare (la 1,2 la sută, de la 2,7 la sută), atribuibilă cvasiexclusiv unui efect statistic de bază nefavorabil⁶. Influența acestuia a fost compensată în mare parte de: (i) revenirea în teritoriul pozitiv a dinamicii încasărilor din TVA (la 3,3 la sută, de la -1,5 la sută) și din impozitul pe salarii și venit (la 4 la sută, de la -4,5 la sută), precum și de (ii) accelerarea ritmului de creștere a veniturilor din impozitele și taxele pe proprietate (94,7 la sută, față de 12,2 la sută – în contextul unei colectări peste nivelul prognozat a impozitului pe construcții), din contribuțiile de asigurări (5,7 la sută, față de 3,3 la sută) și din impozitul pe profit (17,1 la sută, față de 6,9 la sută).

Accentuarea traiectoriei descendente a formării brute de capital fix a fost imprimată de achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții publice), volumul acestora scăzând cu 16,1 la sută, după ce în trimestrul I contracția fusese de aproape 11 la sută; posibile explicații sunt asociate

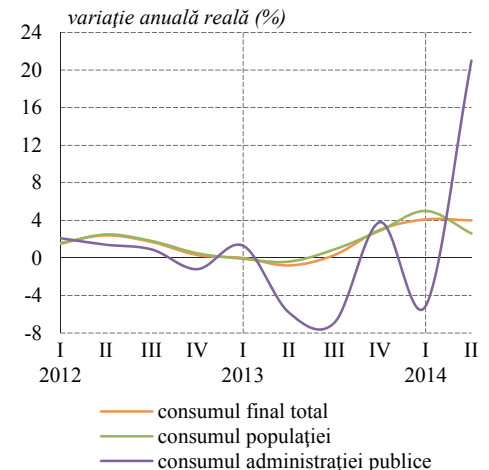
³ Pentru analiză, au fost utilizate datele operative și nivelul PIB nominal pentru anul 2014 publicate de MFP în cadrul execuției bugetare aferente lunii iunie 2014.

⁴ Corespunzător unui surplus primar de 0,2 la sută din PIB.

⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

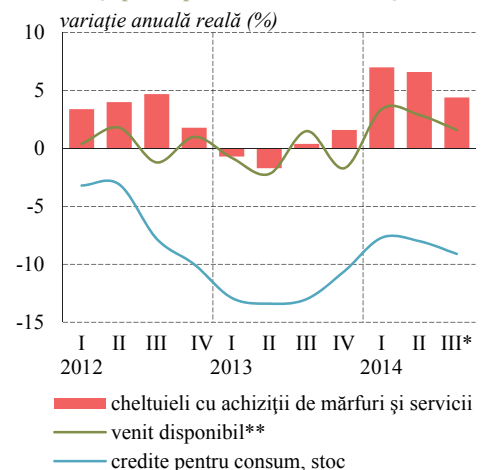
⁶ Asociat încasărilor semnificative din taxele de licență pentru acordarea drepturilor de utilizare a frecvențelor radio, consemnate în luna iunie 2013.

Consumul final efectiv



Sursa: INS

Consumul populației și principalele surse de finanțare

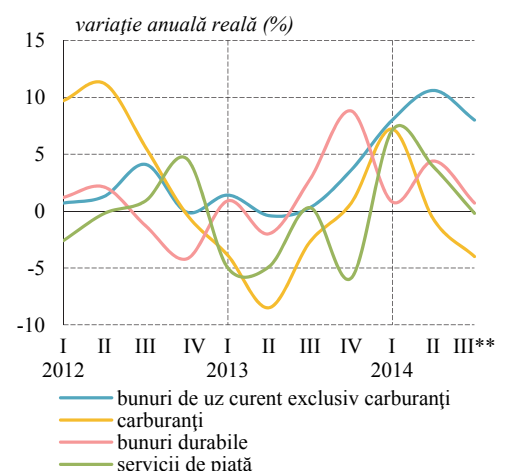


*) iul.-aug.

***) resurse bănești, cu excepția celor împrumutate

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

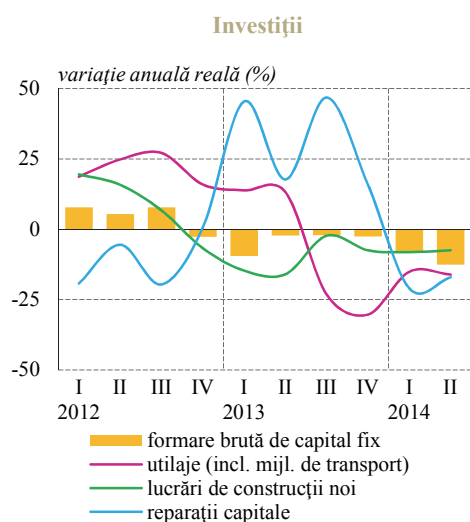
Achiziții de mărfuri și servicii*



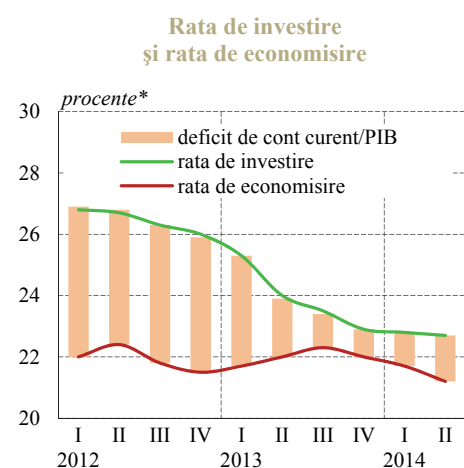
*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

***) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR



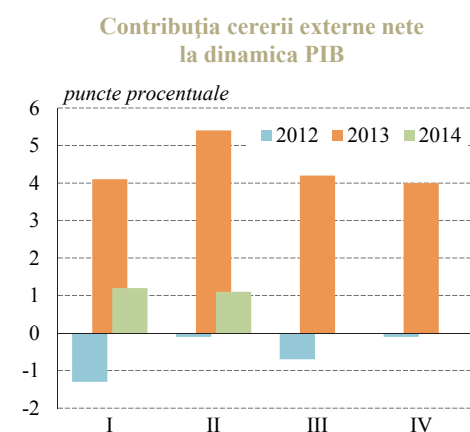
Sursa: INS, calcule BNR



*) 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

cheltuielilor mai mari impuse firmelor de impozitul pe construcții speciale și amânării unor proiecte de investiții până la intrarea în vigoare (la 1 iulie 2014) a legislației referitoare la scutirea de impozit pe profitul reinvestit. În ceea ce privește investițiile în construcții, volumul lucrărilor a înregistrat o nouă restrângere atât pe segmentul obiectivelor noi, cât și pe cel al reparațiilor capitale, scăderea cumulată având o amplitudine asemănătoare celei din primele trei luni ale anului (circa -9 la sută). Cea mai amplă contracție s-a produs în cazul investițiilor publice, datele privind execuția bugetară în semestrul I indicând o diminuare cu peste 30 la sută în termeni anuali a volumului cheltuielilor de capital. Variații reale pozitive s-au observat, în continuare, doar la nivelul unor componente cu pondere relativ scăzută în valoarea totală a acumulărilor de capital – achizițiile în sistem *leasing* și „alte investiții”⁷ (în primul caz, valoarea în euro a contractelor încheiate a crescut cu 16,6 la sută, iar în cel de-al doilea, creșterea a depășit 20 la sută).

Exporturile de bunuri și servicii și-au menținut tendința ascendentă, însă avansul înregistrat în trimestrul II (+7,3 la sută) a reprezentat mai puțin de jumătate din cel aferent primelor trei luni ale anului. În ceea ce privește tranzacțiile comerciale, decelerări de ritm s-au produs atât în cazul livrărilor către țările UE, în corelație cu încetinirea ușoară a creșterii economice la nivelul acestei regiuni, cât mai ales în cel al exporturilor pe piețele extra-comunitare, care și-au redus dinamica reală la un sfert din cea consemnată în primul trimestru (până la 4 la sută). Din perspectiva structurii pe categorii de mărfuri, contribuția cea mai importantă la atenuarea traiectoriei crescătoare a exporturilor a revenit produselor petroliere (+29 la sută față de +55 la sută în trimestrul I, variații valorice), în condițiile în care cererea din partea unor piețe importante fie și-a temperat creșterea (Turcia), fie și-a inversat traiectoria (Bulgaria și Ucraina). Un avans mai lent a consemnat, de asemenea, valoarea exporturilor de mașini, echipamente și mijloace de transport (+9,2 la sută față de +10,4 la sută), în special în cazul livrărilor auto și de echipamente electrice – cererea de autovehicule a înregistrat evoluții divergente la nivelul principalilor parteneri, efectul pozitiv al consolidării pozițiilor deținute de producătorii locali pe piețele din Germania, Franța și Rusia fiind erodat de reducerea vânzărilor în Maroc, Algeria (în contextul transferului parțial al producției de autoturisme Sandero la Tanger începând cu luna iulie) și Marea Britanie. Decelerările în termeni reali la nivelul cererii externe și al absorbției interne au antrenat o frânare semnificativă a dinamicii importurilor de bunuri și servicii (de la 13 la 4,8 la sută). Evoluția s-a datorat achizițiilor de pe piețele UE (creștere a volumului fizic de 2,8 la sută, față de 7,9 la sută în trimestrul I), în timp ce importurile

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

din zona extracomunitară s-au menținut deosebit de alerte (circa 18 la sută). Pe relația UE, încetiniri de ritm au consemnat importurile de echipamente electrice și mecanice, dar și de produse chimice și metalurgice (creșteri valorice cuprinse între 0,8 și 6,4 la sută); o contribuție în același sens a revenit și declinului mai pronunțat al achizițiilor de produse energetice (până la -36 la sută). În ceea ce privește importurile din afara UE, ponderea produselor energetice s-a diminuat cu peste 6 puncte procentuale (ajungând la 28,5 la sută din valoarea totală a importurilor), consolidări de poziție observându-se în special la nivelul produselor metalurgice, al echipamentelor mecanice și al produselor electronice.

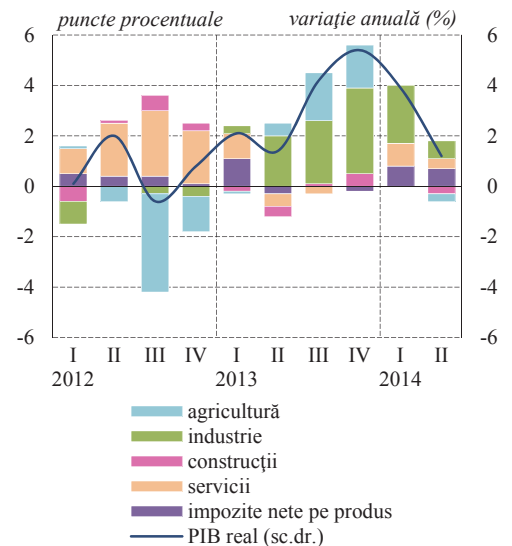
1.2. Oferta

În trimestrul II 2014, toate sectoarele economice au înregistrat performanțe inferioare celor din intervalul ianuarie-martie, constând fie în frânări ale ratelor anuale de creștere (industria și serviciile), fie în contracții ale volumului de activitate (agricultura și construcțiile). În consecință, dinamica reală a valorii adăugate brute la nivel național a fost modestă comparativ cu cea înregistrată în perioada anterioară (+0,6 față de +3,7 la sută), contribuția acesteia la creșterea PIB real fiind de altfel depășită de cea a impozitelor nete pe produs – după inversarea puternică a traiectoriei consemnate de această poziție în trimestrul I, ca urmare a majorării cu 4,8 la sută a cursului de referință utilizat în 2014 pentru calculul valorii în lei a accizelor, impozitele nete pe produs s-au majorat din nou cu peste 5 la sută, în urma introducerii accizei suplimentare de 7 eurocenți per litru, aplicată carburanților.

Sectorul economic cu aportul cel mai consistent la creșterea economică din trimestrul II a fost industria (+0,7 puncte procentuale). Comparativ cu trimestrul I, pierderea de ritm a fost însă semnificativă, VAB majorându-se cu numai 2,1 la sută (comparativ cu 8 la sută), în condițiile decelerării ratei anuale de creștere a vânzărilor atât pe piața locală, cât și pe cea externă⁸. În structură, singura grupă de mărfuri care și-a intensificat viteza de creștere a fost cea a bunurilor de uz curent (până la 7,3 la sută, acumulări de ritm înregistrând producția industriei ușoare și alimentare). Această evoluție a fost însă insuficientă pentru a contrabalansa frânările de ritm consemnate de (i) producția de bunuri de folosință îndelungată, inclusiv de mijloace de transport rutier, precum și de (ii) producția de bunuri intermediare (decelerări localizate îndeosebi la nivelul ramurilor de prelucrare a țiteiului, de fabricare a produselor din cauciuc și mase plastice, dublate de întreruperi ale creșterii activității industriei chimice și metalurgice).

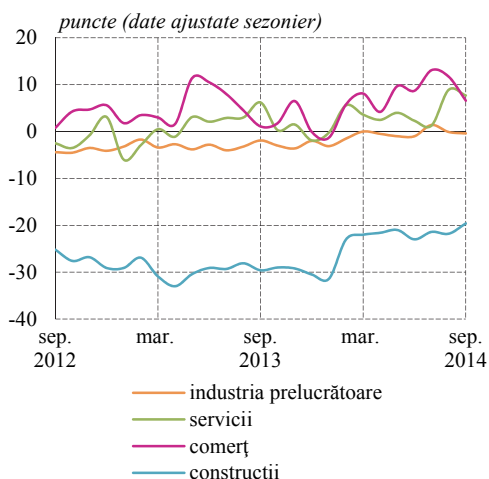
⁸ Aceste traiectorii sunt sugerate de evoluția volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale – în cazul celei destinate pieței interne, trimestrul II a marcat o reducere cu 3,6 puncte procentuale a dinamicii anuale (până la +5,2 la sută), iar în cazul celei destinate pieței externe, dinamica anuală s-a înjumătățit (până la +10,8 la sută).

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



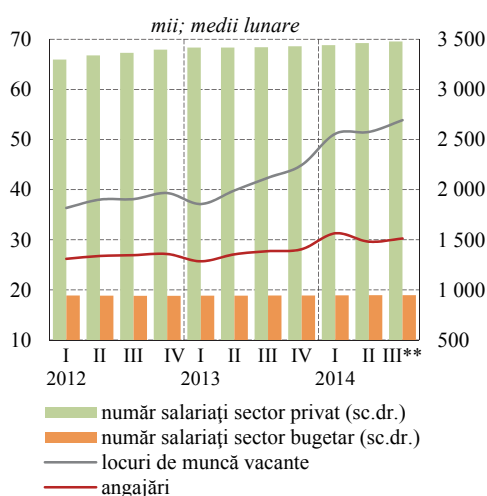
Sursa: CE-DG ECFIN

O atenuare a dinamicii anuale a consemnat și VAB aferentă sectorului „servicii” (+0,8 la sută, mai puțin de jumătate din avansul trimestrului I), în condițiile în care principala poziție – care reunește activitățile de comerț cu amănuntul și cu ridicata, hoteluri și restaurante, servicii de transport – și-a inversat traiectoria, restrângându-se cu 3,9 la sută (după ce în perioada precedentă VAB se majorase cu 5,2 la sută). Deși achizițiile de bunuri și servicii efectuate de populație, cumulate cu vânzările auto cu ridicata, și-au menținut ritmul alert de creștere, influența favorabilă a acestora a fost erodată de întreruperea tendinței ascendente a valorii cifrei de afaceri din comerțul cu ridicata exclusiv auto și, posibil, de contracția mai pronunțată a serviciilor de transport de mărfuri, în corelație cu evoluțiile mai modeste înregistrate de industrie, construcții și agricultură comparativ cu primele trei luni ale anului. Singura dintre componentele sectorului „servicii” care a înregistrat o îmbunătățire vizibilă a rezultatelor în trimestrul II a fost segmentul IT&C – accelerare a ritmului anual de creștere a VAB pentru al patrulea trimestru consecutiv (până la 9,8 la sută), evoluție care confirmă estimările formulate pentru anul curent de principalii operatori din piață cu privire la accentuarea preferinței consumatorilor pentru servicii de internet mobil în detrimentul serviciilor de voce.

Contribuțiile pozitive ale industriei și serviciilor asupra dinamicii PIB real au fost estomate de scăderile de 7,6 și respectiv 5,4 la sută ale VAB din agricultură și construcții, care au erodat astfel cu câte 0,3 puncte procentuale creșterea economică din trimestrul II.

2. Piața muncii

Măsuri ale cererii de forță de muncă*



*) date ajustate sezonier

**) iul.-aug.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Lunile iunie-august 2014 au marcat o ușoară ameliorare a condițiilor pe piața muncii⁹, constând în ritmuri pozitive ale absorbției de forță de muncă, dar de o intensitate redusă, evoluții moderate fiind anticipate și pentru finalul anului 2014. Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut pe economie a urcat la 5,2 la sută, sub impactul unei noi etape de majorare a salariului minim reglementat, măsură resimțită predominant la nivelul sectorului bugetar. În industrie, încetinirea creșterii productivității muncii a condus la o accelerare a dinamicii anuale a costurilor unitare cu forța de muncă în perioada iulie-august 2014.

Tendința ascendentă a efectivului salariaților din economie a continuat într-un ritm lent și în perioada iunie-august 2014, în pofida creșterii oportunităților de angajare, reflectate de evoluția locurilor de muncă vacante. O posibilă explicație rezidă în neconcordanța pregătirii candidaților cu cerințele solicitate de angajatori, în condițiile scăderii severe, în ultimii ani, a numărului absolvenților

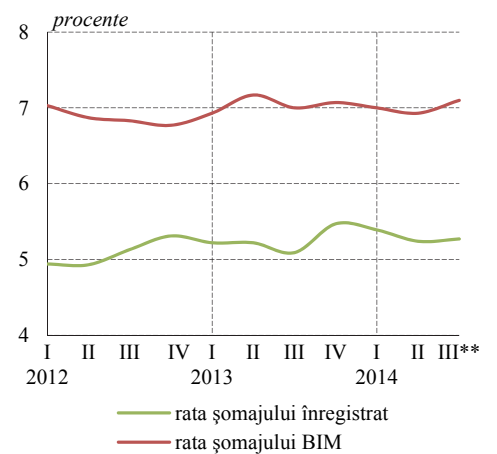
⁹ Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

de școli profesionale și ale extinderii activităților cu profil tehnic. Și de această dată, sectorul privat a fost cel care a imprimat traiectoria numărului salariaților, recrutări nete consemnând îndeosebi serviciile de piață (IT&C, servicii administrative și suport, activități hoteliere), în timp ce în industrie se observă o încetinire, iar dimensiunea sectorului bugetar a rămas practic nemodificată. Pentru finalul anului 2014, perspectivele privind piața muncii¹⁰ sunt, pe ansamblu, moderate, optimismul operatorilor din comerț contrastând cu prudența dominantă în celelalte sectoare, îndeosebi în construcții și servicii. În perioada recentă se remarcă totuși o creștere a volatilității așteptărilor companiilor privind viitoarele angajări, reflectând un grad de incertitudine mai ridicat. În privința ofertei excedentare de forță de muncă, cei doi indicatori ai șomajului sugerează o relativă stabilizare în jurul valorilor de 5,2-5,3 la sută (rata șomajului înregistrat) și respectiv 7 la sută (rata șomajului BIM¹¹).

Conform așteptărilor, intervalul iunie-august 2014 a fost marcat de o ușoară intensificare a ritmului anual de creștere a câștigului salarial nominal mediu brut, până la 5,2 la sută (+0,3 puncte procentuale comparativ cu martie-mai 2014), sub influența intrării în vigoare în luna iulie a celei de-a doua etape din anul 2014 de majorare a salariului minim brut pe economie. Această dinamizare s-a datorat evoluției din sectorul bugetar, în care ritmul anual a urcat cu 1 punct procentual, până la 2,5 la sută. În sectorul privat nu au apărut modificări ale variației anuale (5,9 la sută), posibil ca urmare a volumului mai redus de prime acordate și/sau a unui calendar diferit de acordare a acestora comparativ cu anul precedent; de altfel, în cadrul acestui sector, evoluțiile au fost eterogene, în condițiile în care dinamica anuală a câștigurilor salariale s-a atenuat în industrie, și-a redus valoarea negativă în construcții și a rămas relativ constantă în serviciile de piață.

Costurile unitare cu forța de muncă în industrie au revenit ulterior lunii aprilie la rate anuale negative, în linie cu așteptările prezentate în Raportul asupra inflației anterior (-0,8 la sută pe ansamblul trimestrului II). Intervalul iulie-august a consemnat însă o nouă deteriorare (+4,3 la sută), determinată și de această dată în principal de atenuarea ritmului de creștere a productivității muncii în industria prelucrătoare, o tendință similară conturându-se și în industria energetică. La nivelul ramurilor manufacturiere, accelerări pronunțate ale dinamicilor costurilor unitare cu forța de muncă s-au observat în industria alimentară, confecții, fabricarea altor produse minerale, industria mobilei, precum și în industria

Rata șomajului*

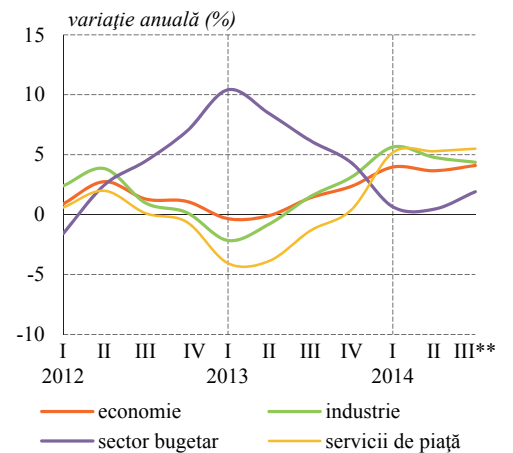


*) date ajustate sezonier

**) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*

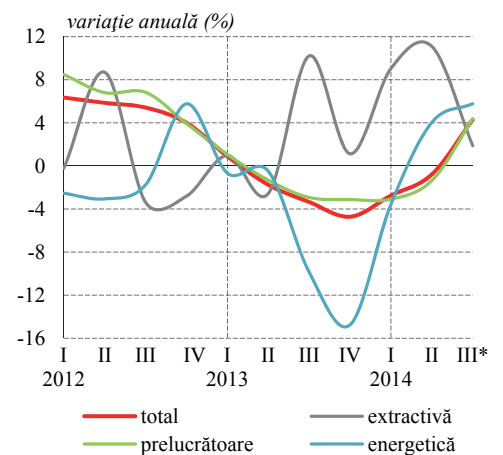


*) deflatat cu IPC

**) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



*) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

¹⁰ Conform sondajelor realizate de DG ECFIN/INS și Manpower.

¹¹ Recalculată pe baza populației rezidente la 1 ianuarie 2014.

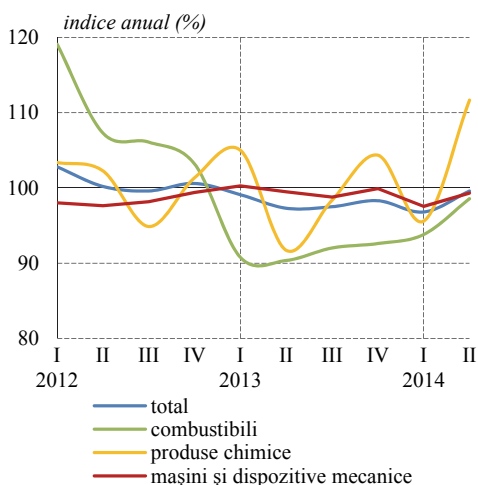
auto¹² și ramurile conexe. Impactul acestor evoluții asupra mediei a fost însă atenuat de scăderile costurilor unitare din industria de prelucrare a țițeiului, chimie, metalurgie. Având în vedere evoluțiile recente, este esențială corelarea creșterii salariilor cu cea a productivității muncii pentru menținerea competitivității externe și consolidarea stabilității prețurilor.

Considerând factorii de natura cererii cu impact asupra ratei inflației, dinamica anuală a venitului disponibil real a continuat să fie pozitivă în perioada analizată, dar s-a înscris pe o pantă descendentă (de la 3,4 la sută în trimestrul I 2014 la 2,9 la sută în trimestrul II și 1,6 la sută în intervalul iulie-august). Evoluția a fost imprimată de creșterile reale în termeni anuali ale surselor interne, respectiv câștigurile salariale nete și veniturile din asistența socială, care au compensat parțial diminuarea severă a transferurilor din străinătate.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul II 2014, presiunile dezinflaționiste din partea prețurilor de import, precum și a celor ale producției industriale și agricole s-au temperat, în urma creșterii prețului energiei electrice, în paralel cu majorarea cotațiilor țițeiului și ale metalelor pe piețele internaționale. Pentru trimestrul III, producția agricolă abundentă și dispariția presiunilor asupra prețului petrolului sugerează temperări ale dinamicii prețurilor de import și a celor de producție.

Surse ale evoluției ascendente a valorii unitare a importurilor în T2 2014



Sursa: INS, calcule BNR

În perioada aprilie-iunie 2014, contribuția favorabilă a prețurilor bunurilor importate la temperarea dinamicii anuale a prețurilor de consum s-a diminuat, indicii valorii unitare a importurilor urcând până la 99,6 la sută comparativ cu perioada similară a anului precedent, de la 96,8 la sută în trimestrul I. Influența acestei tendințe asupra ratei anuale de creștere a prețurilor interne a fost însă atenuată de comportamentul cursului de schimb al monedei naționale, ritmul deprecierei față de euro reducându-se sensibil în termeni anuali, concomitent cu accentuarea aprecierii față de dolarul SUA.

Dintre bunurile cu o pondere importantă în coșul de consum, cele alimentare și produsele vegetale au înregistrat atenuări ușoare ale ritmurilor de scădere a prețurilor, ca urmare a incertitudinilor privind recolta acestui an, generate de condițiile meteorologice din SUA și unele țări din vestul Europei. În rândul bunurilor de

¹² Restrângerea producției care a determinat în primele două luni ale trimestrului III deteriorarea severă a costurilor unitare cu forța de muncă în sectorul auto s-a datorat cu precădere unui factor conjunctural (intrarea uzinei Ford în revizie tehnică la sfârșitul lunii iulie), chiar dacă scăderea cererii pentru monovolumele de clasă mică la nivel european a condus la o încetinire, în termeni anuali, a activității pe tot parcursul anului 2014.

consum nealimentare, indicele valorii unitare a combustibililor și-a temperat cu aproape 5 puncte procentuale viteza de scădere, izbucnirea unor noi tensiuni în Orientul Mijlociu conducând la creșterea cotațiilor petrolului în a doua jumătate a trimestrului.

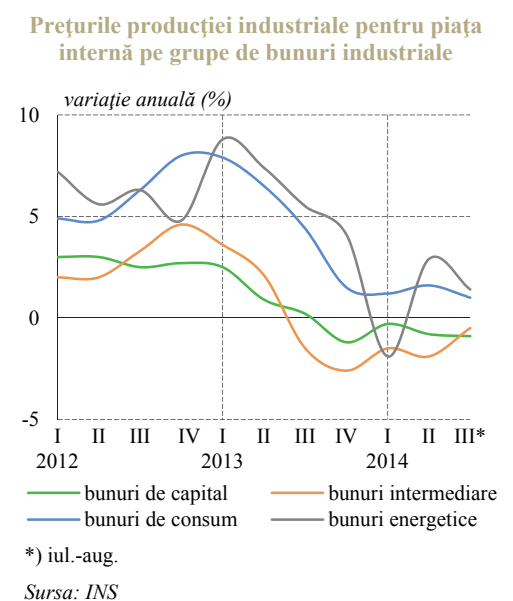
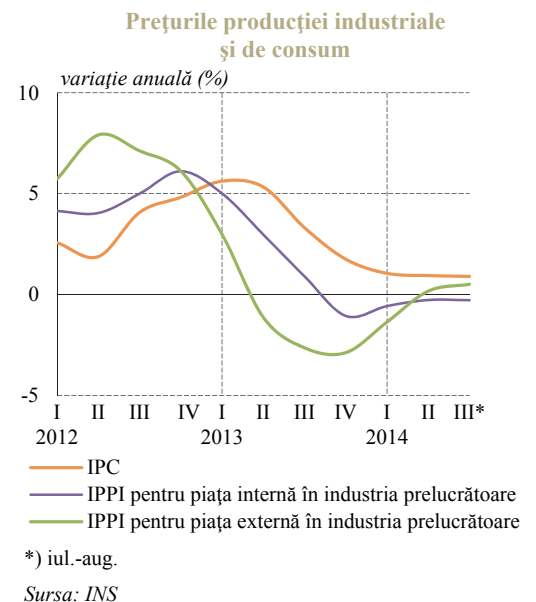
Această ultimă evoluție a imprimat, de altfel, o tendință ascendentă comparativ cu primul trimestru al anului și indicilor valorii unitare pentru importurile de bunuri intermediare, cu o contribuție notabilă din partea produselor chimice ale căror prețuri externe s-au situat cu 11,7 la sută peste nivelul din perioada similară a anului 2013 (în contrast cu o scădere cu 4,4 la sută în trimestrul I). Indici ai valorii unitare superiori celor din perioada anterioară de analiză s-au observat și în cadrul bunurilor de capital, principalele grupe componente (dispozitive mecanice și mijloace de transport) înregistrând totuși în continuare prețuri de import ușor mai scăzute sau similare celor din trimestrul II al anului trecut.

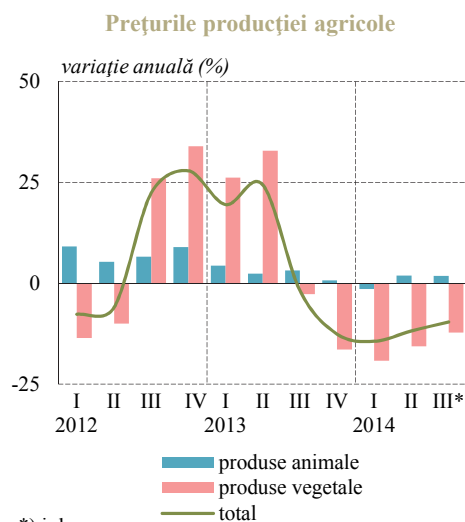
În ceea ce privește dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă, aceasta a revenit în teritoriu pozitiv în trimestrul II 2014 (+1,6 puncte procentuale, până la 0,8 la sută), evoluția datorându-se în special segmentului bunurilor energetice. În același sens au acționat bunurile de consum, însă contribuția acestora a fost marginală. În schimb, prețurile bunurilor intermediare și de capital și-au accelerat scăderea, ritmurile anuale ale acestora coborând la -1,9 la sută și respectiv -0,8 la sută, în parte datorită evoluției favorabile a cursului de schimb al monedei naționale.

În cadrul bunurilor energetice s-au remarcat accelerările de ritm de peste 5 puncte procentuale înregistrate pe segmentul prelucrării hidrocarburilor (până la -1,1 la sută în termeni anuali) și al producției și furnizării energiei electrice și termice (până la 2,1 la sută); acțiune determinantă au avut, în primul caz, creșterea cotațiilor internaționale ale țițeiului, iar în cel de-al doilea, majorarea prețului energiei electrice pe piața liberă și, posibil, impactul costurilor cu taxa pe construcții speciale.

O ușoară majorare a consemnat și dinamica anuală a prețurilor bunurilor de consum (+0,4 puncte procentuale, până la 1,6 la sută), în condițiile unei noi încetiniri a declinului prețurilor de producție din industria alimentară, pe fondul creșterii moderate a prețurilor materiilor prime agricole și, posibil, al încorporării treptate a impactului majorării accizei la combustibili începând cu 1 aprilie 2014.

Pe segmentul bunurilor intermediare, la accentuarea deflației observate pe parcursul trimestrului II 2014 (-0,4 puncte procentuale, până la -1,9 la sută) au contribuit decisiv industria metalurgică, industria chimică și industria materialelor de construcții, factori





semnificativi de influență fiind reducerea costurilor asociate schemei de sprijin al producției de energie regenerabilă¹³ și evoluția cererii interne.

În cazul prețurilor producției agricole, variația anuală s-a menținut pronunțat negativă și în trimestrul II 2014 (-11,8 la sută), chiar dacă s-a atenuat ușor comparativ cu trimestrul anterior. Tendința ușor ascendentă a fost vizibilă la nivelul ambelor componente, incertitudinile referitoare la recolta anului curent (nu numai pe plan intern, dar și la nivelul unor mari producători externi) punându-și amprenta atât asupra prețurilor produselor vegetale, cât și asupra prețurilor produselor de origine animală, prin intermediul costului furajelor.

În contextul materializării unei recolte abundente, similare celei obținute în anul 2013, precum și al unui exces de ofertă generat pe piața internă de importurile mai mari de fructe și legume din țările europene afectate de restricțiile impuse de Rusia, prețurile producției agricole vor continua să înregistreze dinamici anuale negative. În ceea ce privește prețurile producției industriale, este de așteptat ca ritmurile anuale modeste din lunile iulie-august să caracterizeze întregul trimestru, scăderea cotațiilor petrolului pe fondul producției sporite a SUA și al cererii anemice la nivel global compensând influența prețurilor în creștere pe piețele externe ale metalelor și impactul tendinței de apreciere a dolarului SUA.

¹³ În condițiile în care ANRE a redus în luna martie cota de energie electrică produsă din surse regenerabile care beneficiază de sistemul de promovare prin certificate verzi (de la nivelul de 15 la sută din consumul final stipulat inițial pentru anul 2014 la 11,1 la sută).

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În trimestrul III 2014, banca centrală a efectuat două scăderi consecutive ale ratei dobânzii de politică monetară, de câte 0,25 puncte procentuale¹, nivelul acesteia fiind astfel coborât la 3,0 la sută. În același timp, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea la 10 la sută a ratei RMO aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit (de la 12 la sută²) și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară (la $\pm 2,75$ puncte procentuale), prezervând totodată gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. Măsurile au vizat continuarea ajustării conduitei politicii monetare din perspectiva asigurării ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu în linie cu ținta staționară, concomitent cu revigorarea sustenabilă a procesului de creditare, precum și îmbunătățirea funcționării mecanismului de transmisie monetară.

Decizia de reluare a ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din luna august 2014, a avut ca argument major perspectiva consolidării pe termen mediu a traiectoriei relativ mai joase pe care s-a plasat rata anuală a inflației în cursul celui de-al doilea trimestru³. Astfel, potrivit proiecției actualizate a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, rata anuală a inflației era așteptată să se situeze pe un palier sensibil inferior celui prognozat anterior⁴, în special în prima jumătate a orizontului proiecției⁵, de-a lungul căreia valorile previzionate ale acesteia se mențineau sub punctul central al țintei staționare, în pofida corecției ascendente pe care o consemnau în luna septembrie 2014 ca urmare a epuizării influenței tranzitorii a reducerii cotei TVA pentru unele produse de panificație. Semnificativa modificare a perspectivei inflației în raport cu exercițiul trimestrial din luna mai 2014 decurgea din revizuirea descendentă a prognozelor cvasitotalității componentelor sale, cele mai importante contribuții

¹ Rata dobânzii de politică monetară a fost diminuată la 3,5 la sută în luna februarie 2014 și menținută apoi la acest nivel.

² Măsura a intrat în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 octombrie – 23 noiembrie 2014.

³ Rata anuală a inflației a coborât în luna mai 2014 la 0,94 la sută (de la 1,21 la sută în aprilie), iar în iunie a atins 0,66 la sută – nivel reprezentând un nou minim istoric al ultimilor 24 de ani.

⁴ Raportul asupra inflației din luna mai 2014.

⁵ Valorile prognozate ale ratei anuale a inflației pentru finele anilor 2014 și 2015 se situau la 2,2, respectiv 3,0 la sută, ele fiind inferioare cu 1,1, respectiv 0,3 puncte procentuale celor previzionate anterior.

revenind prețurilor administrate, dar mai ales inflației de bază. Noile niveluri ale ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat erau mai reduse comparativ cu cele proiectate anterior, de-a lungul întregului orizont de prognoză, reflectând, pe lângă dinamica relativ mai scăzută a prețurilor de import, presiunile dezinflaționiste mai intense prezumate a fi exercitate de factorii fundamentali, în condițiile re poziționării la niveluri mai joase a așteptărilor inflaționiste și ale relativei creșteri a dimensiunii prognozate a deficitului de cerere agregată; cea din urmă avea ca 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 stimulatav al condițiilor monetare reale.

În luna septembrie 2014, BNR a operat o nouă reducere a ratei dobânzii de politică monetară, pasul ajustării fiind menținut la 0,25 puncte procentuale. Concomitent, Consiliul de administrație al BNR a decis scăderea la 10 la sută a ratei RMO aferentă pasivelor în lei ale instituțiilor de credit (de la 12 la sută) și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară⁶ (de la ± 3 la $\pm 2,75$ puncte procentuale). O asemenea calibrare a instrumentelor băncii centrale a vizat ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu în linie cu ținta staționară de inflație, concomitent cu crearea premiselor pentru redresarea sustenabilă a procesului de creditare. Ultimele două măsuri au urmărit suplimentar continuarea armonizării mecanismului RMO cu standardele în materie ale BCE, respectiv reducerea volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și consolidarea transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară.

Setul de decizii a fost adoptat în condițiile în care analiza noilor date disponibile a pus în evidență continuarea poziționării – în perioada recentă⁷, dar și în lunile imediat următoare – a ratei anuale a inflației pe o traiectorie inferioară celei prognozate în cadrul exercițiului trimestrial din august, sub influența unor factori conjuncturali (evoluția prețurilor volatile, cu precădere a prețurilor produselor agroalimentare), suprapusă celei exercitate de ajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste și de persistența deficitului de cerere agregată. Evaluările sugerau chiar o creștere în perioada curentă și pe orizontul apropiat de timp a *gap*-ului negativ al PIB în raport cu previziunile anterioare, date fiind încetinirea peste așteptări, în trimestrul II 2014, a ritmului anual al creșterii economice (în principal ca urmare a accentuării contracției în termeni anuali a formării brute

⁶ Astfel, rata dobânzii aferente facilității de creditare a fost redusă de la 6,25 la 5,75 la sută, iar rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost menținută la 0,25 la sută (măsura aplicându-se începând cu data de 1 octombrie 2014).

⁷ Rata anuală a inflației a crescut în iulie la 0,95 la sută, coborând în luna următoare la 0,84 la sută.

de capital fix), precum și foarte probabila prelungire pe termen scurt a acestei tendințe, în corelație cu evoluția din primele luni ale trimestrului III a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și ai celei de investiții. Acestora li se asociau readâncirea în teritoriul negativ a variației anuale a creditului acordat sectorului privat în perioada iulie-august 2014, respectiv cvasistagnarea, în același interval, a dinamicii anuale a lichidității din economie, dar și relativa modificare recentă a condițiilor lichidității de pe piața monetară – reflectată de repoziționarea la valori mai ridicate a ratelor dobânzilor interbancare –, indusă de schimbarea tiparului execuției bugetare.

Creșterea valorilor negative ale dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat⁸ (-4,4 la sută, față de -3,2 la sută în trimestrul II 2014) s-a datorat accentuării divergenței dintre contracția componentei în valută (-11,0 la sută, față de -8,3 la sută în precedentele trei luni, pe baza valorilor exprimate în euro) și tendința ascendentă a variației componentei în lei (7,8 la sută, față de 5,8 la sută în perioada aprilie-iunie 2014), reflectând inclusiv intensificarea recentă a operațiunilor de eliminare a creditelor neperformante din bilanțurile băncilor⁹. Plusul de dinamică acumulat de creditele în lei a fost inferior celui din trimestrul II, valoarea acesteia urcând însă la maximum ultimilor cinci ani, în condițiile în care cererea de împrumuturi în monedă națională a continuat să recepteze efectul prelungirii trendului descendent al ratelor dobânzilor la creditele noi, sub influența reducerilor succesive ale ratei dobânzii de politică monetară și a prezervării de către BNR a gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar; este posibil ca și condițiile ofertei de credite să fi consemnat o ameliorare în acest interval¹⁰, pe fondul relativei diminuări a presiunilor exercitate de creditele neperformante asupra bilanțurilor băncilor. Analiza structurii pe categorii de beneficiari a creditului a relevat caracteristici similare; astfel, scăderea de dinamică produsă pe segmentul societăților nefinanciare (-6,2 la sută, față de -4,9 la sută în trimestrul II) a fost indusă exclusiv de componenta în valută, variația anuală a creditelor în lei acordate acestor entități consolidându-se în teritoriul pozitiv (5,9 la sută, cu 0,9 puncte procentuale peste media trimestrului II), pe seama accelerării creșterii împrumuturilor pe termen scurt, respectiv pe termen lung. La rândul ei, diminuarea variației anuale a creditelor acordate populației (-3,2 la sută, față de -2,0 la sută în trimestrul II) a reflectat scăderea soldului împrumuturilor în valută pentru locuințe și pentru consum, doar parțial contrabalansată de intensificarea creșterii creditelor în lei pentru locuințe (202,1 la sută, comparativ

⁸ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații medii anuale exprimate în termeni reali.

⁹ Evoluția stocului de credite a fost influențată și de efectul statistic al cursului de schimb leu/euro.

¹⁰ Conform ediției din luna august 2014 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, instituțiile de credit anticipau o relaxare generalizată a standardelor de creditare în trimestrul III.

cu 162,8 la sută în trimestrul II), respectiv de atenuarea declinului celor similare pentru consum.

În ceea ce privește dinamica anuală a masei monetare în sens larg (M3), aceasta a tins să se stabilizeze în perioada iulie-august 2014 (5,2 la sută, ca valoare medie) pe un palier inferior celui pe care s-a situat în prima parte a anului; evoluția a reflectat influențele de sens opus exercitate, pe de o parte, de relativa creștere a unor sume primite de agenții economici de la buget (rambursări de TVA) și de decontarea acțiunilor companiei Electrica achiziționate de nerezidenți, iar, pe de altă parte, de continuarea sporirii interesului populației și al societăților nefinanciare pentru plasamente financiare alternative (titluri de stat, unități/acțiuni ale fondurilor de investiții și obligațiuni pe termen de peste doi ani emise de unele instituții de credit). Principalele componente ale M3 au consemnat mișcări divergente ale variației anuale, nivelul acesteia amplificându-se în cazul masei monetare în sens restrâns (la 11,2 la sută, de la 10,7 la sută în perioada aprilie-iunie 2014) – pe seama evoluției numerarului și a depozitelor ON ale populației –, dar înregistrând o scădere în cazul depozitelor la termen sub doi ani, exclusiv datorită adâncirii în teritoriul negativ a dinamicii anuale a plasamentelor persoanelor fizice (-1,2 la sută, de la -0,5 la sută în trimestrul II).

Pe parcursul trimestrului III, gestionarea adecvată a lichidității de către BNR a continuat să se realizeze prin adaptarea acesteia la particularitățile condițiilor lichidității din sistemul bancar. Astfel, în primele două luni ale trimestrului, autoritatea monetară a continuat să dreneze lichiditatea excedentară prin intermediul facilității de depozit; accentuarea ulterioară a influenței contracționiste a factorilor autonomi ai lichidității (ca efect al absorbțiilor efectuate de Trezorerie și de numerarul în afara BNR) și reinstalarea, pe acest fond, a unui deficit temporar de lichiditate au determinat banca centrală să reia, în a doua jumătate a lunii septembrie, operațiunile *repo* 1W, organizate prin licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală¹¹.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al pieței monetare interbancare a consemnat o scădere pe ansamblul trimestrului III 2014, iar cursul de schimb leu/euro și-a mărit temporar volatilitatea, în condițiile relativei înrăutățiri a sentimentului pieței financiare internaționale. Dinamica anuală reală a creditului acordat sectorului privat s-a readâncit în teritoriul negativ în intervalul iunie-august 2014, inclusiv în contextul intensificării operațiunilor de eliminare a creditelor neperformante din bilanțurile instituțiilor de credit, în timp ce variația anuală reală a masei monetare a continuat să se reducă, dar mai lent.

¹¹ În cadrul celor două operațiuni (derulate în datele de 16 și 25 septembrie) au fost injectate 1,3, respectiv 2,1 miliarde lei.

2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare și-au continuat scăderea în primele două luni ale trimestrului III, dar au revenit în septembrie la valori apropiate de rata dobânzii de politică monetară, pe fondul înăsprirea condițiilor lichidității. Media randamentelor depozitelor de pe piața monetară interbancară a înregistrat în august un nou minim istoric (1,24 la sută)¹², situându-se pe ansamblul perioadei de referință la nivelul de 1,85 la sută (cu 0,37 puncte procentuale sub cel din trimestrul precedent).

Pe parcursul lunilor iulie și august, ratele dobânzilor ON de pe piața monetară interbancară au evoluat în general în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, înregistrând creșteri temporare (la valori de aproximativ 2 la sută) doar în debutul celor două perioade de constituire a RMO din acest interval. În ultima lună a trimestrului, randamentele ON au revenit însă în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care, sub influența factorilor autonomi, poziția netă a lichidității a devenit ușor negativă, BNR reluând în acest context operațiunile de furnizare de lichiditate; astfel, banca centrală a organizat în luna septembrie¹³ două licitații *repo* 1W, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral.

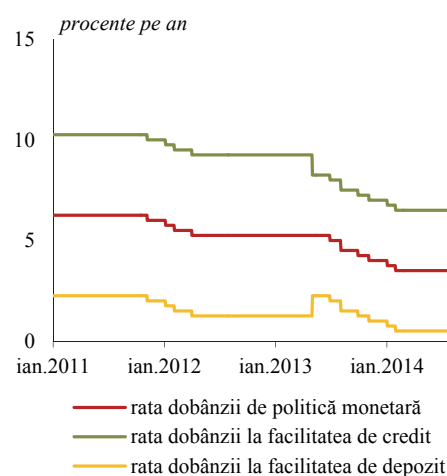
Cotațiile pe termen mai lung ROBOR 3M-12M au scăzut ușor la începutul lunii iulie și au rămas relativ stabile pe parcursul lunii următoare. Modificarea ulterioară a caracterului condițiilor lichidității de pe piața monetară și revizuirea anticipațiilor instituțiilor de credit privind evoluția în perspectivă a acestora au condus la ajustarea ascendentă a cotațiilor ROBOR, care s-au re poziționat astfel la valori mai ridicate, aflate însă în concordanță cu nivelul curent și cel anticipat ale ratei dobânzii de politică monetară. Pe acest fond, media din luna septembrie a ratelor ROBOR 3M (2,77 la sută) s-a majorat cu 0,28 puncte procentuale față de nivelul din ultima lună a trimestrului II, în timp ce mediile cotațiilor ROBOR 6M și 12M (ambele situate la nivelul de 2,88 la sută) au înregistrat valori relativ similare celor din luna iunie.

Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reflectat influențele mixte exercitate de: (i) cele două anunțuri ale JP Morgan din iulie și august privind includerea titlurilor românești în indicele dedicat piețelor ce dețin calificativul *investment grade*, respectiv adăugarea unei noi serii de titluri autohtone în indicele GBI-EM; (ii) volumul înalt al titlurilor ajunse la scadență în luna iulie; (iii) impactul modificării condițiilor lichidității de pe piața monetară în a doua parte a intervalului analizat; (iv) noile episoade de deteriorare a sentimentului pieței financiare internaționale. Pe acest fond,

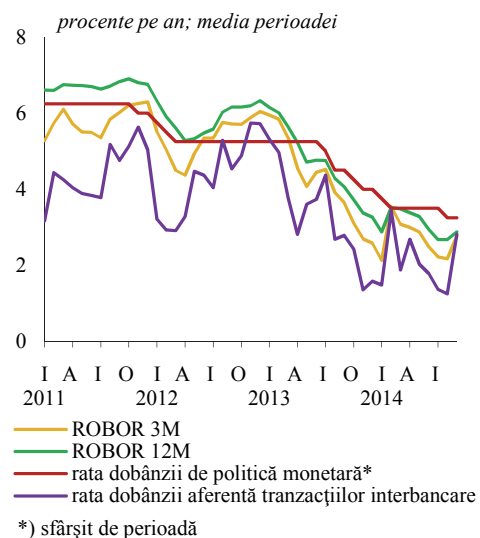
¹² Seria de date acoperă ultimii 20 de ani.

¹³ Ultimele operațiuni de acest tip s-au desfășurat în aprilie 2014.

Ratele dobânzilor BNR



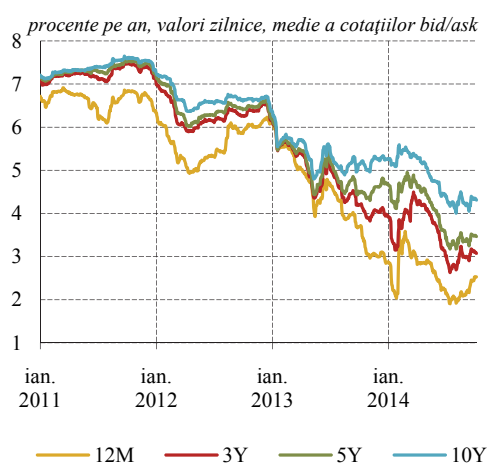
Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



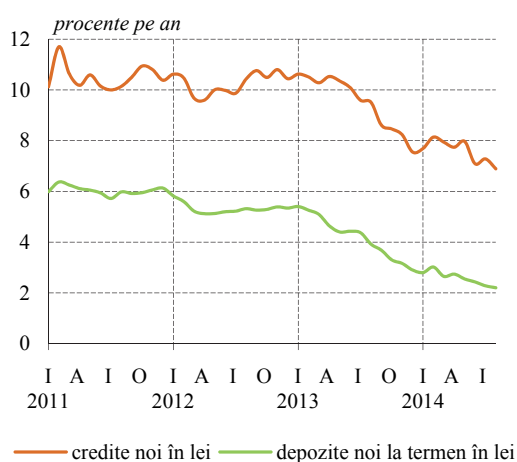
*) sfârșit de perioadă

pe piața primară, interesul investitorilor pentru plasamentele în titluri de stat s-a menținut ridicat în iulie, dar s-a atenuat în lunile următoare, astfel încât volumul emisiunilor a reprezentat 72, respectiv 81 la sută din cel anunțat¹⁴. Scăderea randamentelor maxime acceptate în cadrul licitațiilor de titluri de stat s-a accentuat în luna iulie, pentru ca ulterior acestea să se înscrie pe o tendință ascendentă, care s-a prelungit și în septembrie; în aceste condiții, la finele perioadei, rata dobânzii maxime acceptate a devansat-o pe cea de la sfârșitul trimestrului II în cazul titlurilor cu maturitate de 6 luni (2,6 la sută, +51bp față de iunie) și 7 ani (4,29 la sută, +15bp față de iunie), în timp ce pentru restul scadențelor nivelurile atinse au continuat să fie relativ mai scăzute (cu valori situate între -0,76 în cazul titlurilor cu maturitatea reziduală de 13 ani și -0,1 puncte procentuale în cazul celor pe 2 ani).

Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat



Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Pe piața secundară a titlurilor de stat, cotațiile de referință¹⁵ au avut o evoluție similară randamentelor de pe piața primară, ele continuând să coboare până la finele lunii iulie, pentru a se poziționa apoi pe un trend crescător, marcat, în cazul titlurilor pe termen mai lung, de scăderi temporare; curba randamentelor a consemnat, astfel, o ușoară atenuare a pantei ascendente. La sfârșitul lunii septembrie, toate cotațiile (cu excepția celor pe 10 ani) le devansau pe cele de la finele trimestrului II (cu valori cuprinse între 0,01 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 5 ani și 0,42 puncte procentuale în cel al titlurilor pe 6 luni).

Ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele noi la termen și la creditele noi în lei au continuat să scadă pe ansamblul perioadei iunie-august 2014 (-0,35 puncte procentuale, până la 2,20 la sută, respectiv -1,08 puncte procentuale, până la 6,89 la sută în august), valorile atinse la finele intervalului analizat constituind noi minime post-1990. Declinul a fost mai pregnant pe segmentul creditelor noi, ajustările descendente atingând 0,77 puncte procentuale (până la 7,95 la sută) în cazul populației – în principal ca urmare a reducerilor consemnate de ratele medii ale dobânzilor aferente creditelor noi pentru locuințe¹⁶ și dezvoltarea afacerilor – și 1,18 puncte procentuale (până la 6,00 la sută) în cazul societăților nefinanciare (inclusiv datorită reducerii sensibile a ratei medii a dobânzii aferente creditelor noi de valoare mare). La rândul său, randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,28 puncte procentuale pe segmentul populației (până la 2,97 la sută) și cu 0,4 puncte procentuale pe cel al companiilor (până la 1,69 la sută).

¹⁴ În august, MFP a lansat pe piața internă și titluri denominate în euro, în valoare de 250 milioane euro, cu un randament mediu de 2,19 la sută și o maturitate reziduală de 4 ani și jumătate.

¹⁵ Exprimat ca medie a cotațiilor *bid* și *ask*.

¹⁶ Context în care rata dobânzii aferentă acestora s-a situat sub nivelul celei aferente creditelor noi în euro pentru locuințe.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul III, cursul de schimb al leului și-a întrerupt mișcarea predominant descendentă care l-a caracterizat în prima parte a anului, amplificându-și temporar volatilitatea; evoluția acestuia – similară celei a ratelor de schimb ale altor monede din Europa Centrală și de Est – a reflectat relativa înrăutățire a sentimentului pieței financiare internaționale, pe fondul escaladării/prelungirii tensiunilor geopolitice și al accentuării în perspectivă a divergenței deciziilor de politică monetară ale principalelor bănci centrale.

Leul și-a stopat aprecierea față de euro la începutul lunii iulie și a consemnat apoi două episoade mai pregnante de depreciere, într-un context marcat de o relativă creștere a aversiunii globale față de risc, indusă de: (i) succesiunea de știri nefavorabile privind situația financiară/perspectivile unor bănci din zona euro; (ii) escaladarea tensiunilor geopolitice și accentuarea temerilor legate de implicațiile adoptării unor potențiale noi sancțiuni la adresa Rusiei¹⁷ – alimentate și de evoluțiile modeste ale economiilor zonei euro și ale statelor din regiune relevate de datele publicate în acest interval (estimările *semnal* privind dinamica PIB din trimestrul II¹⁸) –, precum și de (iii) semnalele privind devansarea de către Fed a momentului inițierii creșterii ratei dobânzii de politică monetară¹⁹; efecte opuse, de natură tranzitorie însă, a generat perspectiva lansării de către BCE a unui program de achiziții de titluri garantate cu active financiare. Influența preponderent adversă exercitată de mediul extern asupra pieței financiare locale a fost atenuată de așteptările favorabile decurgând din cele două anunțuri ale JP Morgan referitoare la titlurile de stat românești.

În acest context, dar și ca urmare a ajungerii la scadență a unui volum semnificativ de titluri de stat denominate în lei, soldul tranzacțiilor în devize derulate de nerezidenți pe piața valutară interbancară a devenit negativ în luna iulie, deficitul pieței valutare interbancare fiind însă parțial diminuat de sporirea la un nivel istoric a ofertei excedentare de devize a rezidenților²⁰. Soldul tranzacțiilor derulate de cei din urmă a revenit însă la o valoare negativă în august – în pofida amplificării sezoniere a vânzărilor de devize efectuate prin casele de schimb valutar –, iar cererea de devize a nerezidenților s-a menținut excedentară, astfel încât deficitul pieței valutare interbancare s-a readâncit. Pe acest fond, cursul mediu de schimb al leului în raport cu euro s-a majorat în intervalul iulie-august cu

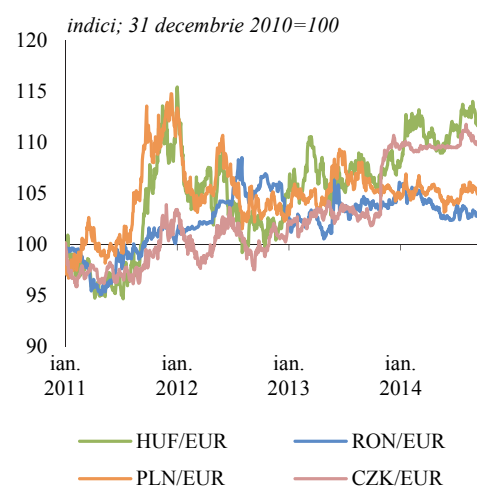
Principalele poziții din contul financiar (metodologie BPM6)

milioane euro

| | 8 luni 2013 | | | 8 luni 2014 | | |
|--|---------------------------|----------------------------|--------------|---------------------------|----------------------------|--------------|
| | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net |
| Contul financiar | 1572 | -908 | 2480 | -167 | -1981 | 1814 |
| Investiții directe | 372 | 1273 | -902 | 224 | 1698 | -1474 |
| Investiții de portofoliu | 125 | 4006 | -3881 | 51 | 1743 | -1692 |
| Derivate financiare | -285 | -275 | -11 | -287 | -292 | 4 |
| Alte investiții | -3 | -5913 | 5911 | 1889 | -5129 | 7018 |
| - numerar și depozite | 99 | -2232 | 2331 | 1514 | -2321 | 3835 |
| - împrumuturi | -89 | -3238 | 3149 | 188 | -3389 | 3578 |
| - altele | -13 | -443 | 431 | 187 | 581 | -395 |
| Active de rezervă ale BNR (net) | 1362 | 0 | 1362 | -2043 | 0 | -2043 |

*) „+” creștere/„-” scădere

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



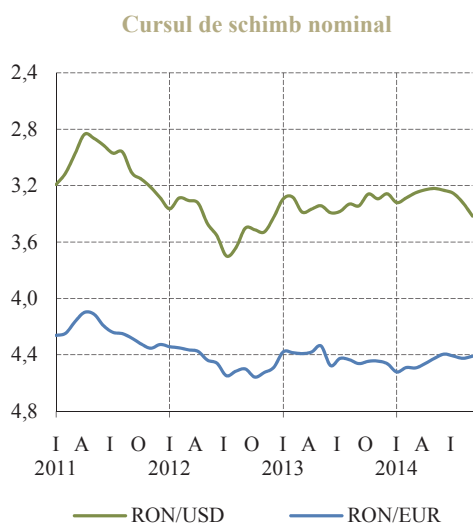
Sursa: BCE, BNR

¹⁷ În iulie și august UE și SUA au adoptat noi sancțiuni economice la adresa Rusiei.

¹⁸ În termeni trimestriali, PIB a stagnat în trimestrul II în zona euro (a scăzut cu 0,2 la sută în Germania și Italia, s-a menținut constant în Franța, dar a crescut cu 0,6 la sută în Spania și Portugalia). Totodată, în același interval, PIB a scăzut cu 1 la sută în România, a stagnat în Republica Cehă și a crescut cu 0,6 la sută în Polonia și cu 0,8 la sută în Ungaria.

¹⁹ Potrivit declarațiilor de la începutul lunii august ale unor oficiali ai Fed, economia americană îndeplinea condițiile pentru o majorare a ratei dobânzii de politică monetară mai devreme decât se anticipase.

²⁰ Evoluție corelată cu înregistrarea unui volum record al exporturilor în iulie.



**Ritmurile de creștere anuală a M3
și a componentelor sale**

| | <i>variație procentuală în termeni reali</i> | | | | | |
|--|--|------|------|------|------|------|
| | 2013 | | 2014 | | | |
| | III | IV | I | II | iul. | aug. |
| M3 | 0,4 | 5,3 | 7,8 | 5,2 | 5,6 | 4,8 |
| M1 | 2,3 | 9,5 | 15,0 | 10,7 | 11,7 | 10,7 |
| Numerar în circulație | -1,0 | 6,3 | 13,4 | 9,3 | 10,3 | 10,9 |
| Depozite <i>overnight</i> | 4,3 | 11,2 | 15,9 | 11,5 | 12,4 | 10,6 |
| Depozite la termen cu scadența sub 2 ani | -0,9 | 2,4 | 3,1 | 1,5 | 1,3 | 0,6 |

Sursa: INS, BNR

0,6 la sută; deprecierea a fost însă inferioară celei consemnate în același interval de zlot (1,3 la sută) și forint (2,6 la sută).

Cursul de schimb leu/euro și-a atenuat progresiv fluctuațiile în luna septembrie, în condițiile în care influențele nefavorabile exercitate asupra aversiunii globale față de risc de prelungirea tensiunilor geopolitice din Ucraina și Orientul Mijlociu, dar și de derularea referendumului din Scoția, precum și de publicarea unor date care au relevat evoluții sub așteptări ale economiei Chinei au fost contracarate, într-o anumită măsură, de impactul scăderii neașteptate operate asupra ratei dobânzii de politică monetară din zona euro, complementată cu decizia BCE privind lansarea în luna octombrie a programului de achiziții de titluri financiare.

Astfel, pe ansamblul perioadei analizate, leul s-a depreciat față de euro cu 0,3 la sută, în termeni nominali²¹, și cu 0,6 la sută, în termeni reali; în raport cu dolarul SUA, leul s-a depreciat cu 5,4 la sută, în termeni nominali, și cu 5,7 la sută, în termeni reali, în condițiile în care valoarea acestuia a crescut semnificativ față de euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb aferente trimestrului III, leul a consemnat prima apreciere nominală din ultimele trei trimestre față de euro; față de dolarul SUA moneda națională și-a redus semnificativ aprecierea nominală.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica²² masei monetare (M3) a continuat să scadă – relativ mai lent însă – în intervalul iunie-august 2014 (la 5,0 la sută, comparativ cu 5,4 la sută în perioada martie-mai 2014), evoluția reflectând: (i) prelungirea realocărilor de monedă înspre alte categorii de active financiare; (ii) relativa majorare a volumului plăților efectuate de companii către acționari și bugetul de stat, precum și, posibil, în contul rambursării datoriilor bancare, și (iii) efectul statistic al cursului de schimb leu/euro.

Comportamentul M3 a fost determinat exclusiv de diminuarea ratei de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1), parțial atribuibilă unui efect de bază regăsit la nivelul numerarului în circulație și la cel al depozitelor *overnight* ale companiilor²³. Viteza de creștere a depozitelor la termen sub doi ani s-a menținut constantă, în condițiile în care dinamica depozitelor companiilor s-a reaccelerat, iar cea aferentă plasamentelor similare ale populației a avansat în teritoriul negativ, ambele mișcări fiind imprimate cu prioritate de

²¹ În același interval, forintul și zlotul s-au depreciat față de euro cu 2,3, respectiv 1,3 la sută.

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

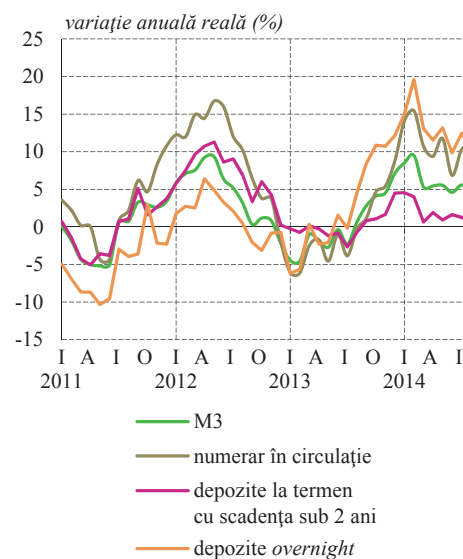
²³ Asociaz creșterii sensibile înregistrate de aceste componente ale M1 în luna iunie 2013.

componenta în lei; ca urmare, ponderea în M3 a acesteia din urmă a crescut la o medie de 70,0 la sută.

Analiza structurii pe categorii de deținători ai M3 relevă scăderea dinamicii depozitelor companiilor, având ca factori determinanți sporirea interesului acestora pentru plasamente în alte categorii de instrumente financiare (titluri de stat, acțiuni emise de fondurile de investiții, obligațiuni emise de bănci²⁴), achitarea dividendelor de către unii agenți economici²⁵, potențiala majorare a plăților efectuate către bugetul de stat²⁶, posibila accelerare a rambursărilor în contul datoriiilor către bănci, precum și impactul statistic mai pregnant al modificării cursului de schimb leu/euro; efectul acestora l-a surclasat pe cel exercitat de relativa amplificare a sumelor primite de la bugetul de stat în contul rambursărilor de TVA și a celor atrase prin emisiunile de acțiuni²⁷. În schimb, variația depunerilor populației s-a redresat ușor, evoluția reflectând cu precădere: (i) majorarea unor categorii de venituri, asociată creșterii salariului minim pe economie, încasării de dividende și posibilei efectuări a unor plăți din fondurile structurale²⁸, precum și (ii) efectul statistic al reducerii ratei anuale a inflației; o influență de sens opus, însă de intensitate mai mică, a exercitat creșterea interesului populației pentru unele instrumente financiare alternative (depozite în lei cu maturitatea peste doi ani, acțiuni emise de fondurile de investiții și companii).

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, diminuarea dinamicii acestui agregat monetar a reflectat, în principal, declinul variației titlurilor de stat deținute de instituțiile de credit și al celei aferente activelor externe nete ale sectorului bancar, doar parțial contrabalansat de atenuarea vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (exclusiv conturile de capital) și respectiv a depozitelor în lei ale administrației publice centrale²⁹.

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

²⁴ Garanti Bank a emis în luna iunie 2014 pe piața locală de capital obligațiuni în valoare de 300 milioane lei.

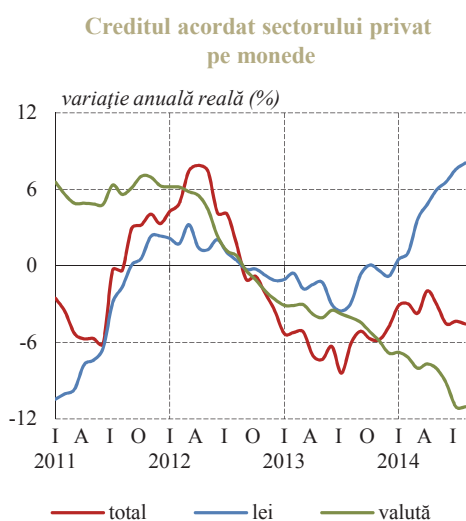
²⁵ O serie de societăți nefinanciare, printre care s-au numărat OMV Petrom, Transelectrica, Nuclearelectrica, Romgaz și Transgaz, au efectuat în această perioadă plata dividendelor către acționari – inclusiv către sectorul public și cel al nerezidenților.

²⁶ Conform datelor privind execuția bugetului consolidat, în intervalul iunie-august 2014 media ritmului de creștere anuală în termeni reali a impozitului pe profit a fost cea mai mare din ultimii doi ani.

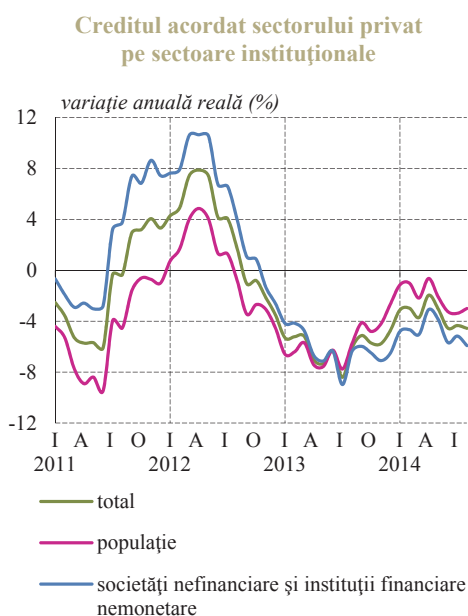
²⁷ Conform informațiilor de pe *website*-ul societății Electrica, o parte dintre acțiunile emise de această societate au fost achiziționate de nerezidenți.

²⁸ Conform datelor din comunicatele de presă ale MFE.

²⁹ Totodată, unele evoluții s-au compensat reciproc, scăderea dinamicii creditului acordat sectorului privat ca urmare a scoaterii unor credite neperformante din bilanțurile instituțiilor de credit asociindu-se diminuării provizioanelor incluse în conturile de capital.



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR

Creditul

În perioada iunie-august 2014, variația creditului acordat sectorului privat³⁰ s-a readâncit în teritoriul negativ (-4,5 la sută, față de -2,9 la sută în perioada martie-mai 2014), iar soldul acestuia a coborât, în premieră pentru ultimii șapte ani, la un nivel inferior celui al depozitelor totale ale sectorului privat. Schimbarea de direcție a dinamicii creditului a fost consecința amplificării contracției componente în valută (calculată pe baza valorilor exprimate în euro, variația acesteia a atins minimumul ultimilor 14 ani), a efectului statistic al modificării cursului de schimb leu/euro, precum și a intensificării operațiunilor de scoatere a creditelor neperformante din bilanțurile instituțiilor de credit. Impactul acestora a fost doar parțial contrabalansat de cel al prelungirii traseului ascendent al dinamicii creditului în lei, a cărei valoare a urcat la maximum ultimilor cinci ani și jumătate. Reflectând aceste evoluții, ponderea medie a componente în devize în totalul creditului acordat sectorului privat a continuat să scadă (57,5 la sută, minimum înregistrat din trimestrul IV 2008 până în prezent).

Analiza structurii pe sectoare instituționale evidențiază reducerea dinamicii creditelor acordate segmentelor majore de clienți (populație și societăți nefinanciare), precum și relativa stabilizare a vitezei de creștere a creditelor acordate instituțiilor financiare nemonetare. În cazul populației, evoluția a reflectat accentuarea declinului creditelor în valută, în condițiile în care soldul împrumuturilor în lei ale acestui sector a continuat să-și majoreze dinamica pe seama ambelor sale subcomponente principale (pentru locuințe și pentru consum³¹), sporirea fluxului de credite noi³² corelându-se cu tendința descrescătoare a ratelor medii ale dobânzilor aferente și, posibil, cu relaxarea standardelor de creditare³³. La rândul ei, evoluția de pe segmentul societăților nefinanciare s-a datorat relativei accentuări a contracției creditelor în valută, inclusiv ca efect al operațiunilor de vânzare/anulare a unor împrumuturi din bilanțurile instituțiilor de credit; ritmul de creștere a creditelor în lei a continuat însă să se majoreze, în principal pe seama împrumuturilor acordate pe descoperit de cont și a celor reînnoibile automat.

³⁰ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2014.

³¹ Și creditele pentru dezvoltarea afacerilor și-au accelerat viteza de creștere, însă ponderea acestei componente în totalul creditelor populației s-a menținut modestă.

³² Pe baza datelor raportate de CRC privind creditele de peste 20 000 lei acordate în luna curentă.

³³ Conform ediției din luna august 2014 a Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, băncile anticipau pentru trimestrul III 2014 relaxarea standardelor de creditare indiferent de destinația creditului.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 1,5 la sută la sfârșitul anului 2014 și la 2,2 la sută la finele anului 2015, niveluri situate cu 0,7 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,8 puncte procentuale sub cele prognozate în Raportul asupra inflației din luna august.

Rata inflației IPC și rata inflației de bază CORE2 ajustat se plasează pe întregul interval de referință (cu excepția trimestrului IV 2014 în cazul celui de-al doilea indicator) sub valorile din prognoza precedentă. Revizuirea este rezultatul proiectării la niveluri mai accentuate a unora din influențele dezinflaționiste provenind atât din partea factorilor fundamentali, cât și a unor factori conjuncturali, având în vedere și evoluțiile manifestate ulterior publicării proiecției din luna august.

Prognoza ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat prevede menținerea acesteia la valori situate în jurul celei de 1 la sută până în trimestrul I 2016 și creșterea ulterioară până la 1,7 la sută la orizontul proiecției. Tendința ascendentă din a doua jumătate a perioadei de referință este imprimată de restrângerea, mai rapidă în acest interval, a deficitului de cerere, informație transmisă și în niveluri mai ridicate ale anticipațiilor, care sunt însă prevăzute a se stabiliza la valori ușor superioare țintei centrale de inflație către orizontul prognozei. Abaterile în jos de la prognoza precedentă sunt în principal consecința proiectării unui deficit de cerere mai accentuat și a valorilor semnificativ mai reduse ale anticipațiilor privind inflația pe întregul interval de prognoză.

Proiecțiile componentelor IPC exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare indică în general creșteri mai rapide în a doua jumătate a perioadei de referință, tendință decelabilă și în contribuția cumulată a acestor componente la dinamica indicelui agregat. Comparativ cu proiecția anterioară însă, această contribuție a fost semnificativ revizuită în jos pe întreg intervalul proiecției. Pentru cea mai mare parte a perioadei de referință, revizuirea a avut loc în același sens în cazul fiecărei componente, cu excepția prețurilor combustibililor, cu o contribuție ușor mai ridicată în 2015. Ca magnitudine, cele mai importante reevaluări în jos ale contribuțiilor proiectate la dinamica ratei inflației IPC provin din partea: (i) prețurilor administrate, cu efecte pe întreg intervalul proiecției ca urmare a suspendării majorării prețului de achiziție a gazelor naturale din producția internă, prevăzute anterior pentru data de 1 octombrie 2014, și a prelungirii termenului de furnizare a gazelor naturale din producția internă la prețuri reglementate de la 31 decembrie 2018 până la 1 iulie 2021; (ii) prețurilor combustibililor, în prima

jumătate a intervalului, pe seama reducerii recente semnificative a prețului internațional al petrolului Brent; (iii) prețurilor volatile ale alimentelor, în prima parte a intervalului, ca urmare a unor șocuri favorabile tranzitorii în trimestrul III al anului curent, asociate comerțului internațional cu produse din această grupă.

Data fiind dinamica proiectată a componentelor sale, rata anuală a inflației IPC se va menține la limita inferioară (1,5 la sută) a intervalului de variație asociat țintei în trimestrul IV 2014, va coborî sub aceasta în primul trimestru al anului 2015, după care va reveni mai întâi la nivelul de 1,5 la sută în al doilea trimestru și apoi în interiorul intervalului, continuându-și evoluția moderat ascendentă și poziționându-se în apropierea țintei centrale la orizontul prognozei. Reducerea temporară proiectată pentru începutul anului viitor reflectă în principal o influență conjuncturală, respectiv impactul dezinflaționist al evoluției nivelului în lei al accizelor aferente produselor din tutun și combustibililor, sub ipoteza menținerii prevederilor actuale din Codul fiscal referitoare la calculul acestora. Rata medie anuală a inflației va continua să se mențină sub limita inferioară a intervalului țintei până la finele anului 2015, după care va reintra în interiorul acestuia, rămânând însă la niveluri situate sub cel al țintei centrale până la orizontul prognozei.

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 în același timp la crearea premiselor favorabile redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, precum și la consolidarea durabilă a creșterii economice.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță relativ echilibrată, caracterizată însă de incertitudini care se mențin la niveluri ridicate. Riscurile relevante pentru perioada de referință provin atât din mediul extern, cât și din cel intern.

Mediul extern apare în continuare ca sursă a unor incertitudini considerabile, asociate mai ales persistenței tensiunilor geopolitice, continuării procesului de dezintermediere transfrontalieră și de restructurare a unor grupuri bancare din zona euro, efectelor posibilelor ajustări ale conduitelor politicii monetare și adoptării de măsuri macroprudențiale de către principalele bănci centrale la nivel mondial. În acest context, riscurile majore la adresa proiecției ratei inflației sunt legate de posibile variații ample ale aversiunii față de risc a investitorilor internaționali, având drept rezultat realocări succesive de expuneri față de economiile

emergente și, în acest context, creșterea volatilității fluxurilor de capital adresate acestora, implicit și economiei românești. Aceasta ar induce o instabilitate a surselor de finanțare externă a dezvoltării economiei naționale și a cursului de schimb al leului, cu consecințe negative asupra stabilității prețurilor și consolidării creșterii economice implicate de scenariul de bază al proiecției. Un risc important în plan regional este generat de tensiunile dintre Rusia și Ucraina. În stadiul actual al conflictului, potențialul de manifestare a unor efecte negative de amploare asupra României este relativ redus, în condițiile expunerii marginale a României, pe canalul comercial, la evoluțiile economice din cele două țări implicate. O eventuală escaladare a conflictului ar accentua însă riscul unor consecințe nefavorabile semnificative, atât indirect, prin efecte asupra partenerilor comerciali din UE ai României, cât și direct, prin intermediul fluxurilor financiare.

Dată fiind orientarea pe termen mediu și lung a investitorilor prioritar către economiile confruntate cu dezechilibre macroeconomice externe și interne relativ reduse, progresele făcute în ultimii ani de România în această direcție au potențial de atenuare într-o anumită măsură a riscului asociat efectelor nefavorabile ale unei realocări de expunere globale sau regionale. Aceste progrese includ: ameliorarea recentă a fundamentelor economice din perspectiva echilibrului extern și a stabilității prețurilor; consolidarea ponderii activelor românești în indici de tip investment grade pentru investiții internaționale, precum și ameliorarea indicatorilor de calitate a activelor bancare, prin demersurile de curățare a bilanșurilor de credite neperformante, în paralel cu îmbunătățirea indicatorilor de lichiditate, solvabilitate și provizionare specifici acestui sector.

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 atenuarea consecințelor șocurilor adverse. Întrucât angajarea în programe coerente de reforme structurale reprezintă un alt criteriu de atragere către economia națională a alocărilor de portofolii ale investitorilor pe piețele emergente, este în continuare esențială implementarea fermă și consecventă a setului de reforme convenite cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială).

Riscurile asociate abaterilor de la traiectoriile prevăzute în scenariul de bază ale componentelor indicelui agregat al prețurilor de consum afectate în principal de șocuri de natura ofertei apar a fi relativ echilibrate pentru perioada de referință, dar incertitudinile specifice acestora persistă. În cazul prețurilor administrate, incertitudinile sunt asociate, pe termen mediu, magnitudinii impactului pe care stadiile liberalizării pieței gazelor

naturale și a energiei electrice il vor avea asupra prețurilor la consumatori ale acestora, etapizării acestor faze, precum și efectelor propagate ale unei eventuale escaladări a conflictelor din Ucraina și/sau Orientul Mijlociu. În cazul evoluției prețurilor produselor accizabile incluse în coșul de consum, incertitudini ar putea fi implicate de o eventuală ajustare a metodologiei de determinare a echivalentului în lei al accizelor. În privința evoluției prețurilor interne ale alimentelor, incertitudinile sunt asociate, în mod obișnuit, dependenței sectorului agricol de condițiile meteorologice, iar ca specific al actualei perioade de referință, posibilei persistențe a suplimentării ofertei interne cu importuri din unele țări afectate de restricțiile impuse recent la exportul către Rusia.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Pe parcursul intervalului de prognoză se mențin premisele continuării redresării treptate a cererii externe, evaluată pe baza indicatorului PIB UE efectiv¹. Această redresare ar urma să fie sprijinită, în principal, de o cerere internă mai robustă în țările UE, anticipată a beneficia de pe urma unei orientări persistent acomodative a politicii monetare a BCE, coroborată unei politici fiscale așteptate a avea efect neutru, spre deosebire de contracția fiscală semnificativă din ultimii ani. Exporturile nete ale regiunii sunt proiectate a exercita de asemenea o contribuție pozitivă la creșterea economică, ca urmare a consolidării treptate a activității la nivel mondial, dar și a deprecierei recente, anticipată a continua și în perioadele viitoare, a cursului de schimb efectiv al euro, aceste perspective fiind marcate însă de un grad ridicat de incertitudine în contextul tensiunilor geopolitice actuale². Față de Raportul asupra inflației din august, proiecțiile privind evoluția PIB UE efectiv au fost revizuite în sensul unei redresări ceva mai lente, reflectând în principal rezultatele sub așteptări pentru trimestrul II 2014, cu efecte anticipat persistente pe parcursul intervalului de prognoză. Ca atare, este de așteptat ca *gap*-ul negativ al PIB extern³ să exercite, în termeni relativi, un impact mai constrângător la adresa activității economice interne.

Rata anuală a inflației IAPC este prevăzută a se majora treptat, pe fondul consolidării graduale a activității economice din zona

Evoluția așteptată a variabilelor externe

| | valori medii anuale | |
|--|---------------------|------|
| | 2014 | 2015 |
| Creșterea economică în UE efectiv (%) | 1,35 | 1,66 |
| Inflația anuală din zona euro (%) | 0,57 | 1,08 |
| Inflația anuală IPC SUA (%) | 1,86 | 2,02 |
| Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.) | 0,21 | 0,07 |
| Cursul de schimb dolar SUA/euro | 1,34 | 1,23 |
| Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril) | 102,7 | 95,0 |

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

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

² Dintre Rusia și Ucraina și din Orientul Mijlociu.

³ Măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe asupra exporturilor produselor românești.

euro, rămânând însă până la orizontul prognozei la valori inferioare reperului de 2 la sută aferent definiției stabilității prețurilor conform criteriilor asumate de BCE. Inflația IPC SUA este prognozată la valori mai ridicate comparativ cu cele anticipate pentru zona euro.

Pe fondul deciziilor recente adoptate de către BCE, care implică o conduită anticipat mai acomodativă a politicii monetare din zona euro, este preconizat ca rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni să se mențină la valori minime, inferioare celor prevăzute în runda precedentă, iar tendința recentă de depreciere a monedei europene să continue.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o scădere semnificativă în T4 2014 – pe fondul cererii globale reduse, al majorării producției din bazinele Oceanului Atlantic și din Asia, precum și al aprecierii anticipate a dolarului SUA în raport cu moneda europeană – și situarea la niveluri semnificativ mai scăzute comparativ cu cele prevăzute în Raportul asupra inflației din luna august pe întreg intervalul de prognoză.

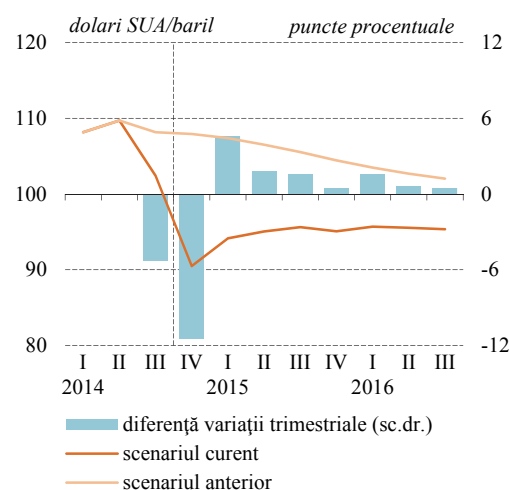
1.2. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC la limita inferioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale (respectiv la 1,5 la sută) la sfârșitul anului curent și la 2,2 la sută la finele celui viitor⁴. În primul trimestru al anului 2015, rata inflației este preconizată să coboare temporar sub valoarea de 1,5 la sută în principal sub impactul dezinflaționist al evoluției nivelului în lei al accizelor aferente produselor din tutun și combustibililor, dar și al dinamicii inflației de bază CORE2 ajustat, al celei a prețurilor combustibililor și al celei a prețurilor volatile ale alimentelor⁵. În trimestrul II 2015, rata anuală a inflației IPC revine la limita inferioară și apoi, începând cu trimestrul III 2015, în interiorul intervalului țintei atât pe fondul epuizării efectelor favorabile ale șocurilor de ofertă din trimestrul III 2014, în care prețurile volatile ale alimentelor (LFO) au consemnat deflații, cât și pe fondul unei ușoare accelerări a creșterii prețurilor administrate. În continuare, rata inflației se va înscrie pe o tendință ascendentă până la orizontul prognozei (trimestrul III 2016), când este preconizată a atinge valoarea de 2,6 la sută. Rata medie anuală a inflației se va menține sub limita inferioară a intervalului țintei până la finele anului 2015, după care va reintra în interiorul acestuia, rămânând, însă, inferioară ca valoare țintei centrale până la orizontul prognozei.

⁴ Valoare situată în jumătatea inferioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale de 2,5 la sută pe an.

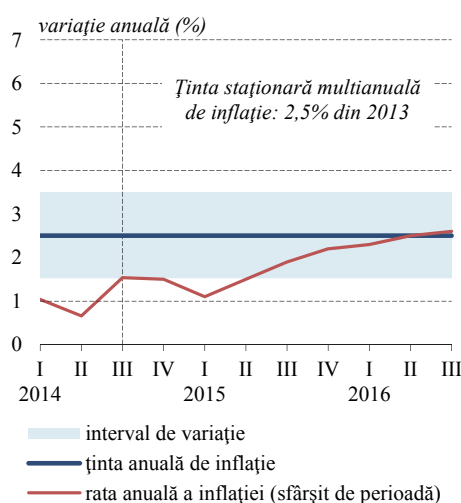
⁵ Acestea sunt anticipate a înregistra deflație în trimestrul I 2015.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



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

Previțiuni privind evoluția inflației



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

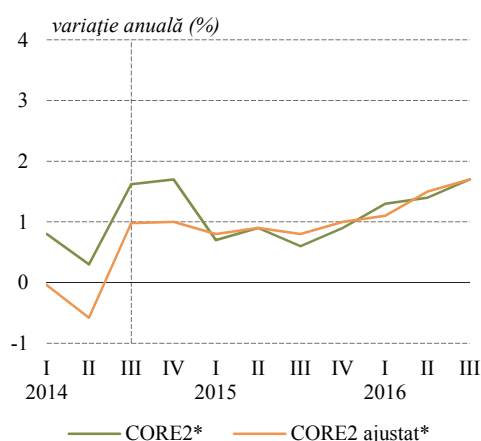
Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

| | variație anuală (procente) | | | | | | | |
|-----------------------------|----------------------------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|
| | 2014 | 2015 | | | | 2016 | | |
| | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 |
| Țintă (valoare centrală) | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| Proiecție* | 1,5 | 1,1 | 1,5 | 1,9 | 2,2 | 2,3 | 2,5 | 2,6 |

* sfârșit de perioadă

Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Comparativ cu Raportul asupra inflației publicat în august, valorile anticipate ale ratei inflației la finele anului curent și ale celui viitor sunt mai reduse cu 0,7 și, respectiv, 0,8 puncte procentuale. Pentru sfârșitul anului curent, singura componentă a coșului de consum care a fost revizuită marginal în sens ascendent este reprezentată de indicele CORE2 ajustat, toate celelalte având un aport mai favorabil la dinamica ratei anuale a inflației. Pentru finele anului 2015, influențe mai favorabile provin din partea tuturor componentelor indicelui IPC, mai puțin din cea a prețurilor combustibililor, în cazul cărora contribuția este doar marginal mai nefavorabilă.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este anticipată a rămâne atât la finele anului curent, cât și la sfârșitul celui viitor la nivelul de 1 la sută înregistrat în trimestrul III 2014. Pentru restul intervalului de prognoză, rata anuală a inflației CORE2 ajustat se va înscrie pe o traiectorie ascendentă, atingând la orizontul proiecției valoarea de 1,7 la sută pe fondul accentuării impactului diminuării deficitului de cerere⁶, ca urmare a consolidării previzionate a cererii interne, cu efect inclusiv asupra unei dinamizări a anticipațiilor privind inflația ale agenților economici⁷. Traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a înregistrat revizuirii în jos comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august, cu excepția trimestrului IV al anului curent⁸, pe fondul plasării la valori mai favorabile dezinflației a deviației PIB, al unor așteptări privind inflația situate la niveluri mai reduse⁹ și al preconizării unor creșteri mai puțin semnificative decât se anticipa ale prețurilor de import, mai ales în prima parte a intervalului de prognoză¹⁰.

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 produse¹¹ și a modalității de calcul a nivelului în lei al valorii în euro a acestora¹². Contribuția anticipată a componentei la inflația anuală IPC este de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului curent

⁶ 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.

⁷ Acestea având atât o componentă prospectivă, cât și una retrospectivă.

⁸ În acest trimestru revizuirea în sus a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat față de prognoza precedentă este doar marginală.

⁹ În contextul evoluțiilor favorabile pe segmentul legumelor și fructelor și al celor mai recente informații referitoare la amânarea calendarului de liberalizare a pieței gazelor naturale pentru consumatorii casnici.

¹⁰ Ca efect cumulat 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) și al înregistrării unei valori mai reduse a indicelui valorii unitare a importurilor de bunuri de consum în trimestrul III al anului 2014.

¹¹ Prevăzut în Codul fiscal în vigoare.

¹² Aceasta a fost stabilită prin Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 102/2013 și Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 111/2013.

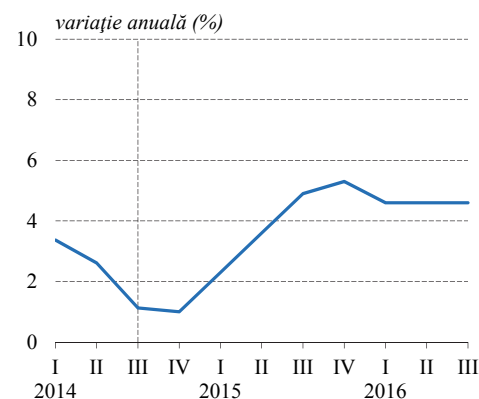
și de -0,1 puncte procentuale la finele anului viitor. Pentru primele trei trimestre ale anului 2016, aplicarea metodologiei în vigoare pentru calculul nivelului în lei al accizelor implică revenirea contribuției acestei componente la valori ușor pozitive.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează informații referitoare la calendarele privind eliminarea prețurilor reglementate la energie electrică și gaze naturale, precum și cele mai recente modificări legislative în domeniu. Dinamica anuală a grupei este prognozată la valoarea de 1 la sută la sfârșitul anului curent¹³ și de 5,3 la sută la finele celui viitor. Proiecția a fost ajustată în jos cu 0,8 puncte procentuale pentru anul în curs, în principal pe fondul revizuirii dinamicii privind evoluția subgrupeii gaze naturale în luna octombrie și cu 1,3 puncte procentuale la finele celui viitor, pe baza reconfigurării ipotezelor privind evoluția aceleiași subgrupeii în urma aprobării de către Parlament a Legii nr. 127/2014 care prevede prelungirea termenului de furnizare a gazelor naturale la prețuri reglementate (de la 31 decembrie 2018 până la 1 iulie 2021).

Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt anticipate să înregistreze variații reduse ca amploare în ultimul trimestru al anului curent (0,7 la sută) și în primul trimestru al anului 2015, când sunt preconizate să înregistreze deflație (-0,95 la sută), reflectând materializarea a doi ani agricoli consecutivi favorabili, cu producții similare, traiectoria acestora fiind marcată ulterior de efecte sezoniere specifice anilor cu recolte agricole normale. Contribuția grupei LFO la rata anuală a inflației IPC este aproximativ nulă la sfârșitul anului curent și de 0,4 puncte procentuale la finele celui viitor. Contribuțiile proiectate sunt revizuite în jos doar pentru 2014 (cu 0,3 puncte procentuale), îndeosebi pe fondul manifestării unor șocuri tranzitorii în trimestrul al treilea al anului curent neanticipate în runda precedentă de prognoză, asociate comerțului internațional cu produse din această grupă a coșului IPC.

Rata anuală a inflației combustibililor este prognozată în scădere în prima parte a intervalului de prognoză în principal pe fondul reducerii semnificative a dinamicii anuale a prețului internațional al petrolului Brent din perioadele recente, preconizată a continua și pe parcursul următoarelor trei trimestre. Începând cu a doua jumătate a anului viitor se așteaptă ca dinamica anuală a prețului petrolului Brent (exprimat în dolari SUA) să înregistreze valori pozitive, cotația EUR/USD să exercite o influență nefavorabilă asupra

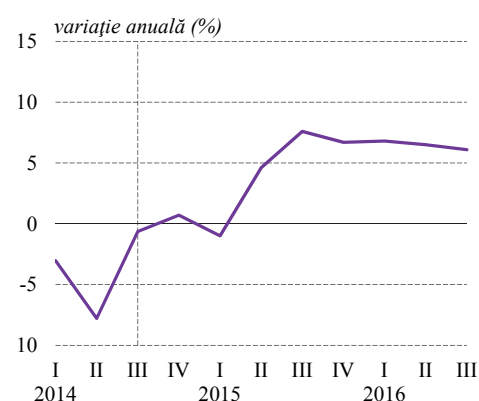
Inflația anuală a prețurilor administrate*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

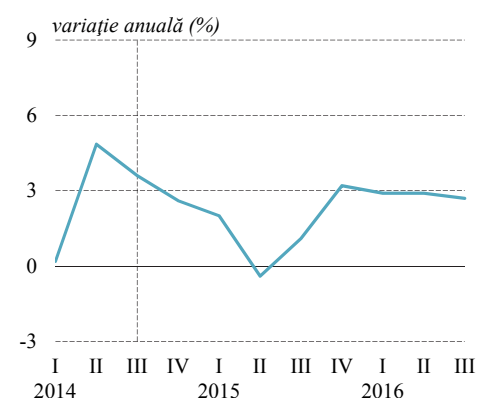
Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

¹³ Ca efect cumulativ al evoluțiilor favorabile consemnate în primele nouă luni ale anului 2014, cât și al celor anticipate pentru luna octombrie a anului curent cu privire la subgrupa gaze naturale (conform Hotărârii Guvernului de modificare a Anexei la Hotărârea Guvernului nr. 511 din 26 iunie 2014, s-a decis suspendarea, prevăzută inițial pentru această dată, a majorării prețului de achiziție a gazelor naturale din producția internă).

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

| | puncte procentuale | |
|--|--------------------|------|
| | 2014 | 2015 |
| Prețuri administrate | 0,2 | 1,0 |
| Combustibili | 0,2 | 0,3 |
| Prețuri LFO | 0,0 | 0,4 |
| CORE2 ajustat | 0,6 | 0,6 |
| Produse din tutun și băuturi alcoolice | 0,5 | -0,1 |

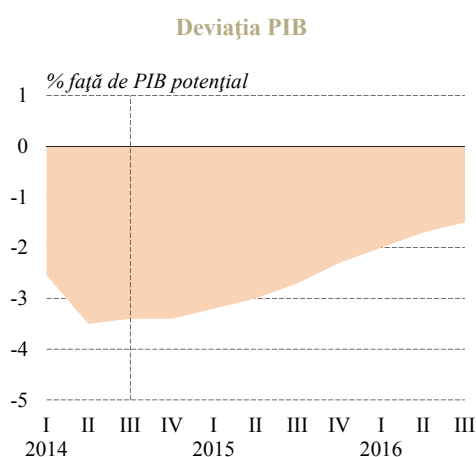
*) calcule sfârșit de perioadă; valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală.

cele a leului în raport cu dolarul SUA¹⁴, în timp ce anticipațiile inflaționiste sunt proiectate pe o traiectorie ușor ascendentă până la orizontul proiecției. Valorile ratei anuale a inflației combustibililor sunt anticipate pentru sfârșitul anilor 2014 și 2015 la 2,6 la sută (mai redusă cu 3,1 puncte procentuale față de Raportul asupra inflației din august¹⁵) și, respectiv, 3,2 la sută (mai ridicată cu 0,7 puncte procentuale comparativ cu raportul precedent¹⁶).

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 0,9 puncte procentuale la sfârșitul anului 2014 și de 1,7 puncte procentuale la finele celui viitor.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție¹⁷

Deviația PIB



Sursa: INS, proiecție BNR

Conform raportărilor oficiale¹⁸, PIB real ajustat sezonier a fost mai mic cu 0,9 la sută în trimestrul II 2014 comparativ cu trimestrul I 2014, dinamica corespunzătoare în termeni anuali fiind de 1,2 la sută¹⁹. Față de Raportul asupra inflației din luna august, seria PIB real ajustat sezonier a fost revizuită pentru intervalul ultimilor doi ani, nivelul acestuia fiind ușor mai redus în perioadele recente. Evoluția unor indicatori macroeconomici reprezentativi cu frecvență lunară²⁰ și recolta abundentă a sectorului agricol sugerează o dinamică favorabilă a PIB pentru trimestrul III al anului curent.

La creșterea medie anuală a PIB potențial din anul curent, un aport pozitiv important este adus, prin intermediul productivității

¹⁴ Scenariul curent de evoluție a cotației EUR/USD prevede continuarea tendinței recente de depreciere a monedei europene, în contextul măsurilor stimulative suplimentare anunțate de către BCE.

¹⁵ Atât pe fondul dinamicii mai reduse a prețului internațional al petrolului Brent anticipate la acest orizont, cât și ca urmare a revizuirii către niveluri mai reduse a așteptărilor privind inflația ale agenților economici.

¹⁶ În principal ca urmare a revizuirii în sus la acest orizont a dinamicii anuale a prețului petrolului, dar și a proiectării unui curs de schimb EUR/USD cu impact mai nefavorabil asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA.

¹⁷ 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.

¹⁸ Comunicatul INS nr. 244 din 8 octombrie 2014.

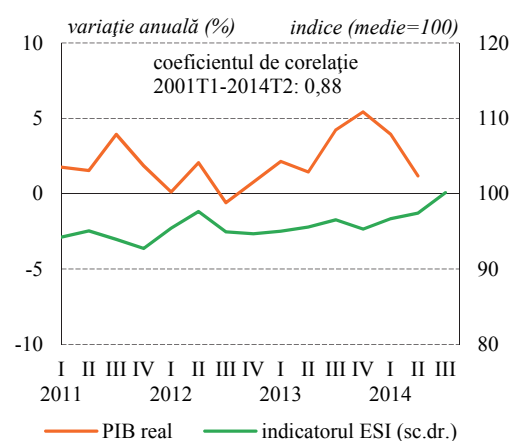
¹⁹ Calculată pe baza datelor neajustate sezonier.

²⁰ Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie s-a majorat cu 0,3 puncte procentuale, iar indicatorul încrederii în economie a crescut cu 2,7 puncte în trimestrul III 2014 față de trimestrul anterior. Pe de altă parte, producția industrială și comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și motocicletelor) au înregistrat reduceri (-1,6 la sută și, respectiv, -0,3 la sută în perioada iulie-august 2014 față de media trimestrului anterior).

totale a factorilor, de performanța sectorului agricol atât din anul anterior, evaluată a exercita efecte de „reportare” (engl. *carry-over*) considerabile, cât și a celei anticipate pentru anul curent. Evaluările actuale relevă, pentru anul 2014, o contribuție a forței de muncă similară celei din anul precedent²¹, o scădere a contribuției pozitive a stocului de capital, în urma recentelor reduceri trimestriale ale formării brute de capital fix, și menținerea la un nivel apropiat de cel din anul anterior a contribuției productivității totale a factorilor. Pentru anul 2015 scenariul de bază presupune, de asemenea, o contribuție pozitivă din partea factorilor de producție, în condițiile anticipării unei evoluții favorabile a pieței muncii și ale unei dinamici îmbunătățite a formării brute de capital fix, cu impact pozitiv asupra stocului de capital. Productivitatea totală a factorilor este așteptată a beneficia de concretizarea unor programe de perfecționare a angajaților și de re tehnologizare a capacităților de producție, ca răspuns la presiunile exercitate de creșterea concurenței din partea companiilor care, în contextul globalizării, au o serie de avantaje comparative în termeni de costuri. Aceste evoluții sunt susținute de ipotezele privind îmbunătățirea absorbției fondurilor europene structurale și de coeziune și de semnalele pozitive privind continuarea procesului de consolidare a bilanșurilor companiilor, ce creează premisele alocării unor fonduri dedicate creșterii productivității. Scenariul acesta rămâne însă marcat de incertitudinile asociate evoluției mediului extern și celei a volatilității fluxurilor de capital adresate economiilor din regiune, cu efect potențial advers asupra dinamicii factorilor de producție.

Comparativ cu runda precedentă de proiecție, deviația PIB din trimestrul II 2014 este evaluată la valori mai negative, modificarea având în vedere evoluția, inferioară proiecției pe termen scurt din runda precedentă, a PIB real în trimestrul II 2014, revizuirile ușoare operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real ajustate sezonier, precum și reevaluarea impactului determinanților acesteia²². În actuala rundă de proiecție, deficitul de cerere din trimestrul III 2014 este evaluat la un nivel ușor mai redus decât cel aferent trimestrului anterior, indicând, *ceteris paribus*, presiuni dezinflaționiste în scădere din partea cererii agregate. La dinamica deficitului de cerere agregată din trimestrul III 2014 contribuie, pe lângă persistența ridicată, impactul nefavorabil, în diminuare, a deficitului de cerere externă și cel marginal și doar tranzitoriu restrictiv al condițiilor monetare reale din trimestrul II. În structura celor din urmă, influențe stimulative sunt exercitate de ratele reale ale dobânzilor bancare, în timp ce efectul de avuție și de bilanș

Indicatorul de încredere în economie* și creșterea economică



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

²¹ 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).

²² 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.

al cursului de schimb și, respectiv, deviația cursului de schimb real efectiv de la tendința pe termen mediu (care acționează prin intermediul canalului exporturilor nete) au influențe ușor restrictive. Efectul componentei discreționare a politicii fiscale (impulsul fiscal) este evaluat a deveni ușor stimulatив în trimestrul III 2014. Diminuarea deficitului de cerere în trimestrul III 2014 este coroborată de o serie de indicatori lunari corelați cu poziția ciclică a economiei. Semnale favorabile sunt oferite de evoluția indicatorului de încredere în economie (creștere de 2,7 puncte în trimestrul III față de media trimestrului II) și a numărului de salariați din economie (+0,3 la sută în luna iulie comparativ cu media trimestrului II 2014). Pe de altă parte, producția industrială a scăzut cu 1,6 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului II 2014, iar rata șomajului BIM este evaluată a se situa în trimestrul III 2014 ușor peste tendința pe termen mediu.

Pe parcursul intervalului de proiecție, deviația negativă a PIB de la nivelul potențial este prognozată a se diminua treptat, implicând presiuni dezinflaționiste (asupra inflației de bază CORE2 ajustat) în atenuare. Această evoluție este preconizată a fi determinată de caracterul stimulatив al setului condițiilor monetare reale în sens larg, la care se adaugă efectele favorabile ale creșterii preconizate a ratei de absorbție a fondurilor europene²³ și redresarea graduală proiectată a cererii externe (aproximată prin *gap*-ul PIB UE efectiv). În același timp, impulsul fiscal²⁴ este anticipat a exercita un efect marginal stimulatив, semnalând o conduită anticiclică a politicii fiscale începând cu anul 2015. Față de Raportul asupra inflației din luna august, deficitul de cerere internă este proiectat la valori mai accentuate pe seama caracterului persistent al reevaluării efectuate în punctul de pornire, implicând, pe întregul interval de prognoză, presiuni dezinflaționiste mai ample. În rândul factorilor cu acțiune persistentă asupra deviației PIB, cererea externă este prognozată a avea un impact ușor mai restrictiv, în timp ce condițiile monetare reale sunt anticipate a fi mai stimulative față de evaluările din runda precedentă.

Scenariul de bază al proiecției prevede în anul 2014 un ritm anual pozitiv de creștere a PIB, de o magnitudine mai redusă față de cea înregistrată în anul 2013, pe seama evoluției nefavorabile din primul semestru. Pe intervalul proiecției, dinamica PIB este sprijinită de consolidarea graduală a cererii interne ce va crea premisele unui avans relativ mai rapid al importurilor, implicând, în pofida continuării anticipate a dinamicii pozitive a exporturilor, o contribuție ușor negativă a exporturilor nete la creșterea economică începând cu anul 2015. La redresarea treptată a cererii interne

²³ 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.

²⁴ Cuantifică în modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR impactul componentei discreționare a politicii fiscale.

din primele trimestre ale intervalului de prognoză contribuie cu precădere consumul individual efectiv al gospodăriilor populației, susținut de majorarea așteptată a venitului real disponibil²⁵, de continuarea relaxării condițiilor de creditare (inclusiv pe fondul scăderilor ratei dobânzii de politică monetară operate anterior) și de efectul favorabil anticipat al producției agricole asupra consumului. Începând cu anul 2015, în contextul anticipării unei ameliorări a intrărilor de capital cu destinație productivă (prin intermediul programelor operaționale derulate pe baza fondurilor europene structurale și de coeziune și a fluxurilor de investiții străine directe), formarea brută de capital fix este, de asemenea, așteptată a avea un aport ușor pozitiv la cererea internă.

Componentele cererii agregate

În trimestrul III 2014 se anticipează că dinamica trimestrială a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației va marca o redresare²⁶, în condițiile majorării cu 2 la sută a salariului net în termeni reali în perioada iulie-august față de media trimestrului II 2014 și, respectiv, ale îmbunătățirii cu 4,5 puncte a indicatorului de încredere a consumatorilor în trimestrul III 2014 comparativ cu cel anterior. Caracterul moderat al dinamicii trimestriale a acestei componente este însă sugerat de evoluții precum cea a stocului de credite de consum în termeni reali (total lei și valută) care, în trimestrul III comparativ cu cel anterior, s-a redus cu 4,2 la sută, sau cea a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele), în diminuare cu 0,3 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului anterior. În acest context, în trimestrul III 2014 deviația negativă a acestei componente de la tendința pe termen mediu este evaluată în ușoară accentuare față de trimestrul anterior.

Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este prevăzut să înregistreze o creștere moderată în trimestrul III 2014, compatibilă cu situarea deficitului bugetar în anul 2014 în limita stabilită cu instituțiile financiare internaționale²⁷.

Pe parcursul intervalului de prognoză se anticipează o consolidare graduală a creșterii consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, impulsionat de accentuarea, cu precădere în prima jumătate a intervalului de prognoză, a caracterului stimulat al ratelor dobânzilor bancare practicate de instituțiile financiare

²⁵ La care contribuie creșterea salariului minim brut pe țară de la 850 lei la 900 lei începând cu 1 iulie 2014 și situarea ratei inflației IPC la valori relativ reduse.

²⁶ În trimestrul II 2014 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a scăzut cu 0,4 la sută în termeni trimestriali.

²⁷ Conform ultimelor date publicate de MFP, ponderea în PIB a soldului bugetului general consolidat a fost de 0,06 la sută în luna septembrie 2014 (metodologie *cash*). Ținta pentru deficitul *cash* în anul 2014 este de 2,2 la sută din PIB (Ministerul Finanțelor Publice *Raport privind situația macroeconomică pe anul 2014 și proiecția acesteia pe anii 2015-2017*).

în relația cu clienții nebancari ai acestora și de preconizarea unei ușoare creșteri a nivelului de ocupare a forței de muncă în sectorul privat. Procesul de relaxare a condițiilor de creditare este anticipat a continua, inclusiv ca rezultat al propagării deciziilor recente de reducere a ratei dobânzii de politică monetară asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari²⁸. Volumul total al cererii de credite noi rămâne însă influențat de exigențele de consolidare a bilanțurilor financiare ale gospodăriilor populației. Un factor favorabil creșterii anticipate a venitului real disponibil al gospodăriilor populației este reprezentat de valorile proiectate relativ reduse ale ratei inflației IPC, cu precădere în următoarele trimestre. La aceste condiții se adaugă menținerea, în contextul suprapunerii ciclurilor financiare multianuale de absorbție, a premiselor privind creșterea anticipată a atragerii de fonduri europene structurale și de coeziune, efecte favorabile asupra consumului fiind așteptate în special din partea celor care adresează productivitatea muncii, cu impact pozitiv inclusiv asupra dinamicii salariale din sectorul privat. Pentru anul 2014, un efect suplimentar de consolidare a consumului este anticipat a proveni din partea producției agricole. În ceea ce privește consumul colectiv efectiv al administrației publice, acesta este anticipat a înregistra o creștere pe întregul interval de proiecție.

În trimestrul III 2014, după scăderile trimestriale recente, formarea brută de capital fix este anticipată a manifesta o ameliorare a dinamicii nefavorabile din trimestrul anterior. Gradul de incertitudine aferent acestei evoluții este însă ridicat, dat fiind caracterul mixt al semnalelor transmise de unii indicatori coincidenți. Astfel, în perioada iulie-august față de mediile aferente trimestrului II 2014, producția industrială de bunuri de capital și volumul cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital au scăzut cu 0,4 la sută, respectiv 4,3 la sută, în timp ce în trimestrul III 2014 indicatorul de încredere în construcții și-a continuat dinamica de îmbunătățire. Incertitudinea evaluării este accentuată și de alți indicatori cu evoluții divergente în perioada iulie-august față de mediile corespunzătoare trimestrului II 2014 precum construcțiile noi și permisele de construcții, cu variații de -1,3 la sută (în termeni reali) și, respectiv, de -1,9 la sută, în timp ce reparațiile capitale au crescut în aceeași perioadă cu 2,4 la sută. Pe fondul evoluției anticipate a formării brute de capital fix, deviația acestei componente de la tendința pe termen mediu este evaluată a rămâne în teritoriu negativ în trimestrul III 2014, având o magnitudine ușor accentuată față de cea din trimestrul anterior.

²⁸ Viteza și gradul în care se realizează efectiv transmisia deciziilor de politică monetară asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile financiare în relația cu clienții nebancari ai acestora depind, într-o măsură semnificativă, și de termenii și standardele de creditare practicate de băncile comerciale, efectul net asupra dinamicii ratelor dobânzilor bancare putând să difere, ca magnitudine, de impulsurile transmise prin modificarea ratei semnal a dobânzii BNR.

Creșterea medie anuală a formării brute de capital fix este proiectată a fi negativă în anul 2014, fiind grevată de evoluțiile nefavorabile înregistrate pe parcursul anului 2013 și în prima parte a anului curent (inclusiv printr-un efect statistic de tip *carry-over*). Începând cu anul 2015, este de așteptat ca această componentă să cunoască o redresare graduală, susținută de anticiparea unor programe de re tehnologizare a unităților de producție, la care poate contribui și continuarea atragerii de fonduri europene structurale și de coeziune dedicate sectorului investițional. Acești factori, la care se adaugă anticiparea continuării procesului de relaxare a condițiilor de creditare, ar urma să exercite un impact pozitiv asupra înzestrării cu capital la nivelul economiei, cu efecte favorabile asupra creșterii productivității muncii și a investițiilor.

Pe parcursul trimestrului III 2014, dinamica trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii este așteptată să revină în teritoriu pozitiv, în contextul anticipării unei recolte agricole în 2014 la fel de bune precum cea din 2013 și al persistenței modificărilor structurale favorabile care au contribuit la performanța pozitivă în anul 2013 și în prima parte a anului curent^{29,30}. În contextul tensiunilor regionale și geopolitice recente, ritmul trimestrial de creștere prognozat este însă moderat comparativ cu dinamicile anterioare, evaluare argumentată de plasarea, în trimestrul III 2014, a indicatorului de încredere în economie la nivelul UE cu 1,7 puncte sub valoarea din trimestrul precedent și de comprimarea producției industriale din zona euro cu 0,5 la sută în perioada iulie-august față de media trimestrului II 2014. Pe fondul redresării graduale 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 III 2014 este așteptată a reveni, de asemenea, în teritoriu pozitiv. Evoluțiile prognozate pentru exporturile și importurile de bunuri și servicii din conturile naționale sunt susținute de dinamicile componentelor de exporturi, respectiv importuri de bunuri și servicii din balanța de plăți (creșteri de 1,5 la sută, respectiv 0,9 la sută în perioada iulie-august față de mediile corespunzătoare trimestrului anterior). În aceste condiții, deviațiile de la tendințele pe termen mediu ale acestor componente sunt evaluate a fi negative, în ușoară accentuare.

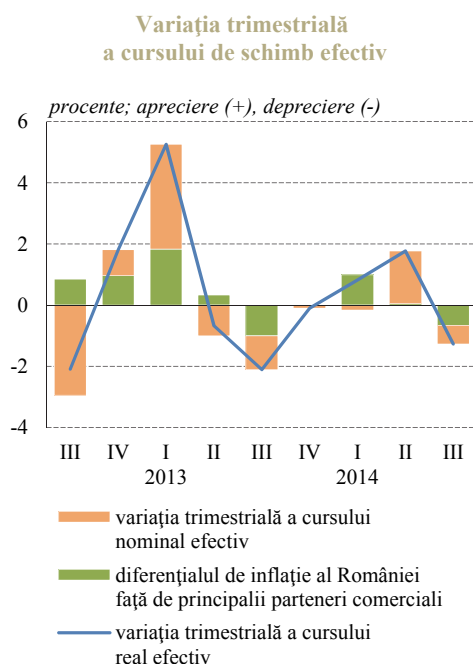
Exporturile de bunuri și servicii sunt anticipate a-și menține dinamica pozitivă pe întregul interval de prognoză, fiind susținute de redresarea treptată a cererii externe efective și de persistența

²⁹ 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 (+1,9 la sută față de ultimul trimestru al anului 2013).

³⁰ În anul 2013, subgrupele „mașini și echipamente de transport” și „alimente și animale vii, băuturi și tutun” au crescut cu 14,5 la sută și, respectiv, cu 25,6 la sută comparativ cu anul anterior, evoluție continuată în intervalul ianuarie-iunie 2014 (9,7 la sută, respectiv 14,1 la sută față de perioada corespunzătoare a anului precedent). Datele sunt aferente balanței de plăți, exprimate în euro.

evoluțiilor favorabile din perioadele recente ale subgrupelor „mașini și echipamente de transport” și, în pofida unor reduceri ale cotațiilor cerealelor pe piețele internaționale, de comerțul cu „produse agroalimentare” (impulsionat de activitatea tot mai intensă a *trader*-ilor de cereale din România). Pe termen mediu se preconizează o încetinire a dinamicii exporturilor, pe fondul apropierii treptate probabile, în unele industrii, de limitele superioare ale capacităților productive interne și în ipoteza standard a înregistrării, în anii următori, a unor producții agricole normale. În ceea ce privește evoluția importurilor de bunuri și servicii pe intervalul de prognoză, acestea sunt anticipate a avea o dinamică pozitivă, indusă de creșterea cererii interne pe seama consolidării graduale a consumului final și redresării formării brute de capital fix.

În condițiile proiectării unei contribuții negative a exporturilor nete de bunuri și servicii, respectiv, a balanței veniturilor primare și secundare^{31,32} (pentru 2014, în contextul unei ușoare deteriorări a balanței veniturilor din investiții directe în primele opt luni), ponderea deficitului de cont curent în PIB este anticipată a crește ușor pe parcursul intervalului de prognoză, de la o valoare redusă înregistrată la sfârșitul anului 2013, menținându-se la valori apropiate de 2 la sută pe termen mediu. Pe fondul înregistrării unor niveluri adecvate ale rezervelor internaționale, 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 leului.



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

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 bilanț³³.

³¹ Începând cu anul 2014, standardul metodologic internațional pentru elaborarea balanței de plăți este asigurat de Manualul FMI Balanța de plăți și poziția investițională internațională, ediția a VI-a (BPM6), care înlocuiește Manualul FMI Balanța de plăți, ediția a V-a (BPM5). Precizările metodologice se pot consulta pe *website*-ul BNR, respectiv al BCE.

³² Veniturile primare reprezintă acele venituri realizate de unitățile instituționale rezidente din contribuția la procese de producție, furnizarea de resurse financiare sau închirierea resurselor naturale unor unități instituționale nerezidente (inclusiv venituri din muncă, venituri din investiții în active financiare – investiții directe, de portofoliu și alte investiții și alte venituri primare). Veniturile secundare cuprind în principal transferurile curente între rezidenți și nerezidenți și includ noi concepte referitoare la transferurile personale și remiterile internaționale.

³³ 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.

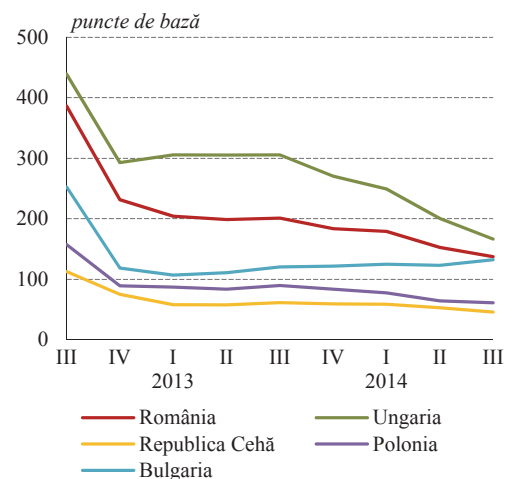
În trimestrul III 2014, ratele nominale ale dobânzilor³⁴ practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari au continuat să scadă, inclusiv ca urmare a impulsului, propagat în timp, al reducerilor cumulate ale ratei dobânzii de politică monetară operate de BNR. Scăderea ratelor nominale ale dobânzilor, atenuată ușor de reducerea așteptărilor privind inflația³⁵, a 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 ușor stimulat, în condițiile existenței în continuare a unei marje de ajustare în sens descendent a ratei nominale a dobânzii la creditele noi.

Pe parcursul trimestrului III 2014, comparativ cu trimestrul anterior, cursul de schimb nominal efectiv s-a depreciat ușor, evoluție determinată preponderent de dinamica cursului leu-dolar SUA, în condițiile unei aprecieri a monedei naționale față de euro. Pe fondul unei contribuții pozitive a diferențialului de inflație în raport cu partenerii comerciali, moneda națională a înregistrat, de asemenea, o ușoară depreciere trimestrială și în termeni reali efectivi³⁶. În acest context, impactul ușor restrictiv (prin intermediul canalului exporturilor nete), *ceteris paribus*, asupra cererii agregate din trimestrul IV 2014 al deviației cursului de schimb real efectiv de la tendința estimată pe termen mediu este evaluat în reducere.

În trimestrul III 2014, în linie cu evoluțiile pe plan regional, gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională a continuat să se reducă, tendința fiind corelată cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS). Cumulat, deviația negativă de la trend a primei de risc și menținerea sub tendința pe termen mediu 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 schimb³⁷. În contextul evoluțiilor menționate, influența efectului de avuție și de bilanț din trimestrul III 2014 asupra activității economice din trimestrul următor devine ușor stimulat.

Condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul III 2014, cu impact asupra activității economice din trimestrul următor, sunt evaluate ca fiind ușor stimulative, având ca efect, *ceteris paribus*, diminuarea presiunilor dezinflaționiste induse de deficitul de cerere agregată. În structura ansamblului condițiilor monetare reale, efectul stimulat al deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor

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



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

³⁴ 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.

³⁵ Informațiile referitoare la acest indicator sunt preluate din Sondajul lunar al BNR derulat în rândul analiștilor bancari (octombrie 2014).

³⁶ Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

³⁷ Aproximată prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

bancare și al efectului de avuție și de bilanț este ușor 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 prognoză, într-o măsură mai amplă comparativ cu evaluările din runda anterioară. Impactul cumulat stimulative al ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele în lei practicate de instituțiile financiare este accentuat de cel din partea efectului de avuție și de bilanț. Cursul real efectiv exercită, prin canalul exporturilor nete, un impact aproximativ neutru pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție. Influența persistent stimulative a efectului de avuție și de bilanț este rezultatul proiectării unor contribuții favorabile din partea ratei dobânzii externe – reflectând conduita acomodativă recentă și anticipată a politicii monetare a BCE –, a dinamicii cursului de schimb (pe majoritatea intervalului de proiecție) și a primei de risc, în condițiile anticipării situării deficitului bugetar și a celui de cont curent al balanței de plăți la niveluri prognozate a nu reprezenta surse de instabilitate a cursului de schimb al leului.

Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată în vederea menținerii pe termen mediu a ratei inflației în intervalul asociat țintei, prin ancorarea eficace a așteptărilor inflaționiste, concomitent asigurării premiselor favorabile redresării sustenabile a activității de creditare, 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 denumite în lei, consistent cu traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, este preconizat a fi unul stimulative la adresa cererii agregate, ușor atenuat față de runda anterioară cu precădere în prima parte a intervalului de prognoză.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor referitoare la traectoria inflației este evaluată a fi relativ echilibrată, dar caracterizată în continuare de incertitudini ridicate. Riscurile identificate sunt atribuite atât evoluțiilor mediului extern, cât și unor factori interni.

Coordonatele de evoluție a mediului extern continuă să fie supuse incertitudinii, reconfigurarea acestora având potențialul să afecteze variabilele macroeconomice interne prin canalul comercial, al așteptărilor și cel financiar. Tensiunile geopolitice dintre Rusia și Ucraina nu reprezintă, în contextul dezvoltărilor de până în acest moment³⁸, un factor de risc relevant la adresa economiei românești,

³⁸ În intervalul martie-august 2014, exporturile de bunuri ale României către Rusia și Ucraina au scăzut cu doar 0,4 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent (date exprimate în euro).

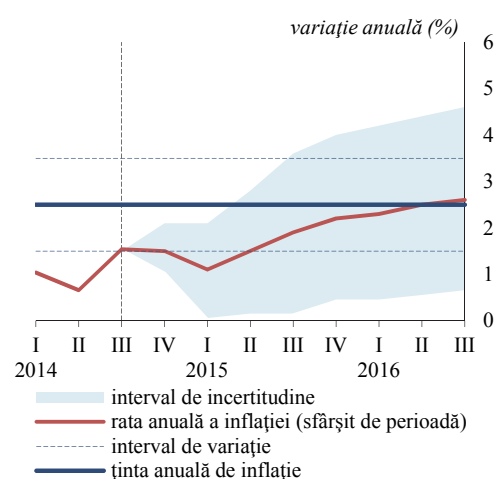
România fiind una dintre țările Europei Centrale și de Est cel mai puțin expuse din punct de vedere comercial față de Rusia și Ucraina. Cu toate acestea, escaladarea acestui conflict ar putea exercita efecte indirecte negative în primul rând asupra exporturilor românești – prin prisma impactului pe care o asemenea dezvoltare l-ar putea avea asupra cererii externe din partea UE, principalul partener comercial al României; în al doilea rând, o astfel de conjunctură ar antrena consecințe adverse asupra încrederii investitorilor, cu impact inhibitor asupra dezvoltării de noi proiecte investiționale, precum și asupra expunerilor din România ale instituțiilor financiare cu activitate transfrontalieră, prezente în Ucraina și/sau Rusia. Materializarea acestora din urmă este considerată a avea doar un impact limitat, ținând cont de îmbunătățirea indicatorilor de lichiditate, solvabilitate și provizionare ai sistemului bancar românesc. Un scenariu în care comunitatea internațională aplică mai multe sancțiuni³⁹ asupra schimburilor comerciale și financiare cu Rusia și, de asemenea, Rusia adoptă posibile represalii adiționale, ca răspuns la măsurile comunității internaționale, ar putea avea implicații nefavorabile suplimentare pentru creșterea economică la nivelul Uniunii Europene. Incertitudinile referitoare la conduita politicii monetare a Fed⁴⁰ și înrăutățirea în continuare a așteptărilor privind perspectivele de evoluție a principalelor economii ale lumii pot afecta aversiunea la risc a investitorilor față de economiile emergente, generând, implicit, și o volatilitate sporită a fluxurilor de capital adresate economiei românești, care s-ar repercuta în fluctuații excesive ale cursului de schimb al monedei naționale. Riscul asociat consecințelor nefavorabile ale unei posibile realocări de portofolii ale investitorilor prezenți pe piețele financiare locale este, însă, atenuat datorită faptului că o serie de particularități benefice economiei românești⁴¹ au fost percepute de către investitori ca reprezentând un avantaj comparativ pentru România în termeni de reziliență la șocuri externe față de alte economii emergente. Riscul ca procesul de dezintermediere financiară transfrontalieră să continue într-o manieră dezordonată se menține: forțarea unei reduceri agresive a raportului credite/depozite ar determina o constrângere excesivă la nivelul ofertei de credite și, pe cale de consecință, abateri de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor creșterii economice și, implicit, ale inflației.

³⁹ Începând cu luna martie 2014, UE a aplicat sancțiuni având grade diverse de severitate, de la cele de natură diplomatică, interdicții de călătorie și înghețarea activelor pentru anumiți indivizi sau entități din Rusia, până la limitarea accesului instituțiilor financiare din Rusia la piețele de capital europene și măsuri care se referă la companii din domeniile apărării și energetic.

⁴⁰ Posibile creșteri ale ratelor dobânzilor în SUA. Față de Raportul asupra inflației din luna august, incertitudinile referitoare la conduita politicii monetare a BCE s-au diminuat semnificativ, în contextul măsurilor adoptate recent, care reflectă orientarea persistent acomodativă a acesteia.

⁴¹ De exemplu, ameliorarea fundamentelor economice – perspectivele favorabile privind inflația, progresele ce vizează atenuarea dezechilibrelor intern și extern, substituția în materie de creditare dinspre valută spre moneda națională –, angajarea formală a autorităților române într-un program de reforme structurale cu UE, FMI și Banca Mondială, consolidarea ponderii titlurilor românești în indici *investment grade* reprezentativi la nivel global și expunerile nerezidenților la titluri emise pe piața internă reduse comparativ cu cele față de alte economii emergente.

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

Balanța riscurilor provenind din partea evoluției prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale este apreciată ca fiind relativ echilibrată, în condițiile în care riscul asociat intensificării instabilității geopolitice, care ar putea limita în viitor extinderea capacității de producție a petrolului, este contrabalansat de riscul unei cereri globale reduse, caracterizat de stocuri de petrol în creștere (exces de ofertă). În același timp, își menține relevanța riscul ca evoluția cursului de schimb EUR/USD⁴² să exercite o influență nefavorabilă asupra celei a leului în raport cu dolarul SUA și, mai departe, asupra prețului petrolului exprimat în lei.

Pe plan intern, persistă incertitudinile cu privire la implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale și de măsuri convenit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială): orice întârziere și/sau neîndeplinire în manieră sustenabilă a obiectivelor stabilite poate conduce la amplificarea efectelor eventualelor șocuri nefavorabile, interne sau externe, asupra ratei inflației și creșterii economice, anulând câștigurile de atractivitate pentru investitori ale activelor românești, rezultate din ajustările derulate până în prezent ale dezechilibrelor macroeconomice.

Riscurile la adresa inflației provenind din partea prețurilor administrate sunt relativ echilibrate pe termen scurt, fiind condiționate de posibile reconfigurări ale informațiilor provenite de la autoritățile de profil interne; această evaluare ține cont, în particular, de echilibrarea balanței riscurilor din partea prețurilor gazelor naturale, dată fiind prelungirea termenului de implementare a calendarului etapelor de liberalizare a acestei piețe. Pe termen mediu, însă, se mențin unele incertitudini cu privire la cuantificarea impactului pe care stadiile dereglementării prețurilor gazelor naturale și ale energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori, precum și în ceea ce privește calendarele acestor faze. Incertitudinile menționate pot fi potențate de menținerea sau chiar amplificarea instabilităților geopolitice din Ucraina și/sau Orientul Mijlociu, în măsura în care aceste tensiuni ar influența prețurile produselor energetice de pe piețele internaționale.

În plus, există riscuri privind evoluția prețurilor produselor accizabile (cu precădere grupele combustibili, produse din tutun și băuturi alcoolice din coșul de consum) în 2015 și 2016, în măsura în care o eventuală ajustare a metodologiei de determinare a echivalentului în lei al acestora, prin operarea de modificări specifice în Codul fiscal, ar implica abateri de la coordonatele prevăzute în scenariul de bază al proiecției.

Pe intervalul de proiecție, balanța riscurilor provenind din partea prețurilor interne ale alimentelor este evaluată ca fiind echilibrată, reflectând două influențe de sens contrar: posibila persistență a suplimentării ofertei interne cu importuri din unele state membre

⁴² Datorită accentuării în perspectivă a divergenței deciziilor de politică monetară ale principalelor bănci centrale (orientarea către o politică monetară expansionistă a BCE și, respectiv, renunțarea la această conduită de către Fed).

afectate de restricțiile impuse recent la exportul către Rusia și, respectiv, vulnerabilitățile sectorului agricol, sensibil dependent de condițiile meteorologice, alături de utilizarea ipotezei unor producții agricole normale pentru anii 2015 și 2016.

2. Evaluarea de politică monetară

În linie cu previziunile băncii centrale, rata anuală a inflației s-a menținut la valori scăzute în primele două luni ale trimestrului III și a consemnat în septembrie o corecție ascendentă, pe fondul epuizării impactul dezinflaționist al reducerii cotei TVA la unele produse de panificație⁴³. Traectoria pe care s-a plasat rata anuală a inflației a fost însă mai coborâtă decât cea prognozată anterior⁴⁴, ea rămânând la finele trimestrului în proximitatea limitei de jos a intervalului de variație al țintei staționare, respectiv la nivelul de 1,54 la sută, în principal ca efect al cantonării în teritoriul negativ a dinamicii anuale a prețurilor volatile ale produselor alimentare și al prelungirii valorilor scăzute ale inflației din zona euro, suprapuse persistenței deficitului de cerere agregată și ajustării descendente pronunțate a anticipațiilor inflaționiste.

Actualizarea, într-un asemenea context, a prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu s-a concretizat într-o nouă revizuire generalizată, în sens descendent, a traiectoriei anticipate a ratei anuale a inflației, cele mai ample scăderi ale acesteia în raport cu precedentă prognoză fiind consemnate în cea de-a doua parte a orizontului proiecției. Astfel, potrivit noii prognoze, rata anuală previzionată a inflației se menține până la mijlocul anului 2015 sub limita inferioară a intervalului țintei staționare sau în imediata ei apropiere – atingând un nivel de 1,5 la sută în decembrie 2014 –, revenirea durabilă a acesteia în interiorul intervalului producându-se, prin urmare, cu patru trimestre mai târziu decât se anticipase anterior. Totodată, traiectoria ușor ascendentă pe care aceasta se plasează ulterior rămâne până spre finele orizontului proiecției sub punctul central al țintei staționare a inflației, situându-se în decembrie 2015 la 2,2 la sută, nivel sensibil mai scăzut față de cel relevat de prognoza precedentă (3 la sută). În consecință, valoarea medie anuală prognozată a ratei inflației consemnează, la rândul ei, un nou declin în raport cu proiecția precedentă, coborând la 1,2 la sută în 2014 (de la 1,4 la sută) și la 1,5 la sută în 2015 (de la 2,4 la sută).

Toate componentele indicelui prețurilor de consum contribuie la această modificare a perspectivei inflației, cel mai semnificativ aport fiind adus, însă, și în actualul exercițiu de prognoză, de componenta de bază a inflației și de cea a prețurilor administrate,

⁴³ Măsura a fost implementată în luna septembrie a anului 2013.

⁴⁴ Raportul asupra inflației, august 2014.

ale căror dinamici anuale previzionate consemnează noi ajustări descendente de-a lungul întregului orizont de prognoză, dar mai cu seamă pe segmentul de mijloc al acestuia. Drept urmare, odată cu coborârea sa pe un palier mai scăzut, traiectoria ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat capătă și o altă configurație: ea devine cvasiliniară pe parcursul primelor șase trimestre – menținându-se în cea mai mare parte a intervalului la valori subunitare – și se plasează pe un trend ușor ascendent abia la mijlocul anului 2016, fără a depăși, astfel, nivelul de 1,7 la sută la finalul orizontului prognozei⁴⁵. Noua schimbare a perspectivei inflației CORE2 ajustat reflectă efectele directe/indirecte ale scăderii valorilor așteptate ale ratei inflației în zona euro și în alte țări din UE, dar, mai cu seamă, acțiunea dezinflaționistă mai intensă prezumată a fi exercitată pe întregul orizont de prognoză de factorii săi fundamentali, în condițiile accentuării corecției descendente a anticipațiilor inflaționiste și mai ales ale readâncirii și creșterii implicite ale valorilor prognozate ale deficitului de cerere agregată, anticipate a reveni, însă, pe un trend descendent la începutul anului 2015. Premisele și ipotezele majore ale unui asemenea *pattern* al *gap*-ului negativ al PIB le constituie, pe de o parte, revizuirea seriei istorice de date privind PIB, scăderea peste așteptări a ritmului anual al creșterii economice în primul semestru al anului curent, precum și persistența caracterului fragil al redresării economice globale și în zona euro și, pe de altă parte, revenirea treptată la o atitudine ușor contraciclică a politicii fiscale și menținerea caracterului stimulat al condițiilor monetare reale, asociată cu o relativă ameliorare a mecanismului transmisiei monetare.

Configurația și determinanții noii perspective a inflației oferă băncii centrale un spațiu adițional de ajustare prudentă a conduitei politicii monetare, în condițiile menținerii coerenței temporale a acesteia și ale sincronizării ei cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune și din zona euro. Utilizarea acestui spațiu – vizând revigorarea procesului de creditare, refacerea încrederii, implicit redresarea economiei, concomitent cu menținerea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu în linie cu ținta staționară – continuă să fie condiționată de caracteristicile/perforanțele politicii fiscale, ale reformelor structurale și ale atragerii fondurilor europene, urmărirea consecventă și îndeplinirea obiectivelor specifice convenite cu UE, FMI și Banca Mondială fiind esențiale pentru prezervarea coerenței mixului de politici macroeconomice. Repere importante în fundamentarea deciziei de politică monetară rămân, de asemenea, dimensiunea și sursa incertitudinilor, precum și natura și probabilitatea de materializare a riscurilor asociate perspectivei inflației. În contextul dat, se apreciază că prognoza actualizată a inflației se caracterizează printr-un grad crescut de incertitudine, precum și prin persistența

⁴⁵ În precedenta proiecție, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat se situa la 2,1 la sută.

unor riscuri în dublu sens la adresa ei, având, însă, 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.

Principala sursă de incertitudini și de riscuri mixte la adresa evoluției viitoare a inflației continuă să o constituie mediul extern, mai cu seamă tensiunile geopolitice existente, o relevanță deosebită având-o în actuala conjunctură implicațiile economice – efective și potențiale – ale prelungirii conflictului din Ucraina. Acestea ar putea induce, direct sau prin intermediul oscilațiilor apetitului global pentru risc, modificări în dinamica activității economice și în comportamentul inflației din zona euro și din statele din regiune – implicit în evoluția exporturilor și prețurilor de import ale României –, dar și variații ale fluxurilor de capital orientate spre economia românească, eventual alimentate și de continuarea proceselor de dezintermediere și de restructurare ale unor sisteme bancare din zona euro/UE, de natură să genereze fluctuații temporare, dar posibil semnificative, ale cursului de schimb al leului. Chiar dacă, într-un asemenea context, presiunile în sensul deprecierei leului ar putea deveni predominante pe termen scurt, este de așteptat ca, pe termen mediu, efectele astfel exercitate asupra dinamicii IPC să fie contrabalansate de relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, în condițiile foarte probabilei încetiniri a redresării economiei românești, sub impactul advers al evoluțiilor economice și financiare în zona euro⁴⁶.

Potențiala continuare a realocării portofoliilor pe plan regional, în contextul prelungirii conflictului din Ucraina, ar putea antrena, de asemenea, episoade de accentuare a fluctuațiilor cursului de schimb al leului, implicit abateri în ambele sensuri ale acestuia de la coordonatele anticipate, de natură să exercite un impact temporar asupra dinamicii inflației. Influențe similare, receptate prioritar de raportul RON/USD, ar decurge și din eventuala intensificare, posibil tranzitorie, a realocării portofoliilor pe plan global – cel mai probabil în funcție de calitatea factorilor fundamentali, corelată cu atractivitatea relativă a plasamentelor pe diferite piețe financiare – pe fondul accentuării divergenței dintre conduitele politicilor monetare ale principalelor bănci centrale ale lumii.

Riscuri la adresa comportamentului cursului de schimb al leului continuă să genereze și mediul intern, în condițiile persistenței incertitudinilor privind ritmul implementării măsurilor de reformă structurală convenite cu UE, FMI și Banca Mondială, capabile să influențeze favorabil sau advers percepția investitorilor străini asupra riscului asociat economiei românești și pieței financiare

⁴⁶ Prin intermediul canalului comerțului exterior, financiar și al încrederii, precum și al efectului de avuție și bilanț al ratei de schimb.

locale. De asemenea, o sursă internă de riscuri în ambele sensuri la adresa perspectivei inflației o constituie, în actualul context, gradul mai ridicat de incertitudine ce caracterizează proiecția prețurilor administrate – dată fiind revizuirea recentă a calendarului de liberalizare a tarifelor gazelor naturale –, precum și previziunile privind nivelul în lei al accizelor aplicabil începând cu anul 2015. Este însă de așteptat ca, în condițiile persistenței pe termen mediu a valorilor semnificative – deși aflate în scădere graduală – ale deficitului de cerere agregată, anticipațiile inflaționiste pe termen mediu să rămână reziliante la o eventuală deviere temporară în sens ascendent a acestei categorii de prețuri de la coordonatele proiectate.

În ceea ce privește evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, probabilitatea consemnării unor abateri ascendente, respectiv descendente, ale acestora de la traiectoria anticipată – sub impactul potențialelor modificări survenite fie la nivelul cererii globale, fie la nivelul producției și stocurilor mondiale de asemenea bunuri, mai cu seamă în sectorul petrolier și în cel agricol – se consideră a fi relativ redusă și simetric distribuită, cel puțin pe termen scurt.

Dată fiind perspectiva plasării ratei anuale a inflației la valori sensibil inferioare celor prognozate anterior, pe fondul persistenței deficitului de cerere agregată, al consolidării la niveluri mai scăzute a anticipațiilor inflaționiste, precum și al prelungirii inflației reduse din zona euro, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 noiembrie 2014, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 2,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelului actual al ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută la 14 la sută de la 16 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2014, măsura vizând continuarea procesului de armonizare a mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale ale statelor membre ale UE. În același timp, în scopul reducerii volatilității ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și al consolidării transmisiei semnalului ratei dobânzii de politică monetară, Consiliul de administrație al BNR a decis îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 2,50$ puncte procentuale, de la $\pm 2,75$ puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 5,75 la sută la 5,25 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost menținută la 0,25 la sută.

