



**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**

**RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**  
**februarie 2014**

Anul X, nr. 35  
Serie nouă



**Banca Națională a României**

# **Raport asupra inflației**

## **Februarie 2014**

**Anul X, nr. 35**

**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 februarie 2014, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 29 ianuarie 2014.*

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

## Lista abrevierilor

<b>ANOFM</b>	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
<b>ANRE</b>	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
<b>APDRP</b>	Agenția de Plăți pentru Dezvoltare Rurală și Pescuit
<b>APIA</b>	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
<b>BCE</b>	Banca Centrală Europeană
<b>BIM</b>	Biroul Internațional al Muncii
<b>BM</b>	Banca Mondială
<b>CE</b>	Comisia Europeană
<b>CRC</b>	Centrala Riscului de Credit
<b>DG ECFIN</b>	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
<b>ESI</b>	indicatorul de încredere în economie
<b>Eurostat</b>	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
<b>FBCF</b>	formarea brută de capital fix
<b>FMI</b>	Fondul Monetar Internațional
<b>IAPC</b>	indicele armonizat al prețurilor de consum
<b>INS</b>	Institutul Național de Statistică
<b>IPC</b>	indicele prețurilor de consum
<b>IPPI</b>	indicele prețurilor producției industriale
<b>LFO</b>	legume, fructe, ouă
<b>MADR</b>	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
<b>MFE</b>	Ministerul Fondurilor Europene
<b>MFP</b>	Ministerul Finanțelor Publice
<b>ON</b>	<i>overnight</i>
<b>OPCOM</b>	Operatorul pieței de energie electrică și de gaze naturale din România
<b>OPEC</b>	Organizația țărilor exportatoare de petrol
<b>PIB</b>	produsul intern brut
<b>RMO</b>	rezerve minime obligatorii
<b>ROBOR</b>	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
<b>TVA</b>	taxa pe valoarea adăugată
<b>UE</b>	Uniunea Europeană
<b>VAB</b>	valoarea adăugată brută
<b>3M</b>	3 luni
<b>12M</b>	12 luni

# Cuprins

<b>SINTEZĂ</b> .....	7
<b>I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI</b> .....	12
<b>II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE</b> .....	15
<b>1. Cererea și oferta</b> .....	15
1.1. Cererea .....	16
1.2. Oferta .....	19
<b>2. Piața muncii</b> .....	20
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție</b> .....	22
<b>III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE</b> .....	25
<b>1. Politica monetară</b> .....	25
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare</b> .....	28
2.1. Ratele dobânzilor .....	28
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	30
2.3. Moneda și creditul .....	32
<b>IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI</b> .....	35
<b>1. Scenariul de bază</b> .....	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 .....	41
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	49
<b>2. Evaluarea de politică monetară</b> .....	51



### *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

Rata anuală a inflației IPC a atins la sfârșitul trimestrului IV 2013 minimul ultimilor 24 de ani, coborând la limita inferioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual asociat țintei staționare de 2,5 la sută. Nivelul atins în luna decembrie a fost de 1,55 la sută, cu 0,33 puncte procentuale sub cel consemnat la finele trimestrului III și cu 0,3 puncte procentuale mai redus decât cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie. Reducerea în continuare a indicelui agregat al prețurilor de consum, în structura căruia se remarcă intrarea în premieră a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat<sup>1</sup> în teritoriu negativ, s-a datorat în principal acumulării efectelor șocurilor favorabile de natura ofertei din cursul anului 2013. Dată fiind natura tranzitorie a acestor efecte, este de așteptat ca nivelurile foarte scăzute ale inflației să se mențină doar pe termen scurt. Evoluțiile ultimilor ani sugerează conturarea unei tendințe a ratei inflației de a reveni relativ rapid în interiorul intervalului de variație din jurul țintei, după epuizarea efectelor șocurilor de ofertă.

Rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a coborât de la 0,49 la sută la sfârșitul trimestrului III până la -0,14 la sută la finele trimestrului IV. La intrarea în teritoriu negativ a inflației de bază au contribuit în mare măsură evoluții cu impact temporar asupra ratei anuale a acesteia, vizibile încă din trimestrul anterior: scăderea, începând cu 1 septembrie 2013, a cotei TVA de la 24 la sută la 9 la sută la unele produse de panificație și efectul de bază favorabil asupra prețurilor produselor alimentare procesate, determinat de recolta agricolă abundentă a anului 2013 succesivă celei deficitare din anul precedent. La evoluția descendentă a indicelui CORE2 ajustat au continuat însă să contribuie și factorii fundamentali reprezentați de persistența deficitului de cerere agregată și de înscrierea, în cursul anului 2013, a anticipațiilor privind inflația pe o tendință consistentă de convergență către ținta stabilită de inflație.

Componentele IPC influențate cu precădere de factori de natura ofertei au avut contribuții divergente la creșterea anuală a ansamblului prețurilor de consum în trimestrul IV. Dintre acestea, influența favorabilă dominantă a fost cea a prețurilor administrate, decelerarea dinamicii acestora beneficiind de disiparea efectului statistic generat de ajustarea semnificativă a tarifului energiei electrice în luna decembrie 2012. Efecte importante de sens contrar au fost generate de dinamica prețurilor volatile, care au continuat să se reducă în termeni anuali, dar într-un ritm mai lent decât în trimestrul III. În cazul prețurilor alimentare volatile (LFO<sup>2</sup>), a acționat un efect de bază nefavorabil asociat corecțiilor descendente atipice survenite în trimestrul IV 2012, în timp ce în cazul prețurilor combustibililor a fost rezultatul unei inversări temporare de tendință a cotațiilor internaționale ale țiteiului la jumătatea lunii noiembrie, parțial contrabalansate de accentuarea aprecierii leului față de dolarul SUA.

Tendința de scădere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie, manifestată în trimestrele II și III 2013, a continuat și în perioada octombrie-noiembrie, ritmul de creștere a productivității muncii devansându-l semnificativ pe cel al salariului mediu brut în acest sector. Această evoluție, coroborată cu ușoara atenuare în perioada octombrie-noiembrie a dinamicii câștigurilor salariale nominale brute pe ansamblul economiei, sugerează că riscul unor presiuni inflaționiste semnificative din partea costurilor cu salariile este redus pe termen scurt. Menținerea pe termen mediu și lung a unei corelații adecvate între creșterea salariilor și cea a productivității

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Legume, fructe și ouă.



muncii la nivelul ansamblului economiei naționale este esențială pentru consolidarea stabilității prețurilor.

### ***Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent***

În ședința din 5 noiembrie 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 4,00 la sută. Prognoza macroeconomică actualizată anticipa coborârea pe termen scurt a ratei inflației la niveluri minim istorice pe fondul unui impact tranzitoriu al recoltei bune din anul 2013 și al scăderii cotei TVA la unele produse de panificație. Pe termen mediu se prevedea menținerea ratei inflației în interiorul intervalului de variație asociat țintei centrale, riscurile asociate prognozei provenind în principal din mediul extern și fiind legate de volatilitatea fluxurilor de capital în condițiile procesului de dezintermediere transfrontalieră din sistemul bancar și ale variabilității apetitului pentru risc al investitorilor. Îmbunătățirea în continuare a perspectivelor inflației a fundamentat decizia Consiliului de administrație de continuare a ajustării graduale a conduitei politicii monetare din lunile anterioare având drept scop ancorarea anticipațiilor inflaționiste la un nivel scăzut, în paralel cu crearea premiselor pentru redresarea sănătoasă și de durată a creditării sectorului privat și a creșterii economice.

Ulterior deciziei din luna noiembrie, pe fondul acumulării semnalelor privind consolidarea relativă a mecanismului de transmisie a politicii monetare, rata inflației s-a redus în continuare, în timp ce sursele și balanța riscurilor asociate perspectivei pe termen mediu a inflației au fost reevaluate ca fiind similare celor identificate în cel mai recent Raport asupra inflației. În acest context, în ședința din 8 ianuarie 2014, Consiliul de administrație al BNR a continuat procesul de ajustare a conduitei politicii monetare, reducând cu încă 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 3,75 la sută. În plus, în vederea creării premiselor unui proces sustenabil de creditare și pentru armonizarea treptată, în pași prudenți, a mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene, Consiliul de administrație a decis reducerea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit la nivelul de 12 la sută de la 15 la sută și scăderea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută la nivelul de 18 la sută de la 20 la sută.

### ***Perspectivile inflației***

Proiecția ratei anuale a inflației IPC prevede coborârea temporară a acesteia, în prima jumătate a anului 2014, sub limita inferioară a intervalului de  $\pm 1$  punct procentual din jurul țintei staționare de 2,5 la sută pe an, revenirea în interval în trimestrul III 2014 și menținerea în interiorul acestuia până la orizontul proiecției.

Prognoza macroeconomică anticipează confirmarea pentru anul 2013 a unei dinamizări semnificative a creșterii economice față de performanța modestă din anul precedent, susținută de evoluția de excepție a exporturilor nete și de unele componente ale consumului privat impulsionate de oferta abundentă de produse agroalimentare. Majorarea în ansamblu a grupei consumului final a fost însă lentă, iar contribuția investițiilor la creșterea PIB este evaluată a fi fost negativă pentru întregul an. Pentru anii 2014 și 2015 se prevede consolidarea creșterii economice la ritmuri apropiate de cel din 2013. Se anticipează însă că, spre deosebire de anul precedent, creșterea economică în anul curent și cel viitor va fi impulsionată de redresarea cererii interne, pe seama atât a consumului privat, cât și a investițiilor. La aceasta este de așteptat să contribuie: creșterea venitului real disponibil al gospodăriilor populației, consolidarea progresului realizat în atragerea fondurilor europene, revigorarea treptată a fluxurilor de investiții străine directe,

precum și ajustarea graduală a condițiilor creditării, inclusiv pe seama configurației proiectate a condițiilor monetare reale în sens larg. Redresarea cererii interne va induce un avans relativ mai rapid al importurilor, implicând revenirea în anul 2015 la o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea economică. După înregistrarea unei corecții substanțiale în 2013 a deficitului de cont curent, ponderea în PIB a acestuia este de așteptat să se mențină în 2014 la un nivel similar celui din anul precedent și să crească moderat în 2015, stabilizându-se pe termen mediu la valori semnificativ mai reduse decât cele anterioare anului 2013. Cu aceste premise ale scenariului de bază al proiecției, nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative generate de poziția externă asupra cursului de schimb al monedei naționale până la orizontul proiecției. Sub impactul factorilor determinanți, deficitul de cerere a fost revizuit pe întregul interval de referință la valori care implică presiuni dezinflaționiste mai puțin accentuate față de runda anterioară de prognoză, dominant în acest sens fiind ansamblul condițiilor monetare reale. Deviația PIB de la nivelul său potențial se va diminua treptat începând din a doua jumătate a intervalului de proiecție, rămânând însă la valori negative până la orizontul acesteia.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,5 la sută la sfârșitul anului 2014, nivel situat cu 0,5 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2013, și la 3,2 la sută la finele anului 2015.

Traectoria proiectată în runda curentă pentru dinamica indicelui agregat al prețurilor de consum este similară celei din runda anterioară, cu excepția diferenței semnificative de la sfârșitul trimestrului IV 2014. Pentru restul intervalului de referință, cvasisimilaritatea celor două proiecții succesive este rezultatul compensării reciproce a unor reevaluări semnificative ale contribuțiilor componentelor indicelui agregat.

Revizuirea în sus cu 0,5 puncte procentuale a ratei anuale a inflației IPC prognozate pentru finele anului 2014 este determinată în principal de încorporarea în proiecția curentă a noilor informații privind modificarea nivelului accizelor (creșteri cu 7 eurocenți pe litru ale accizei la carburanți, preconizate pentru 1 aprilie 2014) și a modului de calcul al echivalentului în lei al acestora (în cazul tuturor produselor accizabile), care au afectat cu precădere grupele combustibili, produse din tutun și băuturi alcoolice. Devenite disponibile ulterior elaborării scenariului de bază al proiecției din precedentul Raport asupra inflației, aceste informații au fost semnalate în acel raport ca surse ale unor riscuri de abatere în sus de la traectoria prognozată a inflației.

În condițiile menținerii ipotezei unor ani agricoli normali în 2014 și 2015, pentru prima jumătate a intervalului de referință, o contribuție marginal nefavorabilă comparativ cu proiecția precedentă provine și din revizuirea scenariului de creștere a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO). Contribuții semnificativ mai favorabile sunt proiectate pentru dinamica prețurilor administrate și cea a indicelui CORE2 ajustat, aceasta din urmă beneficiind în continuare de efectele anului agricol favorabil din 2013.

Pentru anul 2015, dinamica prețurilor produselor din tutun a fost revizuită în jos, modificarea metodologiei de calcul al echivalentului în lei al accizelor fiind anticipată a exercita în acea perioadă un efect contrar celui din 2014 asupra proiecției. Această influență este în mare măsură compensată de cea de sens opus din partea inflației CORE2 ajustat, pe seama unei inversări tranzitorii de tendință a așteptărilor privind inflația<sup>3</sup>, ca urmare a percepției de către agenții economici a unor efecte de bază nefavorabile, precum și a diminuării treptate a deficitului de cerere pe măsura intensificării anticipate a activității economice.

<sup>3</sup> Conform rezultatelor celui mai recent sondaj privind așteptările inflaționiste derulat de BNR în rândul analiștilor bancari.

Configurația traiectoriei proiectate a ratei anuale a inflației IPC este influențată în mare măsură de cea a ratei inflației de bază CORE2 ajustat. În structura acestui indice sunt incluse prețurile produselor de panificație a căror cotă TVA a fost redusă la 1 septembrie 2013 și cele ale altor produse alimentare procesate<sup>4</sup> influențate, prin intermediul prețurilor materiilor prime agricole, de recolta abundentă din anul 2013. Efectele statistice ale acestor factori asupra dinamicii anuale a prețurilor sunt tranzitorii, urmând a se epuiza după patru trimestre, ceea ce produce un efect de bază nefavorabil în a doua jumătate a anului curent. Ca urmare, după ce rata anuală proiectată a inflației de bază coboară la niveluri istorice minime, negative, în primele două trimestre ale anului 2014, revine ulterior și se stabilizează la valori situate ușor peste 2 la sută până la orizontul prognozei.

Date fiind dinamicile proiectate ale inflației de bază, precum și ale componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, se anticipează că rata inflației IPC va coborî în prima jumătate a anului 2014 sub limita inferioară a intervalului de variație asociat țintei centrale, atingând un nivel minim situat sub 1 la sută în cursul trimestrului I, după care va reveni în interiorul intervalului în trimestrul III. După atingerea unui maxim al perioadei (3,5 la sută) în trimestrul IV 2014, rata anuală a inflației se va stabili până la orizontul proiecției la valori situate ușor peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului țintei. În același timp, rata medie anuală a inflației va continua să coboare în cursul trimestrului I 2014 și se va situa, pe întregul interval de proiecție, între un minim de 1,5 la sută și un maxim de 3,2 la sută.

Setul proiectat al condițiilor monetare reale în sens larg este calibrat astfel încât să asigure menținerea pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului asociat țintei, astfel încât, prin utilizarea întregului set de instrumente aflat la dispoziția băncii centrale, să fie create premisele favorabile redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, cu efect benefic asupra creșterii economice de durată.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la acest scenariu. Posibilele surse ale acestor abateri aparțin atât mediului extern, cât și celui intern.

Riscurile provenind din mediul extern sunt generate de posibila variabilitate a apetitului pentru risc al investitorilor față de ansamblul economiilor emergente, în condițiile incertitudinilor cu privire la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american. Riscuri suplimentare provin din partea perspectivelor de evoluție a economiilor emergente majore, precum și din cea a stabilității sectorului bancar privat în unele țări din zona euro, în contextul procesului de dezintermediere transfrontalieră. Materializarea unor riscuri generate de aceste surse ar conduce la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, discriminându-se în favoarea economiilor mai reziliente. Deși condițiile economice fundamentale ale României s-au ameliorat, atenuând relativ efectele unei realocări de expunere globale sau regionale, există în continuare un potențial de amplificare a efectelor unei asemenea realocări în cazul accentuării unor vulnerabilități specifice economiei românești. Efectele posibile decurgând din aceste evoluții s-ar traduce prin creșterea volatilității în ambele sensuri a fluxurilor de capital adresate economiei naționale. Manifestarea acestora ar avea drept consecință fluctuații excesive ale cursului de schimb al leului și abateri de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice. În ansamblu, balanța acestor riscuri apare a fi înclinată în sensul unor abateri nefavorabile.

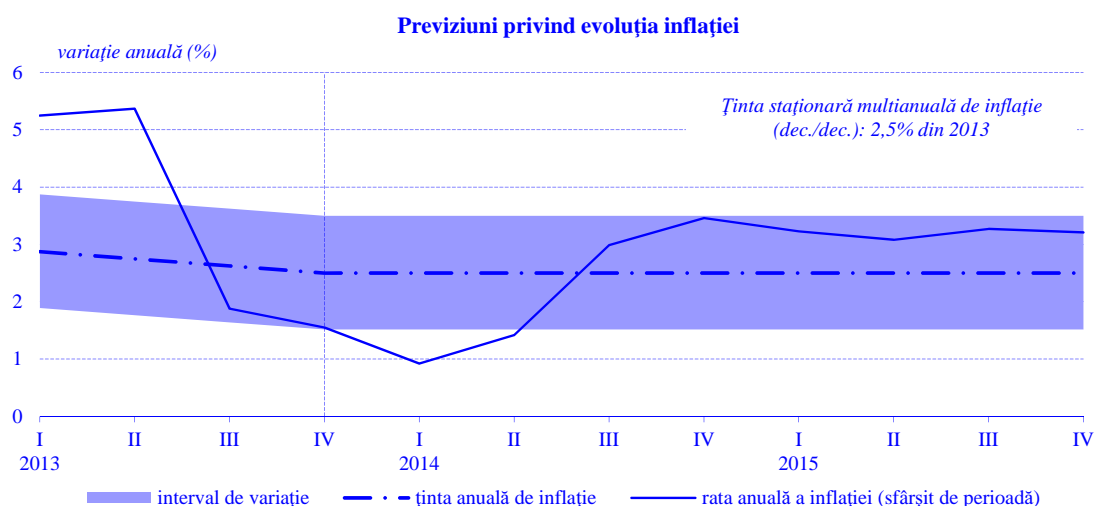
Balanța riscurilor asociate evoluțiilor prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale apare a fi echilibrată pe termen scurt. Pe termen mediu, riscuri de abatere în sus de la ipotezele

<sup>4</sup> Ponderea produselor alimentare procesate în ansamblul coșului CORE2 ajustat este de 50 la sută.

scenariului de bază al proiecției pot fi consecințe fie ale agravării unor tensiuni geopolitice, fie ale unei redresări mai rapide decât cea preconizată a cererii globale. În sens invers ar putea acționa, la acest orizont, o posibilă încetinire a dinamicii viitoare a economiei Chinei și a celorlalte economii emergente cu potențial relevant de antrenare la nivel global.

Pe plan intern, riscuri relevante sunt generate de persistența rigidităților structurale care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru atenuarea consecințelor șocurilor adverse. În acest sens, în condițiile calendarului electoral din anul curent, respectarea strictă a prevederilor noului acord preventiv de finanțare încheiat cu UE, FMI și BM este esențială atât pentru continuarea reformelor structurale și a celor care vizează îmbunătățirea potențialului de creștere a economiei interne, cât și pentru coerența mixului de politici macroeconomice.

Similar evaluărilor din rapoartele precedente, atât balanța riscurilor asociate ipotezelor privind dinamica prețurilor administrate, cât și cea a prețurilor interne ale alimentelor sunt apreciate ca fiind relativ echilibrate pe parcursul perioadei de referință. Cu toate acestea, ponderea ridicată deținută de produsele alimentare în coșul de consum al populației, pe de o parte, și volatilitatea sporită a acestei categorii de prețuri, pe de altă parte, continuă să genereze riscuri la adresa stabilității prețurilor dincolo de orizonturile apropiate.



Notă: Lățimea intervalului de variație este de  $\pm 1$  punct procentual.

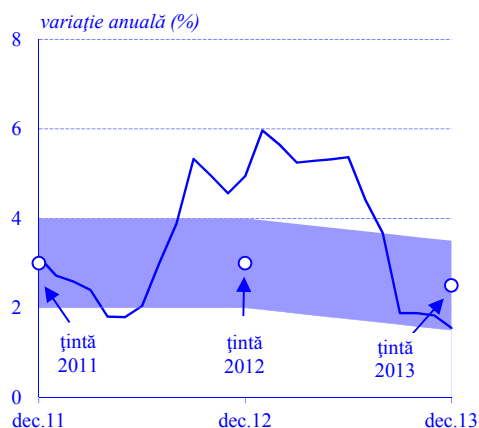
Sursa: INS, proiecție BNR

### Decizia de politică monetară

În condițiile reconfirmării perspectivei coborârii ratei anuale a inflației sub limita inferioară a intervalului țintei staționare în prima parte a anului 2014, urmate de revenirea și consolidarea acesteia în interiorul intervalului odată cu epuizarea impactului tranzitoriu al șocurilor de natura ofertei produse în 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 februarie 2014, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

## I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

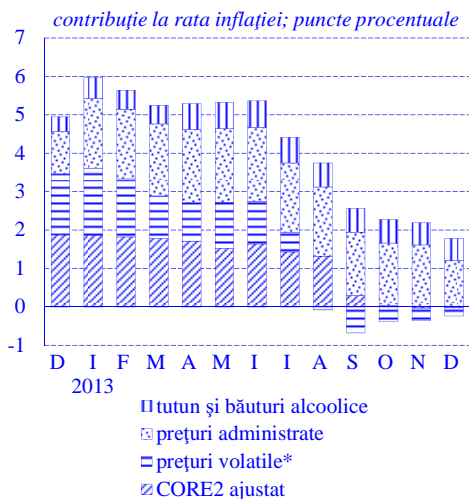
**Evoluția inflației**



Notă: Lățimea intervalului de variație este de  $\pm 1$  punct procentual.

Sursa: INS, calcule BNR

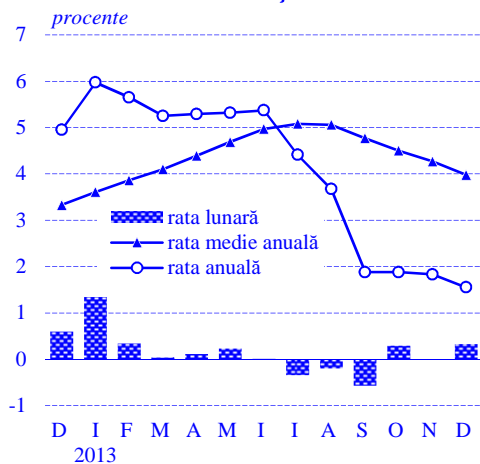
**Rata anuală a inflației**



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

Sursa: INS, calcule BNR

**Rata inflației**



Sursa: INS

La sfârșitul trimestrului IV 2013, rata anuală a inflației IPC a atins un minim istoric (1,55 la sută), coborând până la limita inferioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual al țintei de 2,5 la sută. În contextul persistenței deficitului de cerere, al absenței presiunilor din partea prețurilor materiilor prime agricole și energetice, al unui curs de schimb relativ stabil, precum și al ancorării anticipațiilor inflaționiste, variația medie lunară a inflației IPC a consemnat cea mai scăzută valoare aferentă trimestrului IV din ultimii 24 de ani. În sens dezinflaționist a acționat, de asemenea, efectul de bază asociat majorării tarifului energiei electrice și, respectiv, producției agricole deficitare din anul 2012. Acest din urmă factor, alături de obținerea unei recolte peste medie și de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație începând cu 1 septembrie 2013, a determinat intrarea inflației de bază anuale CORE2 ajustat în teritoriu negativ (-0,14 la sută la finele perioadei).

Cea mai însemnată contribuție la dezinflația IPC din trimestrul analizat a revenit grupei prețurilor administrate, a cărei rată anuală de creștere s-a diminuat cu 2,5 puncte procentuale, până la 6,4 la sută. Explicația rezidă în disiparea efectului statistic generat de ajustarea semnificativă a tarifului energiei electrice în luna decembrie 2012, ca urmare a evidențierii distincte în factura consumatorilor casnici a valorii certificatelor verzi și, în mai mică măsură, în magnitudinea redusă a ajustărilor din perioada curentă. Dintre acestea merită menționată creșterea prețului gazelor naturale cu 1,2 la sută în luna octombrie, sub cea estimată inițial de ANRE pentru această etapă a calendarului de liberalizare a pieței energiei.

Prețurile volatile și-au atenuat declinul în termeni anuali (până la -1,4 la sută), tendința regăsindu-se la nivelul ambelor componente (bunuri alimentare și combustibili). În primul caz, determinant a fost efectul de bază nefavorabil asociat corecțiilor atipice survenite în trimestrul IV 2012, în condițiile în care în intervalul analizat s-au înregistrat scăderi ample ale prețurilor fructelor, pe fondul ofertei abundente de citrice. În ceea ce privește prețurile combustibililor, temperarea deflației anuale s-a datorat, în parte, inversării temporare de tendință a cotațiilor internaționale ale țițeiului<sup>1</sup> la jumătatea lunii noiembrie, al cărui efect a fost parțial contrabalansat de accentuarea aprecierii monedei naționale față de dolarul SUA.

<sup>1</sup> Prețul petrolului Brent a revenit la peste 110 dolari SUA/baril în luna decembrie 2013, ca urmare a reducerii producției în Libia, concomitent cu revigorarea cererii de țiței din partea Asiei (conform rapoartelor lunare ale OPEC).

Deși companiile de profil nu au operat în trimestrul IV modificări ale prețurilor produselor din tutun, acestea rămân grupa cu cel mai ridicat ritm anual de creștere (8,7 la sută), ca urmare a majorării accizelor în primele două trimestre ale anului.

O altă măsură fiscală implementată anterior (scăderea cotei TVA de la 24 la sută la 9 la sută la unele produse de panificație începând cu 1 septembrie 2013) a continuat să influențeze rata inflației anuale, impactul fiind localizat la nivelul componentei CORE2 ajustat (-1,2 puncte procentuale). Pe parcursul intervalului analizat, inflația de bază și-a menținut traiectoria descendentă, indusă, pe de o parte, de persistența deficitului de cerere, iar pe de altă parte, de oferta abundentă de materii prime agricole pe plan intern și de contextul internațional favorabil. În același sens a acționat și un puternic efect de bază asociat producției agricole reduse din anul anterior. Impactul factorilor menționați s-a concretizat în accentuarea deflației anuale a grupei prețurilor mărfurilor alimentare (până la -1,8 la sută) și în reducerea ritmului anual de creștere aferent componentei bunurilor nealimentare (-0,3 puncte procentuale, până la 1,9 la sută), inclusiv în corelație cu evoluția prețurilor de producție externe<sup>2</sup>.

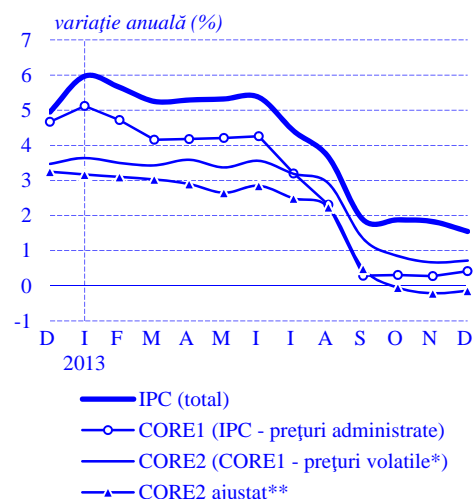
O tendință de sens contrar a înregistrat segmentul serviciilor libere, a cărui dinamică anuală s-a majorat cu 0,2 puncte procentuale (până la 1,1 la sută). Creșterea poate fi atribuită ușoarei încetiniri a ritmului de apreciere a monedei naționale față de euro, majorării tarifelor practicate de cinematografe, teatre, muzee, precum și scumpirilor realizate de unii operatori din turism și servicii de alimentație publică, în contextul aprobării proiectului de lege privind introducerea impozitului forfetar de la 1 ianuarie 2014.

Așteptările agenților economici privind inflația indică în general o stabilizare a prețurilor în perioada următoare (companii din industrie, construcții, servicii, consumatori, analiști bancari), cu excepția operatorilor din comerț, ale căror așteptări s-au deteriorat spre finele trimestrului IV 2013. Din punct de vedere cantitativ, se evidențiază menținerea, pe tot parcursul anului 2013, a anticipațiilor formulate de analiștii bancari în linie cu ținta de inflație stabilită de banca centrală.

Rata medie anuală a IAPC a continuat să scadă în perioada octombrie-decembrie (-0,9 puncte procentuale, până la 3,2 la sută), ceea ce a condus la o diminuare a ecartului față de criteriul privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht (până la 1,4 puncte procentuale). În ceea ce privește decalajul față de inflația medie din Uniunea Europeană, acesta se situa la sfârșitul anului 2013 la 1,7 puncte procentuale.

<sup>2</sup> Aproximate prin prețurile pentru piața externă ale producătorilor industriali de bunuri de consum din UE-15.

### Inflația totală și inflația de bază (CORE)

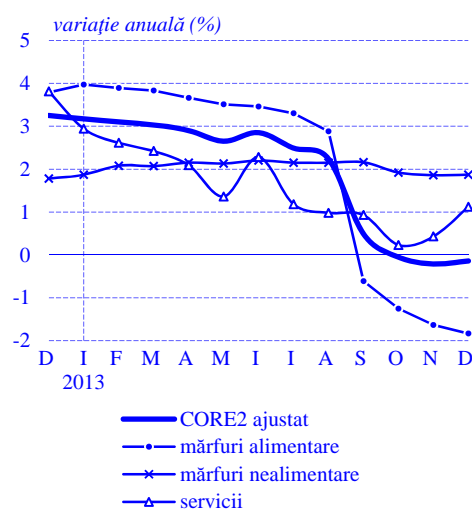


\*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

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

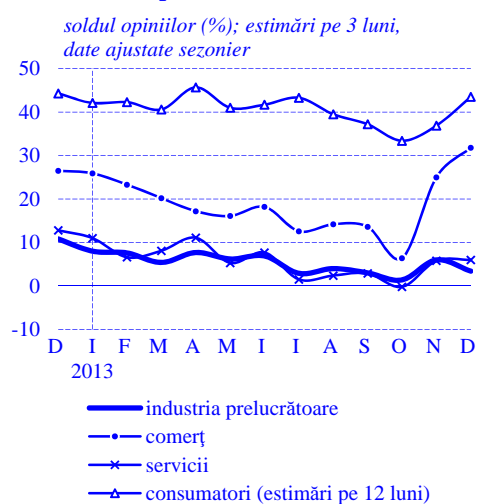
Sursa: INS

### Componentele CORE2 ajustat

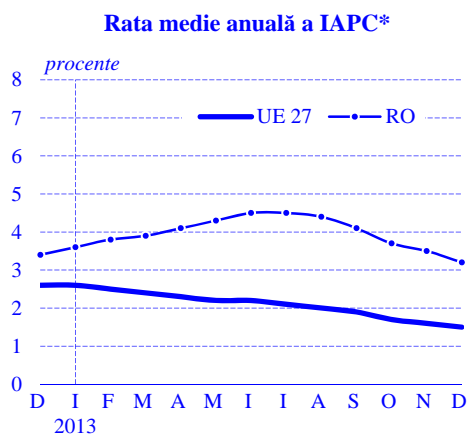


Sursa: INS, calcule BNR

### Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN



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

Sursa: Eurostat

În luna decembrie 2013, rata anuală efectivă a inflației a fost inferioară cu 0,3 puncte procentuale proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna noiembrie. Eroarea de prognoză s-a datorat: (i) atenuării peste așteptări a dinamicii componentei alimentare a inflației de bază, consecință a unui an agricol de excepție și (ii) aprecierii neanticipate a monedei naționale față de dolarul SUA, cu impact asupra prețului combustibililor.

## II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

### 1. Cererea și oferta

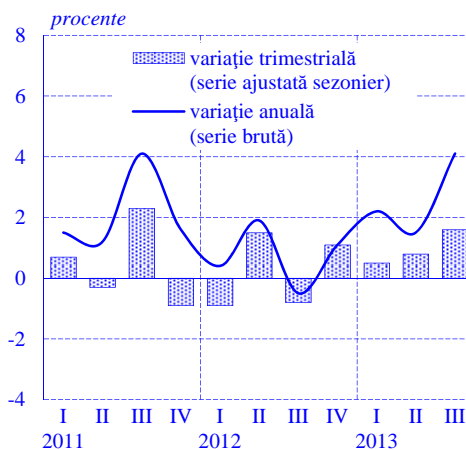
În trimestrul III 2013 PIB real a consemnat o accelerare semnificativă a ratei anuale de creștere comparativ cu intervalul anterior (de la 1,5 la 4,1 la sută<sup>1</sup>) imprimată de dublarea dinamicii trimestriale în perioada curentă (până la +1,6 la sută), dar favorizată și de efectul de bază asociat contracției economice din trimestrul III 2012 (-0,8 la sută).

Deși cererea externă netă de bunuri și servicii a continuat să înregistreze cea mai consistentă contribuție la creșterea anuală a PIB real (+4,5 puncte procentuale), nu poate fi ignorată frânarea ritmului de scădere a absorbției interne, acesta plasându-se sub un procent, pentru prima oară în acest an (-0,4 la sută, comparativ cu -2,2 la sută și respectiv -4,3 la sută în primele două trimestre). Această relativă îmbunătățire a traiectoriei cererii interne nu a fost susținută însă decât în mică măsură de componentele cu semnificație economică – mai precis, doar de consumul final privat (+0,3 puncte procentuale), în timp ce formarea brută de capital fix și consumul final guvernamental și-au accentuat declinul. În concluzie, poziția-cheie în explicarea traiectoriei PIB real a revenit din nou „variației stocurilor” care, întrerupându-și influența negativă, a favorizat intensificarea creșterii economice în trimestrul III (contribuția acestei componente a fost de +0,9 puncte procentuale, față de -4,1 puncte procentuale în aprilie-iunie).

În ceea ce privește evoluția trimestrială a PIB real din perspectiva cererii, rolul decisiv în accelerarea până la 1,6 la sută a ratei de creștere economică în intervalul analizat a aparținut absorbției interne (+1,3 la sută, față de -0,4 la sută în trimestrul II), în timp ce anularea ecartului pozitiv de ritm dintre exporturile și importurile de bunuri și servicii a condus la o valoare negativă a contribuției cererii externe nete (-1,5 puncte procentuale). Similar evoluțiilor în termeni anuali, singurul segment cu relevanță economică din cadrul cererii interne care și-a îmbunătățit evoluția față de trimestrul anterior a fost consumul final al populației (+0,3 la sută și, în consecință, o contribuție de +0,2 puncte procentuale la dinamica PIB real), consumul final guvernamental și formarea brută de capital fix întrerupându-și creșterea (-3,3 la sută și respectiv -0,2 la sută). În concluzie, dinamizarea PIB real a fost imprimată, în principal, de variația stocurilor și discrepanța statistică, poziții care au cumulat un aport de 3 puncte procentuale.

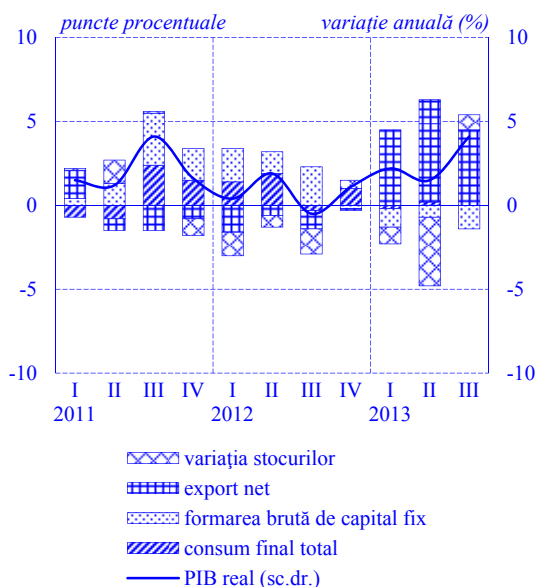
<sup>1</sup> În absența unei mențiuni explicite, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate. Evoluțiile curente indică modificări față de trimestrul anterior și sunt calculate prin utilizarea seriilor ajustate sezonier.

Produsul Intern Brut real



Sursa: INS

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

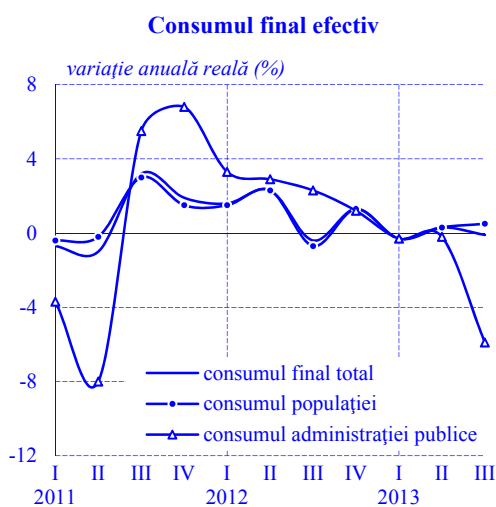


Pe partea ofertei, influențe favorabile asupra variației trimestriale a PIB real au fost exercitate de toate sectoarele economice, în condițiile în care serviciile și construcțiile și-au inversat traiectoriile (creșteri ale VAB de 0,5 la sută și respectiv 2,6 la sută), iar industria și agricultura au înregistrat a patra creștere succesivă (chiar dacă ritmurile VAB din perioada curentă au fost inferioare celor din intervalul anterior: 1,7 la sută și respectiv 0,9 la sută). Pe total VAB, dinamica trimestrială s-a accelerat cu 0,3 puncte procentuale (până la +1,1 la sută), explicând însă mai puțin de două treimi din creșterea PIB real – acest rezultat evidențiază, și de această dată, contribuția relativ importantă a poziției reziduale („discrepanța statistică”).

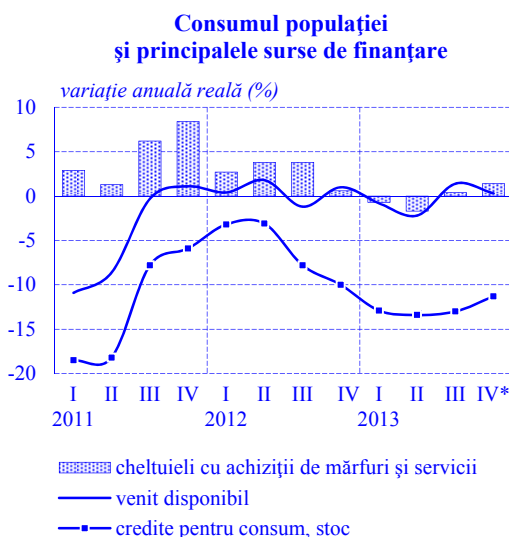
### 1.1. Cererea

Consumul final privat și-a majorat ușor rata anuală de creștere (de la 0,3 la 0,5 la sută), pe fondul intensificării de 4 ori a dinamicii cheltuielilor efectuate de gospodăriile populației, până la 1,6 la sută – consecință a redresării cumpărărilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială<sup>2</sup>, dar și a ritmului alert al segmentelor a căror evoluție reflectă performanța sectorului agricol – achizițiile de pe piața țărănească, autoconsumul și industria casnică. Influența favorabilă a acestor componente a fost însă estompată de puternica accentuare a traiectoriei descendente a „cheltuielilor pentru consumul final individual al administrațiilor publice”<sup>3</sup> (în trimestrul III, contracția anuală a fost de 6,9 la sută, față de 0,4 la sută în intervalul anterior).

Revigorarea observată la nivelul cumpărărilor de mărfuri a fost generată, în principal, de inversarea traiectoriei pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată, în timp ce la nivelul comerțului cu produse de uz curent, cu excepția carburanților redresarea a avut o amplitudine net inferioară, iar volumul vânzărilor de carburanți a continuat să scadă în termeni anuali (într-un ritm mai lent totuși comparativ cu trimestrul II). În ceea ce privește comerțul cu bunuri durabile, influența dominantă a fost exercitată de piața auto, cu susținere din următoarele direcții: (i) comerțul cu autoturisme noi, datorită programului de reinnoire a parcului auto – deși încasările din acest an au fost sub așteptări, dinamica medie anuală din trimestrul III a devenit pozitivă, ca urmare a decalajului față de anul anterior cu care acest program și-a produs efectele în piață (iulie 2013 față de mai 2012); (ii) comerțul cu autoturisme *second-hand*, care a înregistrat ritmuri explozive de la începutul anului, numărul înmatriculărilor accelerându-și chiar rata anuală de creștere în trimestrul III, evoluție care a generat creșterea mediei



Sursa: INS



\*) oct.-nov.

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

<sup>2</sup> Calcule pe baza seriei indicilor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață prestate populației.

<sup>3</sup> Potrivit metodologiei conturilor naționale, această poziție vizează, în principal, activitățile de învățământ, sănătate, securitate socială, cultură, sport și activități recreative.

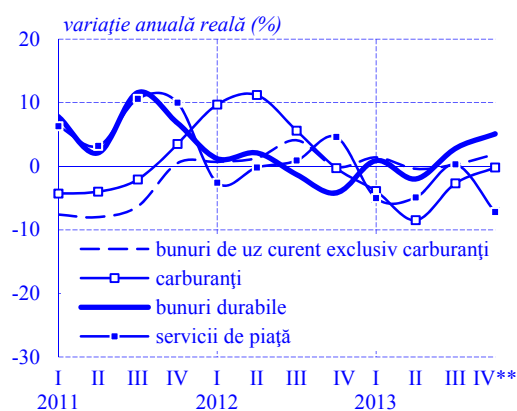
de vârstă a parcului auto și a antrenat intensificarea vânzărilor de piese și accesorii auto.

Din perspectiva principalelor canale de finanțare, extinderea achizițiilor din rețeaua comercială a fost susținută atât de resursele proprii, cât și de cele împrumutate, în condițiile în care venitul disponibil al populației<sup>4</sup> și volumul creditelor noi de consum au înregistrat dinamici moderat pozitive (1,4 la sută și respectiv 4,9 la sută).

În trimestrul III 2013, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 1 515 milioane lei<sup>5</sup> (echivalent cu 0,24 la sută din PIB<sup>6</sup> și corespunzător unui surplus primar de 0,12 la sută din PIB) – inferior celui consemnat în primele două trimestre din 2013, dar mai amplu decât cel înregistrat în perioada similară a anului 2012 (378 milioane lei<sup>7</sup>, echivalent cu 0,06 la sută din PIB). Întreruperea procesului de ameliorare a execuției bugetare a survenit în principal ca urmare a majorării dinamicii cheltuielilor bugetare totale (aceasta urcând la 2,5 la sută<sup>8</sup>, după 5 trimestre consecutive de ritmuri negative de creștere), prioritar pe seama evoluției ascendente a componentei cu bunurile și serviciile (+18 la sută, față de -2,1 la sută în trimestrul II), care a reflectat inclusiv stingerea unor arierate ale administrațiilor locale și sistemului public de sănătate. La rândul lor, veniturile bugetare totale și-au atenuat ritmul anual de creștere (la 0,3 la sută, față de 1,2 la sută în trimestrul precedent), în condițiile manifestării unui efect statistic de bază defavorabil<sup>9</sup>, dar și datorită accentuării variației anuale negative a veniturilor nefiscale (la -12,4 la sută, de la -7 la sută); o influență favorabilă a avut însă revenirea la ritmuri pozitive de creștere a încasărilor din TVA (4 la sută, comparativ cu -8,8 la sută în trimestrul precedent), din contribuțiile de asigurări (2 la sută, față de -0,2 la sută) și din impozitul pe profit (5,2 la sută, comparativ cu -4,4 la sută).

Formarea brută de capital fix s-a restrâns cu 4,1 la sută, accentuarea cu 1,2 puncte procentuale a ratei anuale de scădere fiind imprimată, în esență, de puternica inversare de semn a dinamicii investițiilor

### Achiziții de mărfuri și servicii\*



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

\*\* oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

<sup>4</sup> Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii nete, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și remiterile lucrătorilor din străinătate.

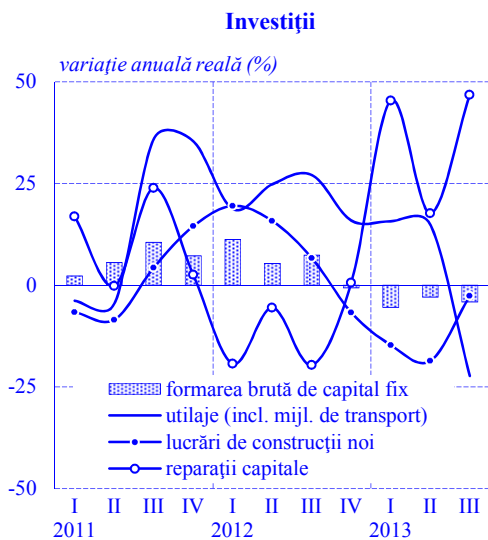
<sup>5</sup> Datele preliminare publicate de MFP cu privire la nivelul deficitului bugetului general consolidat pentru perioada ianuarie-septembrie 2013 relevă respectarea plafonului convenit cu FMI.

<sup>6</sup> Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna septembrie 2013; pentru anul 2013 s-a utilizat nivelul PIB publicat de MFP odată cu execuția bugetară aferentă lunii noiembrie 2013.

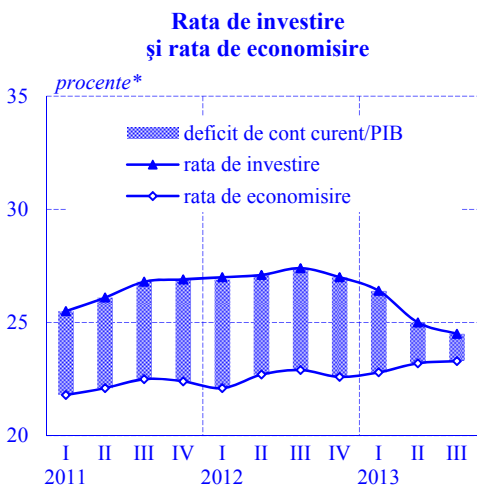
<sup>7</sup> Datele aferente execuției bugetare din 2012 au fost recalulate de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2013.

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

<sup>9</sup> Asociat în principal încasării în precedentul trimestru a taxelor de licență pentru acordarea drepturilor de utilizare a frecvențelor radio.



Sursa: INS, calcule BNR



\*) media ultimilor 4 trimestre

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

Sursa: INS, calcule BNR

în utilaje (inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții publice) – volumul acestor cheltuieli a scăzut cu 22,3 la sută, după opt trimestre de creștere alertă (ritmuri anuale cuprinse între 15 și 36 la sută). Având în vedere poziția importantă deținută de această categorie de cheltuieli în cadrul acumulărilor de capital la nivelul sectorului corporatist, precum și faptul că datele statistice disponibile sugerează variații reale ne semnificative pentru alte capitole de cheltuieli de investiții (lucrări de construcții noi și reparații capitale la clădiri nerezidențiale, achiziții în sistem leasing de autovehicule și echipamente), se poate afirma că volumul investițiilor realizate de sectorul corporatist în trimestrul III a fost sensibil inferior celui din perioada corespunzătoare a anului 2012. Acumulări de capital de intensitate mai scăzută este posibil să se fi înregistrat și în sectorul bugetar, concluzia fiind sugerată de contracția nominală severă a poziției „formarea brută de capital fix” pentru sectorul menționat (cu 17 la sută, după o creștere anuală de circa 4 la sută în trimestrul anterior<sup>10</sup>). Aceste evoluții au fost parțial contrabalansate de revigorarea investițiilor efectuate de populație, lucrările de construcții rezidențiale înregistrând o puternică inversare de traiectorie (în special pe segmentul reparațiilor capitale), în corelație cu amplificarea achizițiilor de locuințe vechi, realizate în cadrul programului „Prima casă” – aceste tranzacții au culminat în iulie, luna premergătoare intrării în vigoare a deciziei autorităților de renunțare la finanțarea sub forma creditelor ipotecare în euro, opțiune considerată mai avantajoasă decât cea în monedă națională.

Cererea externă a reprezentat în continuare principalul motor al creșterii economice, noua accelerare a ritmului anual al exporturilor de bunuri și servicii (până la 21,7 la sută) generând menținerea unui ecart de ritm semnificativ față de importuri (+13,7 puncte procentuale).

Pe partea exporturilor, evoluții favorabile au fost înregistrate atât în cazul livrărilor de mărfuri (+19,1 la sută – cea mai alertă dinamică din ultimele zece trimestre), cât și în cel al încasărilor din servicii, a căror rată de creștere a rămas deosebit de alertă (peste 30 la sută, o contribuție importantă revenind serviciilor de transport).

Dinamizarea vânzărilor de bunuri a fost atribuită atât comerțului cu Uniunea Europeană, cât și celui extracomunitar, pe ambele piețe<sup>11</sup> consemnându-se cel puțin o dublare de ritm – până la circa 14 la sută și respectiv 25 la sută (de altfel, la nivelul trimestrului III, exporturile extra-UE au reprezentat circa 32 la sută din valoarea totală a exporturilor – nivel record pentru perioada postaderare).

<sup>10</sup> Acest indicator este furnizat de Eurostat, singura serie trimestrială disponibilă fiind însă cea exprimată în prețuri curente.

<sup>11</sup> Analiza în structură a volumului fizic al exporturilor și importurilor (pe piețe de desfacere/proveniență și pe grupe de mărfuri potrivit clasificării pe Mari Categori Economiche) se bazează pe seriile Eurostat privind balanța comercială și indicii valorii unitare în comerțul internațional.

Exporturi superioare celor din intervalul iulie-septembrie 2012 s-au înregistrat la nivelul tuturor grupelor principale de mărfuri, cele mai alerte rate de creștere observându-se în cazul livrărilor de bunuri de capital și de bunuri intermediare (+19 și respectiv +15 la sută, variații reale); în ceea ce privește această din urmă categorie, o contribuție notabilă a revenit cerealelor, în condițiile în care, pe de o parte, exportatorii români au putut efectua livrări în avans față de alți producători importanți din regiune, condițiile meteo permițând recoltarea mai rapidă, iar pe de altă parte, Franța – principalul producător european de cereale – a fost mai puțin prezentă în piață, întrucât marile cooperative agricole au decis stocarea grâului în așteptarea unei eventuale creșteri a prețurilor. Dincolo de piețele tradiționale de desfacere (nordul Africii și Orientul Mijlociu), cantități importante au fost vândute în Coreea de Sud și Japonia.

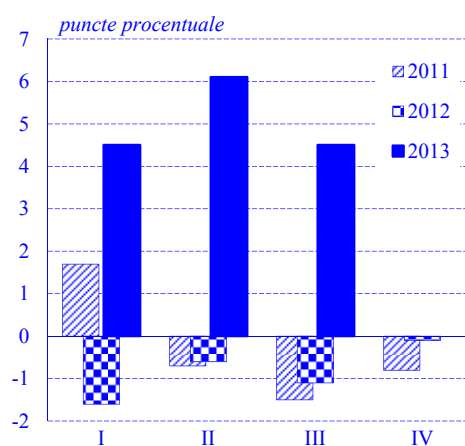
În condițiile trenării ofertei interne de bunuri intermediare și materii prime, accelerarea de ritm a exporturilor de bunuri în trimestrul III a antrenat amplificarea aprovizionărilor de bunuri intermediare din import – saltul cu peste 9 la sută al volumului fizic la această categorie de mărfuri (comparativ cu circa -5 la sută în trimestrul II), atribuit deopotrivă pieței UE și extra-UE, a exercitat o influență decisivă în direcția revigorării importurilor pe ansamblu. O intensificare de ritm, dar de amplitudine mai scăzută (+4,7 la sută față de +0,6 la sută în trimestrul II) au consemnat și importurile de bunuri de consum (în special mărfuri fabricate în UE).

## 1.2. Oferta

Mai mult de jumătate din creșterea economică înregistrată în trimestrul III s-a datorat agriculturii, a cărei valoare adăugată brută și-a accelerat cu 7 puncte procentuale rata anuală de creștere (până la 24,6 la sută, rezultat la care a contribuit însă substanțial contracția trimestrială cu peste 8 la sută din perioada de bază).

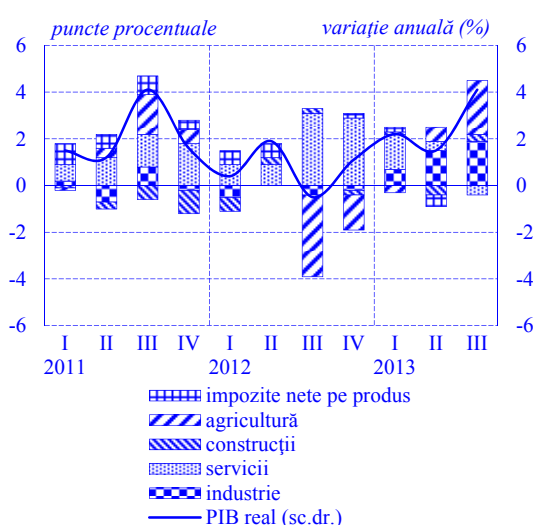
Merită însă menționat faptul că o intensificare a creșterii VAB se observă și la nivelul sectoarelor neagricole (ritm anual cumulat de 2 la sută, față de 0,9 la sută în trimestrul II), aportul cel mai important revenind industriei (+7 la sută, +2 puncte procentuale comparativ cu dinamica din intervalul precedent). Similar primelor două trimestre ale anului, câștigurile de producție au fost orientate către acoperirea cererii externe, în timp ce pe plan local volumul vânzărilor de produse de fabricație autohtonă s-a restrâns – concluzia este sugerată de traiectoriile divergente ale volumului cifrei de afaceri corespunzătoare producției industriale destinate celor două piețe de desfacere – o nouă intensificare de ritm (până la 22,2 la sută), respectiv contracție pentru al șaptelea interval consecutiv (-5,9 la sută în trimestrul III). Cele mai alerte rate de creștere a producției (cuprinse între 9 și 21 la sută) au înregistrat

**Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB**



Sursa: INS, calcule BNR

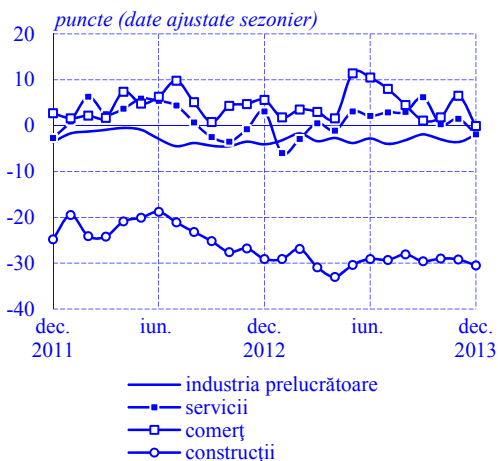
**Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB**



Sursa: INS, calcule BNR

industria mijloacelor de transport, industria de prelucrare a țiteiului, ramurile producătoare de mașini și echipamente mecanice și electrice (în asociere cu performanța sectorului auto și cu dezvoltarea segmentului de explorare a petrolului și gazelor), precum și industria ușoară, industria mobilei și cea de prelucrare a lemnului.

**Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni**



Sursa: CE-DG ECFIN

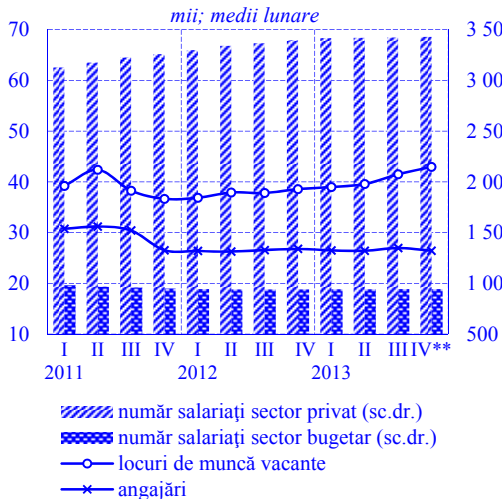
O evoluție favorabilă a cunoscut și sectorul construcțiilor (creștere a VAB cu 3,8 la sută, față de -4,5 la sută în trimestrul II), inversări ale traiectoriei fiind observate în cazul tuturor tipurilor de obiective – ingineresti, nerezidențiale (volumul lucrărilor s-a majorat cu 5,3 și respectiv 7,3 la sută în perioada analizată), dar mai ales rezidențiale (+34,2 la sută).

Serviciile au reprezentat singurul segment a cărui VAB s-a restrâns în trimestrul III (cu 1 la sută). Rezultate inferioare anului precedent au fost înregistrate în comerț și transporturi (scăderea cu 1,4 la sută având totuși o amplitudine mai mică față de cea din trimestrul II, datorită ușoarei redresări a comerțului cu amănuntul), precum și la nivelul serviciilor publice și al activităților profesionale și științifice.

## 2. Piața muncii

În perioada septembrie-noiembrie 2013, atât cererea, cât și oferta de forță de muncă<sup>12</sup> au fost caracterizate de o relativă stabilizare, reflectată de variații reduse ale numărului de salariați și ale numărului șomerilor BIM, iar perspectivele pentru începutul anului 2014 se mențin modeste. Dinamica salariului mediu brut nominal a rămas relativ constantă la nivelul atins după majorarea din luna iulie a salariului minim brut pe economie, iar pentru trimestrul I 2014 se anticipează că impactul exercitat asupra mediei pe economie de următoarea etapă de modificare a acestuia din urmă va fi parțial compensat de atenuarea așteptărilor inflaționiste și de menținerea unor politici salariale prudente în rândul companiilor private, precum și în sectorul bugetar. În industrie, câștigurile de productivitate au continuat să susțină dinamica negativă a costurilor unitare cu forța de muncă, contribuind la consolidarea dezinflației și a competitivității externe a producătorilor autohtoni.

**Măsurile ale cererii de forță de muncă\***



\*) date ajustate sezonier

\*\*) oct.-nov.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

În intervalul analizat, ușoara creștere consemnată de locurile de muncă vacante nu s-a concretizat într-o majorare corespunzătoare a angajărilor din rândul șomerilor și a numărului de salariați raportat de angajatori, acestea menținându-se la valori similare lunilor iunie-august 2013. O posibilă explicație rezidă în sporirea exigenței companiilor în procesul de recrutare, dar și în deficiențele structurale ale sistemului de învățământ, insuficient orientat către formarea de competențe solicitate pe piața muncii<sup>13</sup>. La nivel

<sup>12</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier.

<sup>13</sup> Rata șomajului BIM în rândul tinerilor (15-24 de ani) s-a situat la 23,3 la sută în trimestrul III 2013.

sectorial, stagnarea efectivului de salariați din industrie și reducerea acestuia în construcții au fost compensate de evoluții pozitive în serviciile private, agricultură și sectorul bugetar. În același timp, oferta excedentară de forță de muncă s-a menținut stabilă, rata șomajului BIM plasându-se la 7,3 la sută începând din luna iulie (în urma revizuirii în scădere a estimărilor inițiale). În schimb, după ce ieșirea unui număr semnificativ de șomeri neindemnizați din evidențele ANOFM a contribuit la reducerea ratei șomajului înregistrat până la circa 5 la sută în lunile august-septembrie, în trimestrul IV 2013 indicatorul a urcat la 5,5 la sută, ca rezultat al concedierilor din construcții, servicii poștale și industria extractivă. Pe termen scurt, managerii companiilor<sup>14</sup> nu anticipează modificări privind ocuparea până la sfârșitul trimestrului I 2014, o perspectivă pozitivă de angajare fiind întrevăzută numai în comerț.

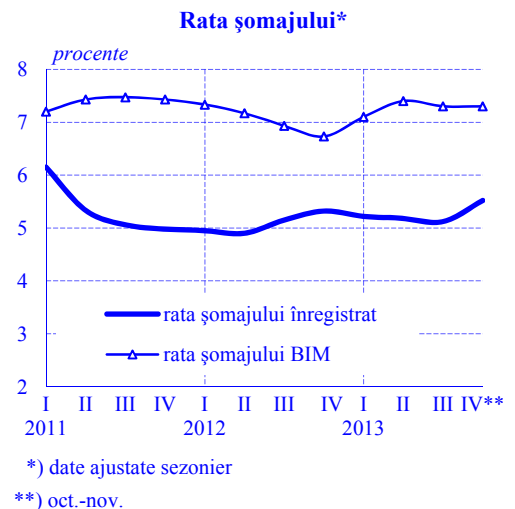
Perioada octombrie-noiembrie 2013 nu a adus schimbări semnificative în ritmul mediu anual de creștere a câștigurilor salariale nominale brute (4,6 la sută față de 4,9 la sută în trimestrul III 2013). Se anticipează însă că nivelul acestuia va înregistra evoluții neuniforme în perioada următoare, în condițiile în care: (i) în luna decembrie în sectorul bugetar se va disipa efectul statistic al ultimei etape de majorare salarială acordată în anul 2012 și (ii) în luna ianuarie 2014 se va aplica o nouă creștere a salariului minim brut pe economie, de la 800 lei la 850 lei, al cărei impact asupra mediei pe economie va fi atenuat însă de ameliorarea așteptărilor inflaționiste, menținerea atitudinii prudente a companiilor private<sup>15</sup> și de politica salarială restrictivă în sectorul bugetar (prin limitarea acordării de majorări salariale la un număr restrâns de categorii profesionale).

În industrie, traiectoria favorabilă a costurilor unitare cu forța de muncă a continuat și în lunile octombrie-noiembrie 2013, fiind susținută de creșterea productivității. Mai precis, dinamica anuală a acestor costuri a coborât de la -2,9 la sută în trimestrul III la -3,4 la sută, scăderi fiind vizibile în majoritatea ramurilor din industria prelucrătoare (îndeosebi în industria chimică, mașini și echipamente și fabricarea echipamentelor electrice) și în industria energetică.

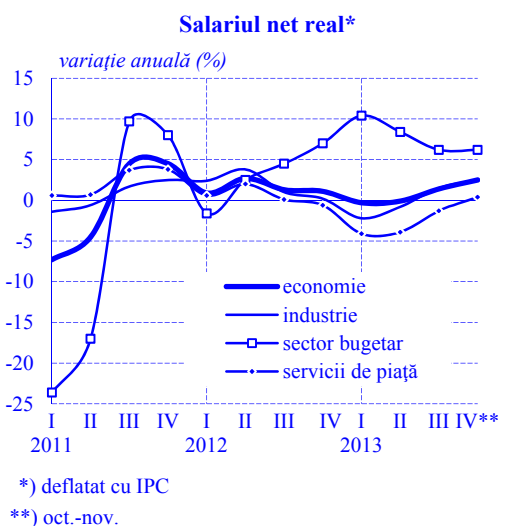
Din perspectiva factorilor de influență de natura cererii asupra ratei inflației, variația anuală a venitului disponibil real a intrat în teritoriu pozitiv, valorile atinse fiind însă moderate (până la 1,7 la sută în luna octombrie). Creșterea în termeni anuali a fost determinată de majorarea veniturilor reale din salarii (inclusiv ca urmare a dezinflației pronunțate), contribuții suplimentare revenind remiterilor din străinătate în trimestrul III și, respectiv, transferurilor sociale în luna octombrie 2013.

<sup>14</sup> A se vedea sondajul realizat de DG ECFIN/INS și Studiul Manpower privind perspectivele angajării de forță de muncă.

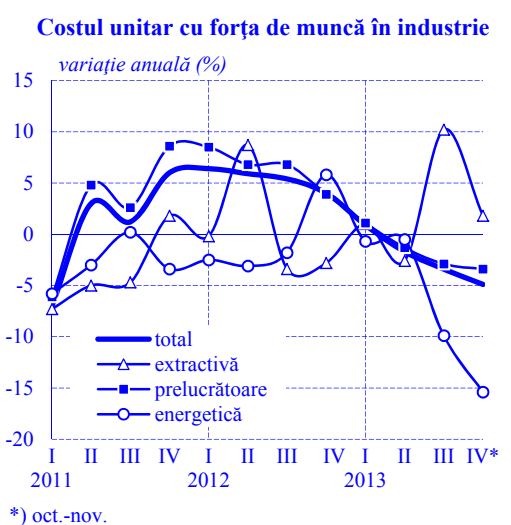
<sup>15</sup> A se vedea Studiul *PayWell* 2013 realizat de PricewaterhouseCoopers.



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

### 3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul III 2013, declinul prețurilor materiilor prime agricole și aprecierea leului în raport cu principalele valute au condus la scăderea prețurilor de import și a celor agricole, precum și la diminuarea presiunilor inflaționiste exercitate de prețurile producției industriale. La atenuarea dinamicii celor din urmă au contribuit, de asemenea, reducerea prețului energiei electrice și persistența deficitului de cerere. Pentru perioada următoare nu se întrevăd modificări de tendință, dată fiind absența presiunilor pe piețele externe ale materiilor prime.

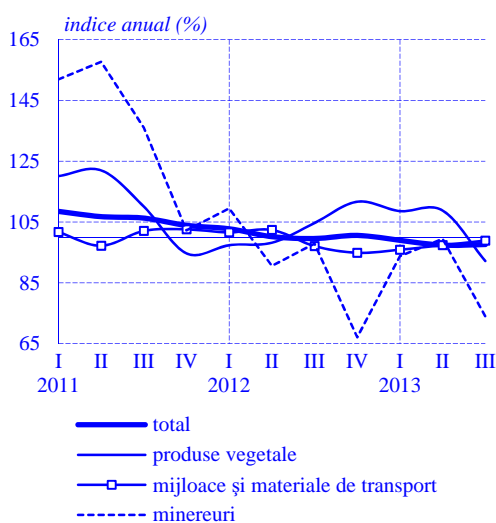
În intervalul iulie-septembrie 2013, prețurile de import au continuat să aibă un aport favorabil la evoluția prețurilor interne, generat de menținerea indicelui anual al valorii unitare a importurilor la niveluri subunitare (97,64 la sută, comparativ cu 97,39 la sută în trimestrul anterior) și de accentuarea aprecierii monedei naționale față de principalele valute (în special în raport cu dolarul SUA, moneda de decontare a majorității materiilor prime importate).

Obținerea unor recolte superioare celor din anul precedent a determinat înscrierea prețurilor externe ale materiilor prime agricole pe un trend descendent, care s-a reflectat în scăderi pronunțate ale indicilor valorii unitare a mărfurilor alimentare importate (-17 puncte procentuale în cazul produselor vegetale). O evoluție de sens contrar au consemnat majoritatea bunurilor nealimentare de uz curent, accelerări de ritm mai însemnate fiind vizibile în cazul produselor farmaceutice. În ceea ce privește prețurile externe ale combustibililor, reluarea tendinței ascendente a fost antrenată de creșterea sezonieră a consumului global și de tensiunile geopolitice.

În contextul trenării cererii, majoritatea bunurilor de capital și de folosință îndelungată au continuat să înregistreze indici subunitari ai valorii unitare a importurilor; în cazul primei categorii, o explicație suplimentară rezidă în menținerea preferinței pentru importul de mașini *second-hand* în detrimentul celor noi<sup>16</sup>.

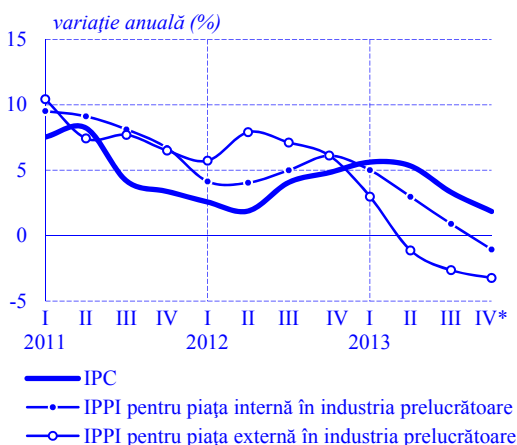
În trimestrul III 2013, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a continuat să se tempereze (-2,2 puncte procentuale față de intervalul anterior, până la 2,7 la sută), pe o astfel de traiectorie plasându-se toate grupele de bunuri. Factorii care au acționat în acest sens includ: (i) reducerea prețului energiei electrice atât pe piața liberă<sup>17</sup>, cât și

Surse ale scăderii valorii unitare a importurilor în T3 2013



Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile producției industriale și de consum



\*) oct.-nov.

Sursa: INS

<sup>16</sup> Conform datelor Ministerului Afacerilor Interne, în trimestrul III numărul înmatriculărilor de autoturisme *second-hand* din import a crescut cu 38 la sută față de perioada similară a anului anterior, comparativ cu o creștere de doar 4,7 la sută în cazul autoturismelor noi.

<sup>17</sup> Scăderea prețului mediu de tranzacționare pe OPCOM (-27,5 la sută variație anuală), în contextul unei noi majorări a gradului de deschidere a pieței (de la 65 la 85 la sută, începând cu luna septembrie).

pe cea reglementată<sup>18</sup>; (ii) declinul accentuat al prețurilor interne ale materiilor prime agricole; (iii) aprecierea monedei naționale în raport cu principalele valute, și (iv) menținerea deficitului de cerere.

Prețurile bunurilor intermediare au înregistrat cea mai importantă decelerare (până la -1,5 la sută), contribuția dominantă revenind sectorului metalurgic, în contextul măsurilor de creștere a eficienței energetice luate de unii dintre cei mai importanți operatori de profil și al trendului descendent al cotațiilor internaționale ale metalelor, asociat incertitudinilor privind cererea.

O pierdere de ritm anual a avut loc și în cazul prețurilor de producție ale bunurilor de consum (-2,1 puncte procentuale, până la 4,4 la sută), determinant fiind efectul pozitiv exercitat asupra industriei alimentare de scăderea consistentă a prețurilor materiilor prime agricole.

În ceea ce privește prețurile bunurilor energetice, atenuarea ratei anuale de creștere (-1,8 puncte procentuale, până la 5,5 la sută) s-a datorat exclusiv reducerii tarifelor la energia electrică. În industria de prelucrare a hidrocarburilor, dinamica anuală a prețurilor de producție a rămas în teritoriu negativ (-5,8 la sută), fiind însă superioară celei din trimestrul anterior, în corelație cu reluarea trendului ascendent al cotațiilor țițeiului pe piețele externe.

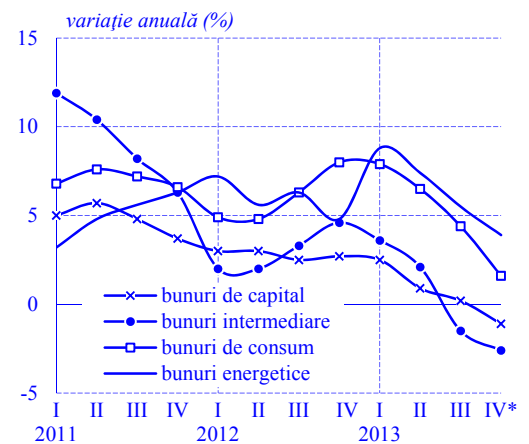
Dinamica anuală a prețurilor bunurilor de capital s-a diminuat până la 0,2 la sută, majoritatea ramurilor exercitând influențe în acest sens. Excepție a făcut industria de fabricare a mijloacelor de transport rutier, o posibilă cauză a ritmului mai rapid de creștere fiind modificările realizate în structura producției de principalul producător.

Prețurile produselor agricole au revenit în trimestrul III 2013 la un ritm anual negativ (-1,8 la sută), exclusiv pe seama grupei vegetale (-2,7 la sută). Mișcarea a fost generată de obținerea unor recolte record, care a determinat reduceri pronunțate de preț pentru majoritatea produselor, în special în cazul cerealelor (variație anuală de -31,1 la sută la grâu).

Prețurile produselor animale au consemnat în schimb o ușoară accelerare de ritm (0,8 puncte procentuale până la 3,2 la sută). Presiuni s-au manifestat mai ales pe piața cărnii de pasăre (variație anuală de 14,4 la sută), posibil pe fondul diminuării importurilor și al extinderii exporturilor.

Pentru trimestrul IV 2013, evoluțiile benigne de pe piețele externe ale materiilor prime, precum și aprecierea în termeni

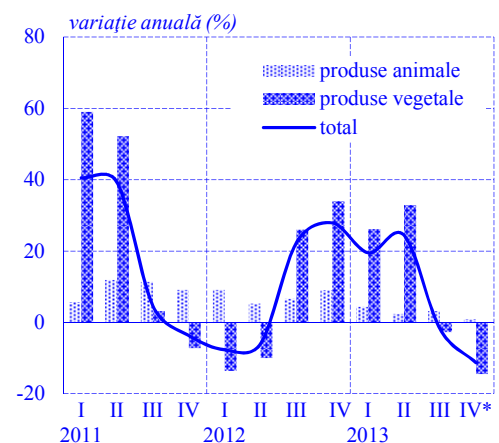
**Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale**



\*) oct.-nov.

Sursa: INS

**Prețurile producției agricole**



\*) oct.-nov.

Sursa: INS

<sup>18</sup> Decizia ANRE de reducere cu 1,3 la sută a tarifelor la energia electrică, precum și cea de diminuare a cotei de achiziție de certificate verzi, începând cu luna iulie 2013.



anuali a monedei naționale în raport cu principalele valute indică menținerea dinamicii anuale a prețurilor de import în teritoriu negativ. În privința prețurilor interne de producție, decelerarea ratelor anuale de creștere a continuat și în perioada octombrie-noiembrie 2013 (până la 0,9 la sută în noiembrie) și este de așteptat să persiste la nivelul întregului trimestru, în condițiile în care principalii factori de influență au rămas neschimbați. Având în vedere nivelul confortabil al stocurilor, nici în cazul prețurilor producției agricole interne nu sunt probabile modificări de tendință în ultimul trimestru al anului.

### III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

#### 1. Politica monetară

*În perioada octombrie 2013 – ianuarie 2014, BNR a prelungit ciclul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, nivelul acesteia fiind coborât în doi pași succesivi de câte 0,25 puncte procentuale, până la 3,75 la sută. Totodată, banca centrală a redus ratele RMO aferente pasivelor în lei, respectiv în valută ale instituțiilor de credit la 12 la sută, respectiv 18 la sută<sup>1</sup>, și a menținut gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar. Măsurile au vizat continuarea adecvării condițiilor monetare în sens larg la caracteristicile recente și de perspectivă ale inflației, în condițiile asigurării ancorării anticipațiilor inflaționiste în linie cu ținta staționară, concomitent cu sprijinirea revigorării sustenabile a procesului de creditare.*

Decizia efectuării unei noi reduceri a ratei dobânzii de politică monetară (cu 0,25 puncte procentuale, până la 4,00 la sută) adoptată de Consiliul de administrație al BNR în luna noiembrie a avut în vedere ampla corecție descendentă consemnată în lunile precedente de rata anuală a inflației<sup>2</sup> (soldată cu atingerea unui nivel aflat sub punctul central al țintei staționare), dar mai ales caracteristicile perspectivei acesteia. Astfel, proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu a relevat faptul că rata anuală a inflației se menținea în următoarele patru trimestre pe un palier inferior punctului central al țintei staționare, coborând chiar, temporar, în prima parte a anului 2014, sub limita de jos a intervalului țintei. Ulterior, rata anuală prognozată a inflației consemna o creștere, revenind la valori aflate în jumătatea superioară a intervalului țintei. Pe ansamblu, traiectoria actualizată a ratei anuale a inflației era mai joasă în raport cu cea proiectată anterior, reflectând în principal așteptările inflaționiste mai reduse și presiunile dezinflaționiste marginal mai accentuate previzionate a fi exercitate de deficitul de cerere agregată, a cărui dimensiune proiectată a fost revizuită în sens crescător; pe termen scurt, dimensiunea acestei abateri era semnificativ mărită de impactul consistent anticipat al șocului pozitiv de ofertă generat de recolta agricolă bună a anului 2013 și de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> De la 15, respectiv de la 20 la sută. Decizia intră în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 ianuarie – 23 februarie 2014.

<sup>2</sup> Rata anuală a inflației a coborât în luna septembrie 2013 la 1,88 la sută, de la 3,67 la sută în august.

<sup>3</sup> Factori semnalăți de banca centrală în cadrul precedentului exercițiu trimestrial de prognoză ca sursă de riscuri în sens descendent la adresa evoluției pe termen scurt a inflației.

Într-un asemenea context, BNR a preferat să prezeve gradualitatea pasului de ajustare a ratei dobânzii de politică monetară (0,25 puncte procentuale), urmărind astfel prevenirea dezancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a scăderii prea bruște a ratelor dobânzilor la depozitele bancare, precum și potențarea impactului exercitat asupra randamentelor pe termene mai lungi, în condițiile unei relative sincronizări a ciclului politicii monetare a BNR cu cele ale băncilor centrale din regiune, dar și din țările dezvoltate.

Datele statistice publicate ulterior<sup>4</sup> și evaluările actualizate au reconfirmat perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației în prima jumătate a anului 2014 până la niveluri minime istorice, aflate totodată sub limita inferioară a intervalului din jurul țintei. Evoluția – compatibilă cu previziunile anterioare privind revenirea și menținerea ulterioară a acestei rate în interiorul intervalului de variație din jurul țintei staționare – reflecta influența combinată anticipată a fi exercitată temporar de un efect de bază favorabil<sup>5</sup> și de impactul recoltei agricole bune din anul 2013 și al reducerii cotei TVA la unele produse de panificație, suprapusă celei generate de persistența deficitului de cerere agregată. Dimensiunea acestui deficit se prefigura a rămâne pe termen scurt la valori apropiate celor estimate pentru trimestrul anterior, dată fiind foarte probabila trenare în continuare a refacerii cererii de consum și a celei de investiții, sugerată inclusiv de prelungirea valorilor negative semnificative ale dinamicii anuale reale a creditului acordat sectorului privat. În aceste condiții, în cadrul ședinței din 8 ianuarie 2014, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă din nou rata dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale, coborând-o la nivelul de 3,75 la sută. Totodată, în vederea sprijinirii revigorării sustenabile a procesului de creditare, precum și pentru a continua armonizarea mecanismului RMO cu standardele în materie ale BCE, autoritatea monetară a diminuat ratele RMO aferente pasivelor cu scadența reziduală mai mică de doi ani<sup>6</sup> în lei și respectiv în valută ale băncilor la 12 la sută, respectiv la 18 la sută (de la 15 la sută, respectiv de la 20 la sută), începând cu perioada de aplicare 24 ianuarie – 23 februarie 2014.

Analiza celor mai recente informații disponibile a relevat menținerea în teritoriul negativ a variației anuale reale a creditului acordat sectorului privat<sup>7</sup>, precum și faptul că ușoara atenuare consemnată în perioada octombrie-noiembrie de valoarea negativă

<sup>4</sup> Rata anuală a inflației a coborât în luna noiembrie 2013 la 1,83 la sută, iar rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a consemnat pentru a doua lună succesiv o valoare negativă.

<sup>5</sup> Asociat șocurilor adverse de natura ofertei ce au afectat inflația în perioada similară a anului anterior.

<sup>6</sup> Reducerea ratelor se aplică și pasivelor în lei, respectiv în valută, cu scadență mai mare de doi ani, care prevăd clauze de rambursare, transferare, retragere anticipată.

<sup>7</sup> În absența altor mențiuni, indicatorii menționați sunt calculați ca variații medii anuale exprimate în termeni reali.

a acesteia (-5,7 la sută, față de -6,5 la sută în trimestrul III 2013) s-a datorat aproape exclusiv efectului statistic al scăderii ratei anuale a inflației. Într-o mică măsură, evoluția a reflectat însă și o relativă îmbunătățire a comportamentului componentei în lei (a cărei variație anuală a urcat la -0,2 la sută, de la -2,4 la sută în precedentele trei luni), în timp ce dinamica soldului componentei în valută și-a accentuat valoarea negativă (-5,5 la sută, față de -4,1 la sută în trimestrul III, pe baza valorilor exprimate în euro). Din perspectiva principalelor categorii de clienți, evoluțiile s-au corelat în linii mari cu rezultatele ediției din luna noiembrie 2013 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației. Potrivit acestora, instituțiile de credit anticipau o contracție a cererii de credite a societăților nefinanciare în ultimul trimestru din 2013, concomitent cu continuarea înăsprii standardelor specifice de creditare; pe segmentul populației, se anticipa scăderea cererii de credite pentru locuințe, în paralel cu creșterea moderată a restrictivității standardelor de creditare specifice, dar și reluarea creșterii cererii de credite de consum, în condițiile menținerii neschimbate a standardelor de creditare ale acestora. Astfel, dinamica anuală negativă a creditelor acordate societăților nefinanciare a rămas relativ nemodificată în primele două luni ale trimestrului IV (-7,1 la sută), exclusiv ca efect al accelerării declinului componentei în valută (-8,7 la sută, față de -6,5 la sută în trimestrul anterior, pe baza valorilor exprimate în euro), dinamica anuală a celei în monedă națională revenind la valori marginal pozitive (+0,3 la sută, față de -1,1 la sută în trimestrul III). Din perspectiva structurii pe maturități, similar trimestrelor anterioare, creditele pe termen scurt (atât cele în lei, cât mai ales cele în valută) au continuat să se comprime substanțial; în schimb, cele pe termen mediu au înregistrat o nouă creștere (mai lentă însă față de precedentele trei luni), localizată exclusiv la nivelul componentei în lei. Creditele acordate populației și-au atenuat însă declinul anual (-4,5 la sută, față de -5,9 la sută în trimestrul III), evoluția reflectând atât ușoara dinamizare a creditelor pentru locuințe, pe seama accelerării creșterii componentei în lei (64,3 la sută, comparativ cu 34,2 la sută în precedentele trei luni), cât și temperarea declinului creditelor de consum (-11,3 la sută, de la -13,0 la sută).

În schimb, dinamica anuală a masei monetare a consemnat o creștere, consolidându-se în perioada octombrie-noiembrie la valori pozitive (4,3 la sută, față de 0,4 la sută în precedentele trei luni). Evoluția s-a datorat atât efectului statistic exercitat de scăderea ratei anuale a inflației, cât mai ales dinamizării componentei mai lichide a masei monetare (M1), al cărei avans (8,7 la sută, de la 2,3 la sută în trimestrul III) s-a datorat cu precădere accelerării semnificative a creșterii depozitelor ON ale companiilor, inclusiv în contextul majorării consistente a sumelor provenind din fonduri europene. La rândul său, dinamica depozitelor la termen sub doi ani a revenit la valori pozitive (1,4 la sută, comparativ cu un declin de

0,9 la sută consemnat în precedentele trei luni), redresarea fiind mai accentuată și în acest caz pe segmentul societăților nefinanciare.

Continuarea ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară – în linie cu așteptările instituțiilor de credit – și prezervarea de către BNR a manierei de gestionare a lichidității de pe piața monetară interbancară, coroborate cu consolidarea – curentă și anticipată – a valorii pozitive a poziției nete a lichidității băncilor au acționat în sensul prelungirii tendinței de scădere a ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară, implicit a declinului cotațiilor pe termen mai lung. Pe acest fond, ratele dobânzilor la creditele noi și-au accentuat coborârea, atingând valori minime ale perioadei post-1990 (a se vedea secțiunea 2.1. Ratele dobânzilor).

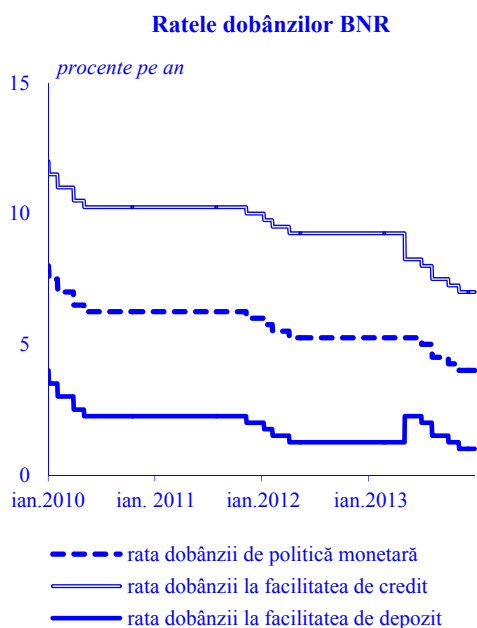
## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul IV 2013, randamentul mediu al pieței monetare interbancare și-a prelungit tendința de scădere, impulsionând astfel ajustarea descendentă a ratelor dobânzilor practice de bănci în relația cu clienții nebancari. Cursul de schimb leu/euro a oscilat în cea mai mare parte a intervalului într-o bandă îngustă de variație, pentru ca în ultima parte a lunii decembrie acesta să consemneze o volatilitate ușor mai accentuată, corelată cu fluctuațiile sentimentului piețelor internaționale. Variația anuală a creditului acordat sectorului privat s-a menținut în teritoriul negativ, în timp ce dinamica masei monetare a redevenit pozitivă, pe seama sporirii plăților efectuate de autorități din fondurile europene.

### 2.1. Ratele dobânzilor

Valorile medii lunare ale ratelor dobânzilor aferente depozitelor de pe piața monetară interbancară și-au continuat declinul în primele două luni ale trimestrului IV 2013, atingând în luna noiembrie un nou minim istoric (1,35 la sută)<sup>8</sup>, pentru ca în decembrie ele să consemneze o creștere ușoară; media trimestrială a acestor randamente a coborât la 1,83 la sută – nivel inferior cu 1,43 puncte procentuale celui înregistrat în intervalul iulie-septembrie 2013.

Poziția netă a lichidității băncilor a manifestat o tendință de creștere<sup>9</sup>, nivelul pozitiv al acesteia având însă o evoluție sinuoasă de-a lungul intervalului analizat. Majorarea, în consecință, a valorii medii trimestriale a excedentului de lichiditate din sistemul bancar s-a datorat injecțiilor de lichiditate generate de operațiunile Trezoreriei ce au presupus utilizarea unor sume din contul în valută al MFP; un efect opus, de intensitate net inferioară însă, au exercitat asupra condițiilor lichidității creșterea numerarului



<sup>8</sup> Seria de date acoperă ultimii 20 de ani.

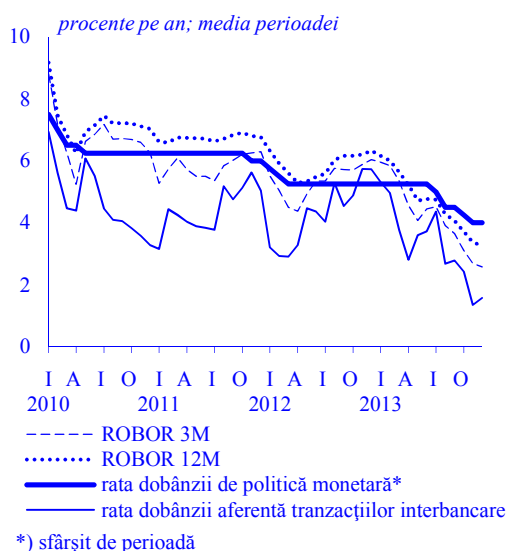
<sup>9</sup> În acest context, autoritatea monetară a suspendat organizarea de licitații repo.

în afara BNR și amplificarea cu caracter autonom a nivelului prevăzut al RMO. Pe acest fond, ratele dobânzilor ON de pe piața monetară interbancară s-au reînscris în luna octombrie pe o traiectorie pronunțat descendentă, ele apropiindu-se de rata dobânzii la facilitatea de depozit și tinzând ulterior să se mențină în proximitatea acesteia (creșterile cu caracter sezonier înregistrate de respectivele randamente în debutul perioadelor de menținere a RMO au fost mai puțin ample și inferioare ca durată episoadelor similare din lunile precedente).

La rândul ei, traiectoria cotațiilor pe termen mai lung de pe piața monetară interbancară a fost influențată de așteptările instituțiilor de credit privind continuarea de către BNR a ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, dar mai ales de prevalența anticipațiilor de menținere a caracterului relaxat al condițiilor lichidității. Ca urmare, ratele ROBOR 3-12M și-au prelungit trendul descendent în prima lună a trimestrului IV; mișcarea s-a întrerupt temporar în noiembrie, dar s-a reluat în a doua decadă a lunii decembrie, pe fondul majorării rapide a excedentului de lichiditate având ca sursă injecțiile Trezoreriei. În consecință, media cotațiilor ROBOR3M din luna decembrie (2,58 la sută) a coborât cu 1,07 puncte procentuale în raport cu cea din ultima lună a trimestrului III; ajustări de dimensiuni comparabile (-0,95, respectiv -0,81 puncte procentuale) au fost înregistrate în cazul cotațiilor medii pentru maturitățile de 6 și respectiv 12 luni (3,06 la sută, respectiv 3,26 la sută).

Evoluțiile de pe piața primară a titlurilor de stat au reflectat impactul benefic pe care l-au exercitat asupra interesului manifestat de investitori pentru respectivele plasamente prelungirea caracterului relaxat al condițiilor lichidității de pe piața monetară interbancară, precum și continuarea trendului favorabil al fundamentelor economiei românești<sup>10</sup>; un efect de sens opus a exercitat temporar deteriorarea episodică a sentimentului pieței internaționale, asociată temerilor investitorilor legate de potențiala inițiere de către Fed a reducerii programului său de achiziții de active financiare. Pe acest fond, randamentele maxime acceptate în cadrul licitațiilor de titluri de stat și-au prelungit în luna octombrie trendul descendent, pentru ca ulterior acestea să consemneze evoluții diferențiate din perspectiva structurii pe scadențe. Astfel, în cazul titlurilor pe 6 luni și un an, randamentele maxime acceptate au coborât în luna decembrie la minime istorice (2,85 la sută, inferior cu 1,44 puncte procentuale nivelului din iulie<sup>11</sup>, și respectiv 2,93 la sută, cu 0,96 puncte procentuale mai mic decât în septembrie), în timp ce pentru titlurile pe 5 ani, respectivul randament s-a situat la 4,92 la sută (+0,28 puncte procentuale față de septembrie).

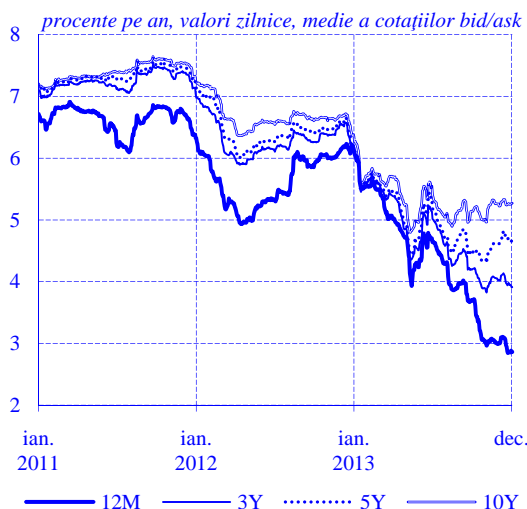
**Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR**



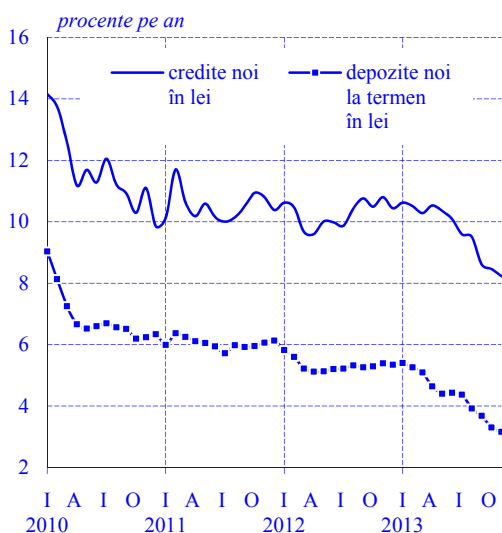
<sup>10</sup> Cererea de titluri a fost conjunctural alimentată și de volumul relativ mai ridicat al scadențelor.

<sup>11</sup> Precedenta licitație pentru titluri pe aceeași scadență organizată în trimestrul III.

**Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat**



**Ratele dobânzilor în sistemul bancar**



**Principalele poziții din contul financiar (solduri)**

	milioane euro	
	2012 11 luni	2013 11 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>2 721</b>	<b>-2 359</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>2 023</b>	<b>2 348</b>
– rezidenți în străinătate	71	-40
– nerezidenți în România	1 952	2 388
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>2 402</b>	<b>3 911</b>
– rezidenți în străinătate	-518	-336
– nerezidenți în România	2 920	4 248
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>-3 382</b>	<b>-6 760</b>
– credite și împrumuturi de la FMI	-1 320	-4 272
– investiții pe termen mediu și lung	48	-1 693
– investiții pe termen scurt	-290	-11
– numerar și depozite pe termen scurt	-1 938	345
– altele	118	-1 129
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b>	<b>1 680</b>	<b>-1 858</b>
(„-” creștere/„+”scădere)		

Pe parcursul trimestrului, MFP a pus în circulație titluri de stat în valoare de 14,2 miliarde lei, aceasta depășind, pentru prima dată în ultimele 3 trimestre, volumul anunțat (pe seama evoluțiilor din lunile octombrie și decembrie)<sup>12</sup>.

Pe piața secundară, cotațiile de referință ale titlurilor de stat au avut o evoluție relativ similară, tendința de declin a acestora consemnând o întrerupere temporară în noiembrie. Ca urmare, la finele lunii decembrie, nivelurile acestor cotații erau inferioare celor de la sfârșitul lunii septembrie în cazul maturităților de până la 3 ani, în timp ce în cazul scadențelor superioare se înregistrau valori mai ridicate față de aceeași perioadă de referință.

Ratele dobânzilor practicate de bănci în relația cu clienții nebancari și-au accentuat declinul în perioada septembrie-noiembrie 2013, atingând noi niveluri minime post-1990. O scădere sensibilă a consemnat rata medie a dobânzii la creditele noi (-1,28 puncte procentuale, până la 8,23 la sută în noiembrie), prioritar ca efect al evoluțiilor de pe segmentul populației (-1,78 puncte procentuale, până la 9,29 la sută); acestea au reflectat atât diminuarea costurilor împrumuturilor noi pentru consum și pentru locuințe, cât și creșterea ponderii ultimei categorii în totalul creditelor noi acordate populației, asociată derulării noului program „Prima casă” exclusiv în monedă națională. Și rata medie a dobânzii aferente creditelor noi ale societăților nefinanciare s-a redus considerabil (cu 1,23 puncte procentuale, până la 7,51 la sută), cu precădere pe seama declinului înregistrat pe segmentul creditelor noi de valoare mică (sub 1 milion echivalent euro). Amplitudinea scăderii consemnate de rata medie a dobânzii pentru depozitele noi la termen a fost însă mai mică (-0,76 puncte procentuale, până la 3,16 la sută); totodată, tendința de ajustare a fost mai pregnantă în cazul plasamentelor societăților nefinanciare (-1 punct procentual, până la 2,38 la sută, față de -0,52 puncte procentuale, până la 4,07 la sută în noiembrie, în cazul populației).

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul IV, comportamentul cursului de schimb leu/euro a continuat să fie influențat de evoluțiile de pe piața financiară internațională – afectate la rândul lor de așteptările/incertitudinile legate de deciziile principalelor bănci centrale din lume –, precum și de prelungirea tendinței de ameliorare a unor fundamente economice pe plan intern, de natură să influențeze în sens favorabil percepția investitorilor financiari asupra pieței financiare locale.

Astfel, în prima parte a intervalului, raportul leu/euro și-a mărit temporar variațiile, în condițiile relativei amplificări a volatilității

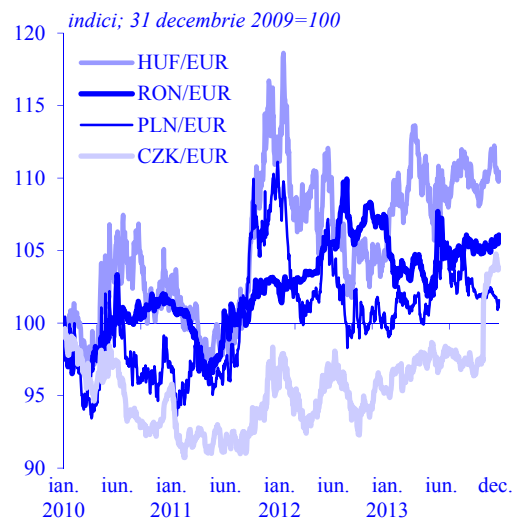
<sup>12</sup> În luna octombrie, MFP a pus în circulație și titluri denumite în euro, atât pe piața internă, cât și pe cea externă. În primul caz volumul emis a fost de 150 milioane euro, pe 3 ani, la randamentul mediu de 2,48 la sută; pe piața externă s-au emis titluri în valoare de 500 milioane euro, pe termen de 7 ani, cu un randament de 4,15 la sută.

pieței financiare internaționale sub impactul prelungirii blocajului fiscal din SUA, doar parțial contrabalansat de atenuarea tensiunilor politice din Italia. Ulterior, rata de schimb s-a poziționat pe o traiectorie lin descrescătoare, ca urmare a ușoarei ameliorări a aversiunii globale față de risc, induse de soluționarea impasului bugetar din SUA și, mai ales, de conturarea așteptărilor privind amânarea pentru prima parte a anului 2014<sup>13</sup> a deciziei Fed de diminuare a programului de achiziții de active financiare. Reflectând aceste influențe, deficitul pieței valutare interbancare s-a redus în octombrie la mai puțin de jumătate comparativ cu luna precedentă, în principal pe seama revenirii în teritoriul pozitiv a soldului tranzacțiilor derulate de clienții nerezidenți; aprecierea lunară a leului față de euro (0,4 la sută) a fost însă inferioară celei consemnate de principalele monede din regiune, cel mai probabil datorită amplificării sezoniere a cererii nete de devize a rezidenților, persoane juridice.

În luna noiembrie, apetitul pentru risc al investitorilor financieri internaționali a receptat influențele unei succesiuni de semnale mixte apărute în acest interval referitoare la evoluția economiei SUA<sup>14</sup>, precum și efectul conjugat al influențelor divergente decurgând, pe de o parte, din evoluția sub așteptări a PIB în T3 din zona euro și, pe de altă parte, din decizia neașteptată a BCE de reducere a ratei dobânzii de politică monetară. Pe plan intern, noile date publicate au relevat însă prelungirea tendințelor favorabile/ evoluții peste așteptări ale unor indicatori relevanți (PIB din T3<sup>15</sup> – estimare *semnal* –, producția industrială, exporturile), iar agenția *Standard&Poor's* a îmbunătățit perspectiva *rating*-ului suveran al României. Pe acest fond, lichiditatea pieței valutare interbancare s-a diminuat până la minimumul ultimilor patru ani, iar soldul negativ al acesteia s-a majorat, în condițiile relativei amplificări a cererii excedentare de devize a nerezidenților. Cursul de schimb leu/euro a oscilat însă într-o bandă îngustă de variație<sup>16</sup>, tendință ce s-a prelungit și în prima parte a lunii decembrie, într-un context marcat de atitudinea de expectativă adoptată de către investitorii financieri înaintea ședinței de politică monetară a Fed din data de 18 a lunii.

Ulterior deciziei neașteptate a Fed privind inițierea începând cu luna ianuarie 2014 a reducerii volumului achizițiilor de active financiare, rata de schimb leu/euro s-a înscris pe o traiectorie

**Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune**



Sursa: BCE, BNR

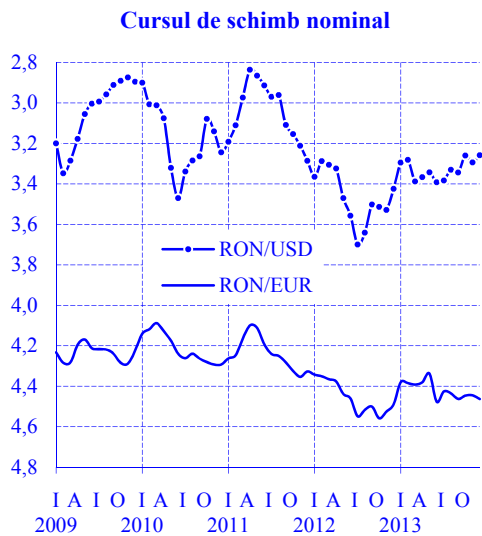
<sup>13</sup> Un efect similar au exercitat menținerea caracterului acomodativ al politicii monetare a celorlalte bănci centrale majore (BCE, Banca Angliei și Banca Japoniei) și, posibil, creșterea ușor peste așteptări înregistrată de economia Chinei în trimestrul III 2013.

<sup>14</sup> De natură să alimenteze incertitudinile privind momentul inițierii de către Fed a reducerii volumului achizițiilor sale de active financiare.

<sup>15</sup> Conform estimărilor Eurostat, România a consemnat în trimestrul III 2013 cel mai mare ritm de creștere a PIB din UE.

<sup>16</sup> O evoluție relativ similară a consemnat în luna noiembrie rata de schimb zlot/euro, în timp ce coroana cehă și forintul și-au amplificat deprecierea față de moneda unică europeană.





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

*variație procentuală în termeni reali*

	2012	2013				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
		<i>ritm mediu al trimestrului</i>					
M3	-0,1	-3,3	-1,6	0,4	4,1	4,5	
M1	-0,4	-4,2	-1,5	2,3	8,6	8,8	
Numerar în circulație	1,8	-4,9	-2,4	-1,0	4,7	5,4	
Depozite <i>overnight</i>	-1,6	-3,8	-0,9	4,3	10,9	10,7	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	3,5	-0,3	-0,7	-0,9	1,1	1,7	

Sursa: INS, BNR

ascendentă punctată de episoade succesive de creștere, ea atingând în ultima zi a anului 2013 cea mai ridicată valoare din ultimele trei luni.

Pe ansamblul perioadei analizate, leul s-a depreciat față de euro cu 0,01 la sută în termeni nominali și s-a apreciat în termeni reali cu 0,6 la sută<sup>17</sup>; în raport cu dolarul SUA, leul s-a apreciat cu 2,7 la sută în termeni nominali și cu 3,4 la sută în termeni reali, în condițiile în care moneda SUA și-a diminuat valoarea pe piețele financiare internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat aprecierea nominală, atât față de euro, cât și față de dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

În intervalul septembrie-noiembrie 2013, dinamica<sup>18</sup> masei monetare (M3) și-a accentuat creșterea și a revenit, după o pauză de un an, în teritoriul pozitiv (3,8 la sută, față de -0,7 la sută în perioada iunie-august 2013), evoluția asociindu-se în principal majorării plăților efectuate de MFP din fondurile europene<sup>19</sup>; o influență similară ca sens a avut efectul statistic al reducerii ratei anuale a inflației. Un impact de sens opus, de o intensitate mai scăzută însă, au exercitat asupra lichidității din economie potențialele realocări de portofolii dinspre activele monetare înspre alte categorii de instrumente financiare, precum și continuarea ajustării bilanțurilor diferitelor categorii de agenți economici.

Plusul de ritm al M3 a fost generat cu precădere de evoluția componentelor destinate tranzacțiilor curente; astfel, variația depozitelor *overnight* a atins maximum ultimilor cinci ani, iar cea a numerarului în circulație a consemnat cel mai mare nivel al ultimului an. Și dinamica depozitelor la termen sub doi ani s-a majorat, însă nu la fel de pregnant, pe seama evoluției consemnate de plasamentele companiilor, dar și a efectului statistic

<sup>17</sup> În același interval, forintul s-a depreciat cu 0,2 la sută față de euro, coroana cehă s-a depreciat cu 6,3 la sută – în condițiile în care banca Cehiei a intervenit pe piața valutară –, în timp ce zlotul polonez s-a întărit cu 1,4 la sută.

<sup>18</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2013.

<sup>19</sup> Conform comunicatelor de presă ale MFE, Trezoreria statului a acordat în această perioadă un nou împrumut pentru plata facturilor către beneficiarii Programului Operațional Dezvoltarea Resurselor Umane și respectiv Creșterea Competitivității Economice, iar datele publicate pe *website*-urile MFE, APDRP, APIA și MADR relevă o creștere a plăților din fondurile europene. Totodată, conform datelor referitoare la execuția bugetară, cheltuielile cu bunuri și servicii din perioada septembrie-noiembrie 2013 au fost printre cele mai consistente plăți trimestriale din ultimii șapte ani, inclusiv ca urmare a transpunerii în legislația românească a Directivei UE nr. 7/2011 privind combaterea întâzierilor în efectuarea plăților în tranzacțiile comerciale (Legea nr. 72/2013).

anterior menționat<sup>20</sup>. În perioada analizată, structura pe monede a M3 a continuat să se îmbunătățească, în condițiile consolidării preferinței pentru depozitele în lei, mai cu seamă în cazul companiilor.

Analiza structurii pe deținători a masei monetare evidențiază accelerarea sensibilă a creșterii depozitelor companiilor (localizată la nivelul societăților nefinanciare, unde s-a atins cel mai înalt ritm de creștere din ultimii cinci ani), precum și întreruperea tendinței de scădere manifestată pe parcursul ultimului an și jumătate de dinamica depozitelor populației. Principalii determinanți ai celei din urmă evoluții i-au constituit amplificarea unor plăți efectuate de administrația publică, majorarea dinamicii salariului mediu net<sup>21</sup> și efectul statistic al reducerii ratei inflației, al căror impact a devansat efectul cumulat al reorientării parțiale a respectivului segment spre alte categorii de instrumente financiare (depozite la termen de peste doi ani, acțiuni emise de companii<sup>22</sup> și fonduri de investiții), precum și al achitării unor obligații către bugetul de stat<sup>23</sup>. În cazul societăților nefinanciare, sursele de alimentare a depozitelor le-au constituit majorarea cheltuielilor publice și, posibil, sumele atrase de la nerezidenți sub forma investițiilor de portofoliu<sup>24</sup>; nivelul acestora l-a surclasat pe cel al plăților efectuate de către firme în contul datoriei bancare interne și al celei externe<sup>25</sup>.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, majorarea dinamicii acestui agregat monetar a reflectat declinul ratei de creștere a depozitelor în valută ale administrației publice, atenuarea variațiilor negative ale creditului acordat sectorului privat și respectiv sectorului public, precum și sporirea variației activelor externe nete ale sectorului bancar. O influență de sens opus au exercitat accelerarea dinamicii depozitelor în lei ale administrației publice centrale și încetinirea ritmului de descreștere a pasivelor financiare pe termen lung (incluzând poziția conturi de capital).

## Creditul

În perioada septembrie-noiembrie 2013, dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a menținut negativă, relativă

<sup>20</sup> În termeni nominali, dinamica depozitelor la termen sub doi ani s-a menținut cvasistabilă.

<sup>21</sup> În perioada septembrie-noiembrie 2013, media ritmului de creștere anuală în termeni reali a câștigului salarial net pe total economie a fost cea mai mare din ultimii doi ani.

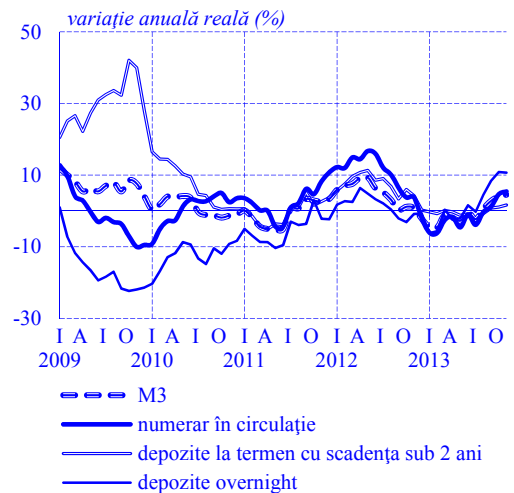
<sup>22</sup> Persoanele fizice au achiziționat acțiuni „Nuclearelectrica” și „Romgaz”, beneficiind de un discount.

<sup>23</sup> Prima rată a impozitului anual pe veniturile din activitățile agricole stabilite pe bază de norme de venit (Codul fiscal).

<sup>24</sup> Conform informațiilor prezentate în cadrul unei conferințe de presă, cel puțin 30 la sută din acțiunile „Nuclearelectrica” au fost achiziționate de nerezidenți.

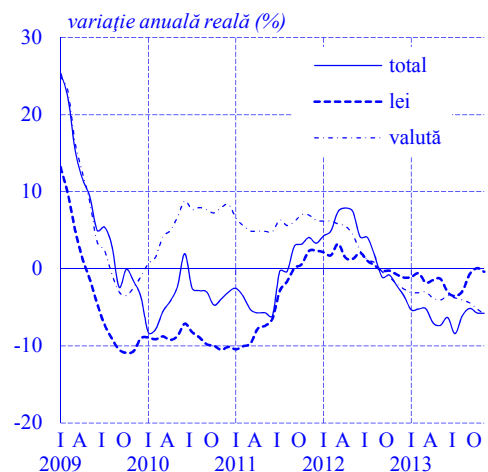
<sup>25</sup> Conform datelor din bilanța de plăți, volumul mediu al rambursărilor nete de împrumuturi externe efectuate de sectorul nebanca în perioada septembrie-noiembrie 2013 a fost superior plăților trimestriale medii din ultimul an.

### Principalele componente ale masei monetare

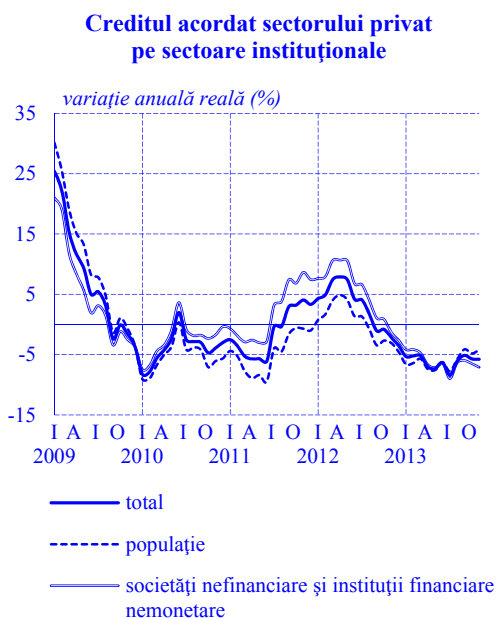


Sursa: INS, BNR

### Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR

atenuare a contracției în termeni anuali<sup>26</sup> înregistrată în acest interval (-5,5 la sută, față de -6,9 la sută în lunile iunie-august 2013) datorându-se cvasiexclusiv efectului statistic al reducerii ratei anuale a inflației<sup>27</sup> (parțial contrabalansat de cel al cursului de schimb leu/euro) și, într-o măsură redusă, creșterii ușoare a dinamicii componentei în lei. Pe acest fond, ponderea medie a creditului în devize în totalul creditului acordat sectorului privat s-a redus până la minimul ultimilor trei ani și jumătate.

Analiza structurii pe categorii de clienți evidențiază diminuarea mai pregnantă a variației negative a creditelor acordate populației, dar și stoparea tendinței de scădere a dinamicii anuale a împrumuturilor societăților nefinanciare<sup>28</sup>. În primul caz, evoluția s-a asociat: (i) majorării fluxului de credite noi în lei (în special al celor pentru locuințe, dar și al celor destinate consumului)<sup>29</sup>, susținută de declinul ratelor de dobândă aferente, de reluarea programului guvernamental „Prima casă” pe componenta în lei și, posibil, de o reducere a restrictivității standardelor de creditare<sup>30</sup>, precum și (ii) scăderii volumului transferurilor nete de credite din bilanțurile băncilor<sup>31</sup>. În cazul împrumuturilor societăților nefinanciare, ameliorarea de ritm s-a datorat în principal efectului statistic al reducerii ratei inflației, precum și accentuării apelului firmelor la liniile de finanțare acordate anterior (inclusiv a celor din categoria *overdraft*); efecte de sens opus au continuat să exercite probabila înăsprire a standardelor de creditare și prelungirea ajustării bilanțurilor companiilor<sup>32</sup>.

<sup>26</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2013.

<sup>27</sup> În termeni nominali, ritmul de creștere a creditelor a scăzut ușor pe segmentul populației și mai accentuat pe cel al companiilor.

<sup>28</sup> Și creditele instituțiilor financiare nemonetare au consemnat o accelerare de ritm, însă ponderea acestui segment în creditul total acordat sectorului privat s-a menținut modestă.

<sup>29</sup> Pe baza datelor raportate de CRC privind creditele de peste 20 000 lei acordate în luna curentă.

<sup>30</sup> Conform ediției din noiembrie 2013 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, băncile anticipau pentru T4 2013 scăderea restrictivității standardelor de creditare aferente împrumuturilor pentru locuințe și încheierea ciclului de înăsprire a acestora la creditele pentru consum.

<sup>31</sup> Pe baza datelor din statistica monetară privind creditele achiziționate, respectiv transferate și anulate din bilanțurile băncilor.

<sup>32</sup> Sugerată de ediția din decembrie 2013 a Sondajului BNR privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România și capacitatea acestora de a face față unor condiții financiare nefavorabile.

## IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 3,5 la sută la sfârșitul anului 2014, nivel situat cu 0,5 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2013, și la 3,2 la sută la finele anului 2015.

Traectoria proiectată în runda curentă pentru dinamica indicelui agregat al prețurilor de consum este similară celei din runda anterioară, cu excepția diferenței semnificative de la sfârșitul trimestrului IV 2014. Pentru restul intervalului de referință, cvasisimilaritatea celor două proiecții succesive este rezultatul compensării reciproce a unor reevaluări semnificative ale contribuțiilor componentelor indicelui agregat.

Revizuirea în sus cu 0,5 puncte procentuale a ratei anuale a inflației IPC prognozate pentru finele anului 2014 este determinată în principal de încorporarea în proiecția curentă a noilor informații privind modificarea nivelului accizelor (creșteri cu 7 eurocenți pe litru ale accizei la carburanți, preconizate pentru 1 aprilie 2014) și a modului de calcul al echivalentului în lei al acestora (în cazul tuturilor produselor accizabile), care au afectat cu precădere grupele combustibili, produse din tutun și băuturi alcoolice. Devenite disponibile ulterior elaborării scenariului de bază al proiecției din precedentul Raport asupra inflației, aceste informații au fost semnalate în acel raport ca surse ale unor riscuri de abatere în sus de la traectoria prognozată a inflației.

În condițiile menținerii ipotezei unor ani agricoli normali în 2014 și 2015, pentru prima jumătate a intervalului de referință, o contribuție marginal nefavorabilă comparativ cu proiecția precedentă provine și din revizuirea scenariului de creștere a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO). Contribuții semnificativ mai favorabile sunt proiectate pentru dinamica prețurilor administrate și cea a indicelui CORE2 ajustat, aceasta din urmă beneficiind în continuare de efectele anului agricol favorabil din 2013.

Pentru anul 2015, dinamica prețurilor produselor din tutun a fost revizuită în jos, modificarea metodologiei de calcul al echivalentului în lei al accizelor fiind anticipată a exercita în acea perioadă un efect contrar celui din 2014 asupra proiecției. Această influență este în mare măsură compensată de cea de sens opus din partea inflației CORE2 ajustat, pe seama unei inversări tranzitorii de tendință a așteptărilor privind inflația<sup>1</sup>, ca urmare a percepției de către agenții economici a unor efecte de bază nefavorabile, precum și a diminuării treptate a deficitului de cerere pe măsura intensificării anticipate a activității economice.

<sup>1</sup> Conform rezultatelor celui mai recent sondaj privind așteptările inflaționiste derulat de BNR în rândul analiștilor bancari.

Configurația traiectoriei proiectate a ratei anuale a inflației IPC este influențată în mare măsură de cea a ratei inflației de bază CORE2 ajustat. În structura acestui indice sunt incluse prețurile produselor de panificație a căror cotă TVA a fost redusă la 1 septembrie 2013 și cele ale altor produse alimentare procesate<sup>2</sup> influențate, prin intermediul prețurilor materiilor prime agricole, de recolta abundentă din anul 2013. Efectele statistice ale acestor factori asupra dinamicii anuale a prețurilor sunt tranzitorii, urmând a se epuiza după patru trimestre, ceea ce produce un efect de bază nefavorabil în a doua jumătate a anului curent. Ca urmare, după ce rata anuală proiectată a inflației de bază coboară la niveluri istorice minime, negative, în primele două trimestre ale anului 2014, revine ulterior și se stabilizează la valori situate ușor peste 2 la sută până la orizontul prognozei.

Date fiind dinamicile proiectate ale inflației de bază, precum și ale componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare, se anticipează că rata inflației IPC va coborî în prima jumătate a anului 2014 sub limita inferioară a intervalului de variație asociat țintei centrale, atingând un nivel minim situat sub 1 la sută în cursul trimestrului I, după care va reveni în interiorul intervalului în trimestrul III. După atingerea unui maxim al perioadei (3,5 la sută) în trimestrul IV 2014, rata anuală a inflației se va stabili până la orizontul proiecției la valori situate ușor peste 3 la sută, dar sub limita superioară a intervalului țintei. În același timp, rata medie anuală a inflației va continua să coboare în cursul trimestrului I 2014 și se va situa, pe întregul interval de proiecție, între un minim de 1,5 la sută și un maxim de 3,2 la sută.

Setul proiectat al condițiilor monetare reale în sens larg este calibrat astfel încât să asigure menținerea pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului asociat țintei, astfel încât, prin utilizarea întregului set de instrumente aflat la dispoziția băncii centrale, să fie create premisele favorabile redresării treptate a creditării sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, cu efect benefic asupra creșterii economice de durată.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată în sensul unor abateri în sus de la acest scenariu. Posibilele surse ale acestor abateri aparțin atât mediului extern, cât și celui intern.

Riscurile provenind din mediul extern sunt generate de posibila variabilitate a apetitului pentru risc al investitorilor față de ansamblul economiilor emergente, în condițiile incertitudinilor cu privire la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american. Riscuri suplimentare provin din partea perspectivei de evoluție a

<sup>2</sup> Ponderea produselor alimentare procesate în ansamblul coșului CORE2 ajustat este de 50 la sută.

economiilor emergente majore, precum și din cea a stabilității sectorului bancar privat în unele țări din zona euro, în contextul procesului de dezintermediere transfrontalieră. Materializarea unor riscuri generate de aceste surse ar conduce la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, discriminându-se în favoarea economiilor mai reziliente. Deși condițiile economice fundamentale ale României s-au ameliorat, atenuând relativ efectele unei realocări de expunere globale sau regionale, există în continuare un potențial de amplificare a efectelor unei asemenea realocări în cazul accentuării unor vulnerabilități specifice economiei românești. Efectele posibile decurgând din aceste evoluții s-ar traduce prin creșterea volatilității în ambele sensuri a fluxurilor de capital adresate economiei naționale. Manifestarea acestora ar avea drept consecință fluctuații excesive ale cursului de schimb al leului și abateri de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice. În ansamblu, balanța acestor riscuri apare a fi înclinată în sensul unor abateri nefavorabile.

Balanța riscurilor asociate evoluțiilor prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale apare a fi echilibrată pe termen scurt. Pe termen mediu, riscuri de abatere în sus de la ipotezele scenariului de bază al proiecției pot fi consecințe fie ale agravării unor tensiuni geopolitice, fie ale unei redresări mai rapide decât cea preconizată a cererii globale. În sens invers ar putea acționa, la acest orizont, o posibilă încetinire a dinamicii viitoare a economiei Chinei și a celorlalte economii emergente cu potențial relevant de antrenare la nivel global.

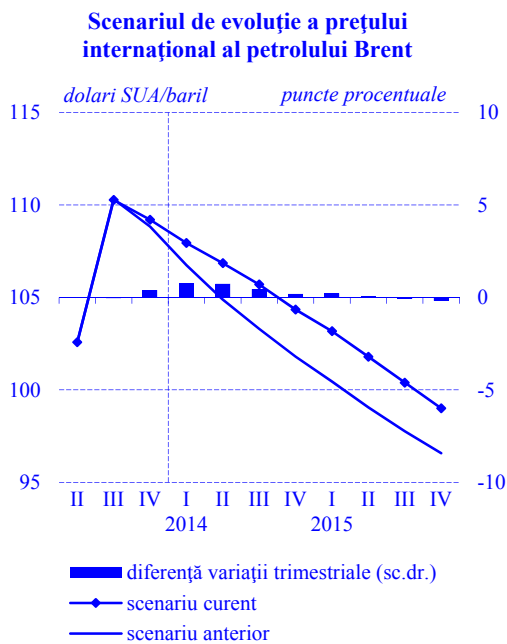
Pe plan intern, riscuri relevante sunt generate de persistența rigidităților structurale care împiedică ajustările necesare în economia națională pentru atenuarea consecințelor șocurilor adverse. În acest sens, în condițiile calendarului electoral din anul curent, respectarea strictă a prevederilor noului acord preventiv de finanțare încheiat cu UE, FMI și BM este esențială atât pentru continuarea reformelor structurale și a celor care vizează îmbunătățirea potențialului de creștere a economiei interne, cât și pentru coerența mixului de politici macroeconomice.

Similar evaluărilor din rapoartele precedente, atât balanța riscurilor asociate ipotezelor privind dinamica prețurilor administrate, cât și cea a prețurilor interne ale alimentelor sunt apreciate ca fiind relativ echilibrate pe parcursul perioadei de referință. Cu toate acestea, ponderea ridicată deținută de produsele alimentare în coșul de consum al populației, pe de o parte, și volatilitatea sporită a acestei categorii de prețuri, pe de altă parte, continuă să genereze riscuri la adresa stabilității prețurilor dincolo de orizonturile apropiate.

## Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2014	2015
Creștere economică în UE efectiv (%)	1,39	1,78
Inflația anuală din zona euro (%)	1,13	1,43
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,31	0,54
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,32	1,28
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	106,2	101,1

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



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

## 1. Scenariul de bază

## 1.1. Ipoteze externe

Comparativ cu anul 2013, scenariul privind evoluția economică externă prevede o intensificare ușoară a ritmului de creștere a PIB UE efectiv<sup>3</sup> pe parcursul anilor 2014 și 2015, acesta menținându-se însă inferior celui înregistrat în perioada anterioară crizei. Pentru anul curent, traiectoria proiectată a PIB extern a fost ușor revizuită în sus, în principal pe seama reducerii ratei dobânzii de politică monetară de către BCE<sup>4</sup> și a semnalelor privind orientarea acomodativă a ratelor reprezentative ale dobânzilor, în timp ce, pentru anul 2015, reevaluarea este nesemnificativă, la acest orizont persistând incertitudinile legate de durata și intensitatea normalizării treptate a activității și politicilor economice din țările dezvoltate. Se anticipează că relansarea activității economice va fi susținută în principal de contribuția ascendentă a cererii interne, impulsionată în continuare de caracterul acomodativ al politicii monetare a BCE, de politici fiscale relativ mai puțin restrictive în perioadele următoare și de atenuarea dinamicii prețurilor materiilor prime, care ar trebui să susțină, în mod cumulativ, veniturile reale disponibile. În acest context, *gap*-ul PIB UE efectiv, măsură relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului BNR a impactului cererii externe pentru produsele românești, este evaluat a exercita o contribuție relativ mai favorabilă asupra deviației PIB intern de la trend, comparativ cu cea evaluată în runda precedentă, pe tot parcursul intervalului de proiecție.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro se va menține la valori scăzute, poziționate sub reperul de 2 la sută asociat definiției stabilității prețurilor, consemnând în anul 2014 o dinamică inferioară celei din anul precedent, urmată de o accelerare a acesteia în 2015, pe fondul redresării sustenabile a activității economice. Perspectivele privind evoluția moderată a inflației IAPC sunt determinate de persistența deficitului de cerere agregată, de impactul favorabil al reducerii anticipate a prețului petrolului asupra prețurilor produselor energetice și de dinamica modestă a prețurilor alimentelor, preconizate însă a-și accelera ușor creșterea începând cu anul 2015.

În concordanță cu evoluția anticipată a activității economice, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată pe o traiectorie în creștere către finele intervalului de proiecție, valorile medii anticipate pentru cei doi ani de prognoză fiind însă moderat revizuite în jos față de cele prevăzute anterior.

<sup>3</sup> UE-28 excluzând România. Indicatorul este calculat pe baza structurii exporturilor românești pe țări de destinație din cadrul UE.

<sup>4</sup> În ședința din data de 7 noiembrie 2013, Consiliul guvernatorilor a adoptat o serie de decizii privind ratele reprezentative ale dobânzilor BCE, orientarea viitoare a acestora și furnizarea de lichiditate.

Evoluția cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară depreciere a monedei europene în raport cu dolarul american, în contextul anticipării unei majorări a randamentelor plasamentelor denominate în dolari, ca efect al reducerii etapizate a stimulului monetar din SUA.

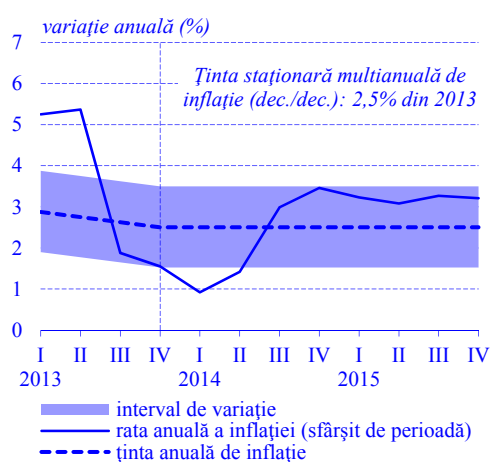
Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures*<sup>5</sup> și prevede o tendință descendentă pe parcursul intervalului de prognoză, datorită majorării preconizate a producției mondiale de țiței.

## 1.2. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC la limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale (respectiv la 3,5 la sută) la sfârșitul anului curent și la 3,2 la sută la finele anului 2015. Similar prognozei anterioare, traiectoria inflației anuale IPC este marcată de un salt semnificativ în trimestrul III al anului curent (aproximativ 1,6 puncte procentuale), pe fondul unui puternic efect de bază indus de eliminarea din perioada de calcul a trimestrului III 2013, în care s-au consemnat deflații ale prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și ale indicelui CORE2 ajustat. În același timp, rata medie anuală a inflației va continua să coboare în cursul trimestrului I 2014 și se va situa, pe întregul interval de proiecție, între un minim de 1,5 la sută și un maxim de 3,2 la sută.

Comparativ cu raportul publicat în luna noiembrie 2013, valoarea anticipată a inflației la finele anului curent este mai ridicată cu 0,5 puncte procentuale. Această revizuire a fost determinată în principal de încorporarea informațiilor<sup>6</sup> referitoare la modalitatea de calcul al nivelului în lei al accizelor<sup>7</sup>. Astfel, în condițiile în care cursul de schimb stabilit în prima zi lucrătoare a lunii octombrie 2013<sup>8</sup> a fost mai mic decât cursul valutar de referință aflat în vigoare<sup>9</sup>, nivelul în lei al accizelor pentru anul 2014 s-a determinat prin transformarea sumelor exprimate în echivalent euro pe baza cursului de referință aflat în vigoare, valoarea rezultată fiind actualizată cu media anuală a indicelui prețurilor de consum din luna septembrie 2013. De asemenea, este prevăzută și o majorare a nivelului accizelor cu 7 eurocenți pe litru la carburanți, începând cu

### Previzuni privind evoluția inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de  $\pm 1$  punct procentual.

Sursa: INS, proiecție BNR

### Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (procente, sfârșit de perioadă)							
	2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă				2,5				2,5
Proiecție	0,9	1,4	3,0	3,5	3,2	3,1	3,3	3,2

<sup>5</sup> Sursa: *Bloomberg* (cotații preluate la data de 13 ianuarie 2014).

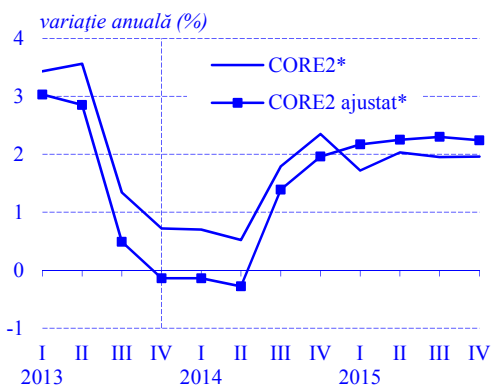
<sup>6</sup> Conform Ordonanței de urgență nr. 102/2013 și Ordonanței de urgență nr. 111/2013, aprobate de Guvern ulterior publicării raportului precedent.

<sup>7</sup> Produsele pentru care accizele constituie o componentă importantă a prețului final sunt cele din tutun, carburanții (benzină, motorină) și băuturile alcoolice.

<sup>8</sup> La nivelul de 4,4485 lei/euro.

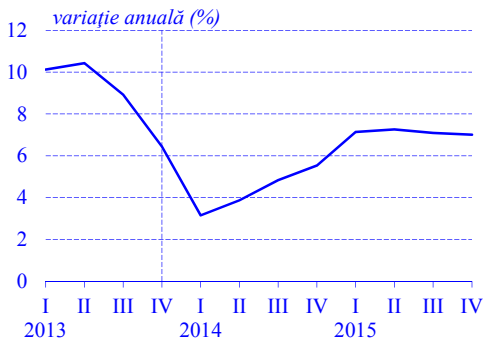
<sup>9</sup> 4,5223 lei/euro, publicat în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene în prima zi lucrătoare a lunii octombrie 2012, valabil pentru calculul echivalentului în lei al accizelor pe parcursul anului fiscal 2013.



**Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat**

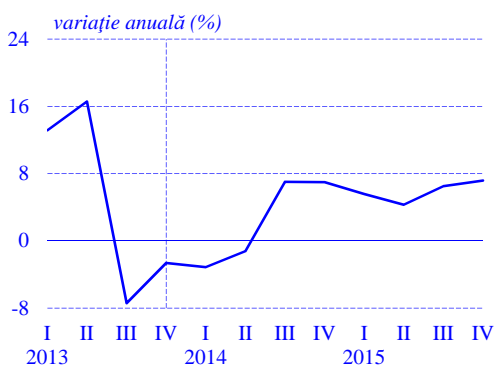
\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

**Inflația anuală a prețurilor administrate\***

\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

**Inflația anuală a prețurilor LFO\***

\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

1 aprilie 2014<sup>10</sup>. Contribuții suplimentare la rata anuală a inflației IPC la finele anului curent provin și din partea inflației LFO și a celei CORE2 ajustat, contrabalansate de dinamica mai redusă a prețurilor administrate.

Proiecția inflației anuale CORE2 ajustat prevede menținerea acesteia în prima jumătate a anului curent la valori ușor negative. Începând cu trimestrul III 2014, traiectoria prognozată va fi marcată de disiparea impactului dezinflaționist ocazionat de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație în septembrie 2013 și a impactului recoltei agricole bune din anul trecut asupra prețurilor alimentelor procesate incluse în acest indice. Revizuirea în sus a traiectoriei anticipate în a doua parte a intervalului de prognoză este generată cu precădere de influența unor determinanți ai inflației de bază cu acțiune persistentă: plasarea deviației PIB la niveluri comparativ mai puțin favorabile dezinflației<sup>11</sup>, anticipațiile inflaționiste relativ mai ridicate și dinamica ușor mai alertă a prețurilor de import la acest orizont. Contribuția indicelui CORE2 ajustat la inflația IPC este evaluată la 1,2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, ușor mai ridicată decât se anticipa anterior (+0,1 puncte procentuale) și la 1,3 puncte procentuale în decembrie 2015.

Dinamica prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată, în principal, pe baza calendarului de modificare a nivelului exprimat în euro al accizelor aplicabile acestor produse prevăzut în Codul fiscal în vigoare, fiind semnificativ influențată de modificările metodologice cu privire la transformarea în lei a echivalentului în euro al acestora. Contribuția anticipată a componentei la inflația anuală IPC este de 0,4 puncte procentuale în decembrie 2014 (revizuită în sus cu 0,3 puncte procentuale) și aproximativ nulă la finele anului viitor.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează informațiile referitoare la calendarele de liberalizare a piețelor gazelor naturale și energiei electrice publicate de către ANRE și, respectiv, cotațiile OPCOM<sup>12</sup> pentru prețurile la energia electrică. Dinamica anuală a grupei este prognozată la valoarea de 5,5 la sută la finele anului curent și la 7 la sută în decembrie 2015. Prognoza pentru anul în curs a fost revizuită în jos cu 1,7 puncte procentuale, pe fondul reevaluării ipotezelor privind dinamica prețurilor la energia electrică în primul trimestru al anului, în concordanță cu impactul estimat al etapei de liberalizare prevăzute pentru 1 ianuarie 2014.

<sup>10</sup> Impactul cumulat al modificării algoritmului de stabilire a echivalentului în lei al accizelor și, respectiv, al majorării nivelului în euro al accizei la carburanți asupra ratei anuale a inflației IPC este estimat la aproximativ 0,5 puncte procentuale în anul curent.

<sup>11</sup> Pentru detalii a se vedea secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

<sup>12</sup> De exemplu, cotațiile OPCOM sunt utilizate pentru determinarea valorii certificatelor verzi (Legea nr. 134/2012), prin luarea în considerare a prețului mediu ponderat al acestora de pe piața centralizată de tranzacționare în cele mai recente 3 luni de cotare.

Sub impactul recoltei agricole abundente din 2013, inflația anuală a grupei alimentelor cu prețuri volatile este anticipată a se menține la valori negative până la jumătatea anului curent, traiectoria prognozată fiind marcată ulterior de impactul dispărării efectelor de bază favorabile și al ipotezei obținerii unor recolte agricole normale în 2014 și 2015, precum și de efecte sezoniere specifice acestei grupe a coșului IPC. Contribuția grupei la rata anuală a inflației IPC este de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul ambilor ani, revizuită în sus pentru anul curent cu 0,1 puncte procentuale.

Rata anuală a inflației combustibililor se va înscrie pe un trend ascendent în prima parte a intervalului de proiecție, atingând nivelul de 5,4 la sută la sfârșitul anului curent (revizuit în sus cu 3,2 puncte procentuale), pe fondul modificării regimului fiscal privitor la accize. În a doua parte a intervalului de referință, în condițiile dispărării acestor influențe nefavorabile și ale preconizării reducerii prețului internațional al petrolului, dinamica anuală a grupei se va atenua, pentru decembrie 2015 fiind anticipată o valoare de 2,1 la sută.

Contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețuri administrate, cele ale alimentelor cu prețuri volatile (LFO), combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 2,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2014 și de 1,9 puncte procentuale la finele celui viitor.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>13</sup>

#### Deviația PIB

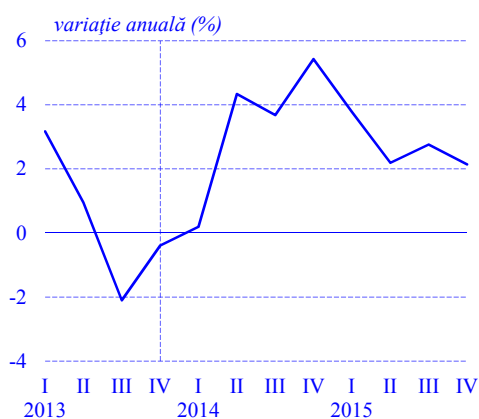
Conform celui mai recent comunicat al INS<sup>14</sup>, PIB real a înregistrat o creștere trimestrială de 1,6 la sută în trimestrul III 2013, în accelerare față de valoarea aferentă trimestrului anterior (0,8 la sută). Comparativ cu raportul precedent, dinamica seriei PIB real ajustată sezonier a suferit revizuirii ușoare, în particular pentru cele mai recente observații. Pentru trimestrul IV, evoluția unor indicatori macroeconomici cu frecvență lunară<sup>15</sup> susține continuarea dinamicii trimestriale pozitive a PIB, în reducere însă față de cea înregistrată în trimestrul anterior.

<sup>13</sup> 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.

<sup>14</sup> Comunicatul INS nr. 14 din 10 ianuarie 2014.

<sup>15</sup> Indicele producției industriale și cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul, cu excepția autovehiculelor și motocicletelor, cresc cu 3,9 la sută și, respectiv, 0,2 la sută în perioada octombrie-noiembrie față de mediile trimestrului III. Pe de altă parte, variația creditului acordat sectorului privat, total lei și valută, reintră în teritoriu negativ (-1,1 la sută în termeni reali în trimestrul IV față de trimestrul III), iar indicatorul încrederii în economie (sondaj CE-DG ECFIN) scade cu 1,2 puncte în trimestrul IV față de trimestrul III.

#### Inflația anuală a prețurilor combustibililor\*



\*) sfârșit de perioadă

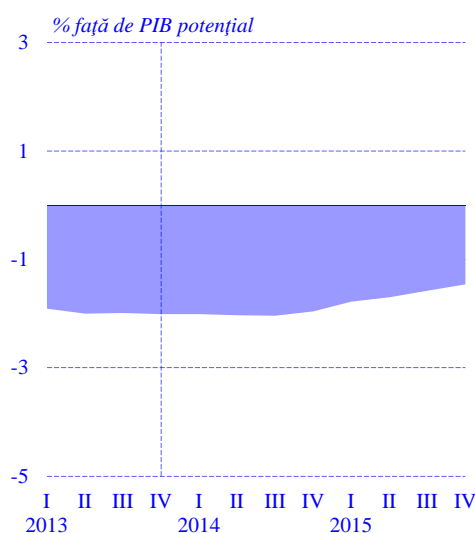
Sursa: INS, proiecție BNR

#### Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\*

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

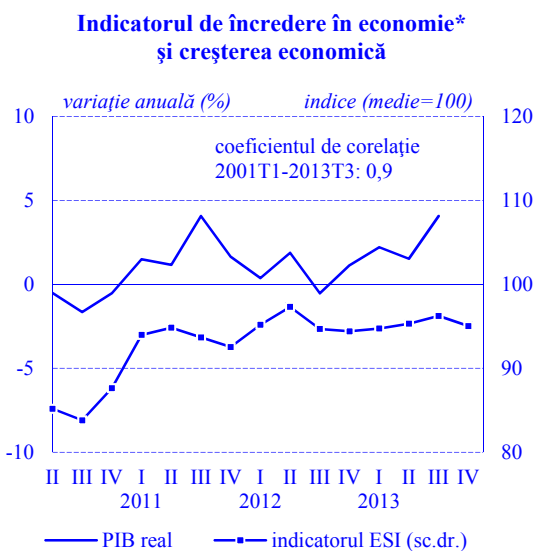
\* calcule sfârșit de perioadă; valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală.

#### Deviația PIB



Sursa: INS, proiecție BNR

Atât în 2013, cât și pe intervalul de proiecție, dinamica PIB potențial este explicată în special de contribuția pozitivă a stocului de capital și a productivității totale a factorilor, pentru forța de muncă fiind estimată doar o ameliorare marginală<sup>16</sup>. Rata de creștere a PIB potențial pentru anul 2013 este evaluată a fi superioară celei din anul precedent, ca urmare a avansului productivității totale a factorilor de producție, în special pe seama performanței sectorului agricol. Pentru intervalul de prognoză, scenariul de bază presupune o evoluție a FBCF favorabilă unor contribuții relativ constante ale dinamicii stocului de capital, iar anticiparea îmbunătățirii graduale a productivității totale a factorilor are în vedere, pe de o parte, eforturile privind creșterea ratei de absorbție a fondurilor structurale și de coeziune și așteptările referitoare la înregistrarea unor progrese privind consolidarea bilanțurilor companiilor și gospodăriilor populației, iar pe de altă parte, incertitudinile aferente evoluției mediului extern și dinamicii fluxurilor de capital către economiile din regiune, în contextul mai larg al reconsiderării expunerilor investitorilor față de economiile emergente la nivel global.



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Deficitul de cerere din trimestrul IV 2013 este evaluat la un nivel similar celui din trimestrul anterior, indicând, *ceteris paribus*, menținerea intensității presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate. Comparativ cu runda precedentă de proiecție însă, deviația PIB din trimestrul III 2013 este ușor mai puțin negativă, modificarea încorporând efectul cumulat al reevaluării determinanților acesteia<sup>17</sup>, al revizuirilor operate de către INS asupra seriei istorice a PIB real ajustate sezonier, precum și pe cel al erorii de prognoză pe termen scurt aferente creșterii trimestriale a PIB real din trimestrul III. Deficitul de cerere din trimestrul IV 2013 cumulează persistența relativ ridicată a acestuia și influența restrictivă a deficitului de cerere externă, ambele contrabalansate doar parțial de efectul stimulativ provenit din partea deviației cursului de schimb real (prin intermediul canalului exporturilor nete), a efectului de avuție și bilanț și a ratelor reale ale dobânzilor bancare din trimestrul precedent. Componenta discreționară a politicii fiscale este evaluată a exercita un efect aproximativ neutru în trimestrul IV 2013.

Menținerea deficitului de cerere din trimestrul IV la un nivel similar celui din trimestrul anterior este susținută de semnalele mixte provenite din partea evoluției unor indicatori lunari corelați cu poziția ciclică a economiei. În timp ce rata șomajului BIM se situează în continuare peste tendința de evoluție pe termen mediu,

<sup>16</sup> 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 aproape integral contrabalansat de reducerea populației în vârstă de muncă (prognoza CE).

<sup>17</sup> 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.

semnale favorabile sunt oferite de evoluția producției industriale și a gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie (creșteri de 3,9 la sută și, respectiv, 1,3 puncte procentuale în perioada octombrie-noiembrie față de mediile trimestrului III).

Deviația negativă a PIB este prevăzută a exercita presiuni dezinflaționiste de aceeași amploare ca cele de la sfârșitul anului anterior în prima parte a intervalului de proiecție și în curs de atenuare pe parcursul anului 2015. Influențe în sensul restrângerii treptate a deficitului de cerere agregată provin din partea condițiilor monetare reale, stimulative pe tot parcursul intervalului de prognoză, precum și din partea preconizării unei rate mai ridicate de absorbție a fondurilor europene, comparativ cu anul precedent. În plus, pe măsura redresării anticipate a creșterii economice în UE, impactul restrictiv al cererii externe asupra deviației PIB este anticipat a se diminua. Impulsul fiscal<sup>18</sup> acționează în sensul adâncirii deficitului de cerere până la finalul anului 2014, iar pentru 2015 are o contribuție marginal pozitivă la evoluția acestuia, semnalând o conduită ușor anticiclică a politicii fiscale la acest orizont. Comparativ cu Raportul asupra inflației din noiembrie 2013, deficitul de cerere este proiectat la valori care implică presiuni dezinflaționiste cu efecte relativ mai reduse asupra inflației de bază CORE2 ajustat, ca rezultat cumulat al revizuirilor seriei istorice PIB real, comunicate de către INS, cu implicații asupra *gap*-ului PIB din trimestrul I 2014, și al reevaluării condițiilor monetare reale, marginal mai stimulative pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție. În sens contrar acestor efecte, componenta discreționară a politicii fiscale are o traiectorie doar marginal mai restrictivă pentru deviația PIB în 2014 față de cea considerată în runda anterioară de prognoză.

Scenariul de bază al proiecției prevede dinamizarea semnificativă a creșterii economice în anul 2013, comparativ cu 2012, susținută, pe de o parte, de evoluția remarcabilă a exporturilor nete, iar, pe de altă parte, de creșterea autoconsumului, pe seama efectului pozitiv exercitat de anul agricol bun. Pentru următorii doi ani, cererea internă este preconizată să redevină, treptat, principalul determinant al creșterii economice, în condițiile anticipării unei dinamici favorabile a venitului real disponibil al gospodăriilor populației<sup>19</sup>, ale continuării diminuării costurilor de creditare în lei, impulsionate și de reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, precum și ale îmbunătățirii absorbției fondurilor europene structurale și de coeziune.

<sup>18</sup> Reprezintă componenta discreționară a politicii fiscale în model.

<sup>19</sup> Datorită îmbunătățirii principalilor indicatori ai pieței muncii, creșterilor salariului minim și proiectării unei rate reduse a inflației anuale IPC. În conformitate cu Strategia Fiscal Bugetară pentru 2014-2016 actualizată, salariul minim pe economie a crescut până la 850 lei începând cu 1 ianuarie 2014 și urmează să crească până la 900 lei începând cu 1 iulie 2014.

## Componentele cererii agregate

Pentru trimestrul IV 2013 se anticipează o revigorare<sup>20</sup> ușoară a ritmului trimestrial de creștere a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, susținut de efectul favorabil asupra auto-consumului exercitat de anul agricol de excepție. Revigorarea creșterii trimestriale a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este sugerată și de evoluția favorabilă a unor indicatori privind venitul disponibil al populației (salariul net real din economie a înregistrat în perioada octombrie-noiembrie o creștere ușoară de 1,0 la sută față de media trimestrului anterior, iar numărul de salariați s-a menținut la valori similare perioadelor anterioare) și a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, cu excepția autovehiculelor și motocicletelor (care a înregistrat o creștere de 0,2 la sută în aceeași perioadă). Cu toate acestea semnale de sens contrar provin din partea evoluției stocului de credite de consum (reducere cu 1,7 la sută în termeni reali în trimestrul IV față de media trimestrului anterior), în timp ce stocul de depozite ale gospodăriilor populației s-a majorat (cu 2,3 la sută în aceeași perioadă) inclusiv pe fondul unui proces de economisire cu scop de precauție. Pe fondul evoluțiilor menționate anterior, în trimestrul IV 2013 deviația negativă a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației de la tendința pe termen mediu este evaluată în reducere față de trimestrul anterior. Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este așteptat să înregistreze o creștere moderată în trimestrul IV 2013, susținând în continuare procesul de consolidare fiscală<sup>21</sup>, deviația acestuia de la tendința de evoluție pe termen mediu menținându-se în teritoriu negativ, dar în reducere.

Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este anticipat a înregistra o revigorare moderată pe parcursul intervalului de proiecție, favorizată de creșterea preconizată a venitului real disponibil, în condițiile majorărilor succesive ale salariului minim pe economie<sup>22</sup>, ale perspectivelor favorabile privind inflația, cu precădere în prima parte a anului 2014, ale evoluțiilor marginal pozitive de pe piața forței de muncă<sup>23</sup>, precum și datorită continuării relaxării condițiilor de creditare. Aceasta din urmă este anticipată a avea loc inclusiv ca rezultat al transmiterii, cu un anumit decalaj în timp, a deciziilor de ajustare a politicii monetare adoptate începând

<sup>20</sup> În trimestrul III 2013 consumul individual efectiv al gospodăriilor populației a crescut cu 0,3 la sută în termeni trimestriali.

<sup>21</sup> Conform datelor operative publicate de MFP, execuția bugetului general consolidat în perioada 1 ianuarie – 31 decembrie 2013 s-a încheiat cu un deficit de 15,77 miliarde lei, respectiv 2,5 la sută din PIB (metodologie *cash*).

<sup>22</sup> Aceste majorări afectează, în principal, gospodăriile cu venituri din salarii reduse, dar care reprezintă o pondere însemnată în total consum.

<sup>23</sup> Creșterea anticipată a productivității muncii, în condițiile evoluțiilor favorabile ale activității economice, este de așteptat să determine majorări graduale ale salariului în termeni reali, iar redresarea gradului de ocupare a forței de muncă, cu precădere în sectorul privat, se preconizează că va impulsiona dinamica venitului real disponibil al gospodăriilor populației.

de la mijlocul anului 2013 asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari<sup>24</sup>. După scăderea configurată pentru anul 2013, consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este anticipat a se reînscris și menține pe o traiectorie ascendentă pe parcursul intervalului de proiecție.

Pentru trimestrul IV 2013 este anticipată revenirea ratei trimestriale de creștere a formării brute de capital fix în teritoriu pozitiv, evoluția acesteia fiind susținută de unii indicatori coincidenți. Astfel, în perioada octombrie-noiembrie față de mediile trimestrului III, cifra de afaceri în industria bunurilor de capital și producția industrială de bunuri de capital au crescut cu câte 0,5 la sută. Pe fondul evoluției anticipate a formării brute de capital fix, deviația acesteia de la tendința pe termen mediu este evaluată a fi în teritoriu negativ, dar în reducere față de trimestrul anterior.

Deși este de așteptat să cunoască o redresare în trimestrul IV 2013, formarea brută de capital fix este prevăzută să înregistreze un ritm negativ de creștere la nivelul întregului an 2013, pe seama valorilor reduse din primele trei trimestre ale anului trecut<sup>25</sup>. Pentru perioadele următoare se anticipează consolidarea evoluției favorabile configurate pentru ultimul trimestru al anului 2013, sub impactul cumulat al intensificării anticipate atât a absorbției fondurilor europene structurale și de coeziune, cât și a fluxului de investiții străine directe. De asemenea, continuarea relaxării graduale a constrângerilor de finanțare cuantificate prin intermediul costurilor creditării este de așteptat să contribuie în timp la intensificarea activității investiționale, în special în sectorul privat. Pe ansamblu, dinamica formării brute de capital fix este prognozată a fi pozitivă pentru ambii ani de proiecție, însă la niveluri semnificativ mai reduse comparativ cu perioada anterioară declanșării crizei financiare globale.

Pentru trimestrul IV 2013 se anticipează o creștere trimestrială a exporturilor de bunuri și servicii, dar într-un ritm mai redus decât cele înregistrate în trimestrele anterioare<sup>26</sup>. Evoluția anticipată a exporturilor de bunuri și servicii este susținută de creșterea producției industriale din zona euro (0,3 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2013 față de media trimestrului anterior) și de dinamica favorabilă a indicatorului de încredere în economie la nivelul UE (creștere de 4,4 puncte în trimestrul IV 2013). În cazul

<sup>24</sup> Viteza și măsura în care se realizează efectiv transmisia deciziilor de politică monetară asupra ratelor dobânzilor practicate de instituțiile financiare în relația cu clienții acestora depind, într-o măsură semnificativă, și de termenii și standardele de creditare stabilite 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.

<sup>25</sup> Pentru detalii referitoare la evoluțiile recente cu privire la formarea brută de capital fix a se vedea Capitolul II. Evoluții ale activității economice.

<sup>26</sup> În trimestrele I, II și III 2013 exporturile de bunuri și servicii au crescut cu 10,1 la sută, 3,7 la sută și, respectiv, 4,5 la sută în termeni trimestriali.

importurilor de bunuri și servicii, pe fondul efectului de antrenare provenit din partea evoluției anticipat favorabile a exporturilor, dar și al redresării preconizate a cererii interne, în trimestrul IV 2013 este anticipată menținerea în teritoriu pozitiv a ritmului trimestrial de creștere. Având în vedere evoluțiile menționate, deviațiile de la tendințele pe termen mediu ale exporturilor și importurilor sunt evaluate ca fiind pozitive și în creștere comparativ cu perioadele anterioare.

Pe ansamblul anului 2013, exporturile de bunuri și servicii sunt preconizate a fi înregistrat un avans considerabil îndeosebi pe seama evoluțiilor favorabile aferente subcategoriilor „mașini și echipamente de transport” și a celei conținând produse de natură agroalimentară<sup>27</sup>, aceasta din urmă susținută de producția agricolă favorabilă din acest an, precum și a dinamismului cererii externe extracomunitare<sup>28</sup> adresate acestor produse. Dinamicile pozitive ale exporturilor sunt anticipate să continue și în perioadele următoare pe fondul unei îmbunătățiri constante a structurii acestora<sup>29</sup> și în ipoteza accelerării absorbției de fonduri europene orientate spre stimularea competitivității. Pe termen mediu însă, sub constrângerile redresării treptate a activității economice din UE<sup>30</sup> și ale atingerii unor limitări ale capacităților productive interne la acest orizont<sup>31</sup>, se preconizează o relativă atenuare a dinamicii exporturilor românești.

Importurile de bunuri și servicii sunt estimate a fi înregistrat o dinamică modestă în 2013, determinată cu precădere de evoluția subcategoriilor „combustibili minerali, lubrifianți și materiale conexe”<sup>32</sup> și „bunuri de capital” pe fondul unei evoluții relativ modeste a cererii interne în acest an. În ipoteza dinamizării în perioadele viitoare a activității investiționale interne, dar și a

<sup>27</sup> În perioada ianuarie-noiembrie 2013, față de perioada corespunzătoare din anul precedent, exporturile produselor agroalimentare au crescut, la valori exprimate în euro, cu 25,4 la sută și dețin o pondere de 8,8 la sută în total exporturi de bunuri.

<sup>28</sup> Orientarea exporturilor României de mașini și echipamente de transport către economiile emergente din afara Uniunii Europene s-a majorat atât în mod direct, cât și indirect, prin intermediul exporturilor către Franța și Germania, care dețin cote de piață importante din piețele extra-UE relevante la nivel mondial.

<sup>29</sup> De exemplu, în primele 11 luni ale anului 2013, față de perioada corespunzătoare a anului precedent, exporturile industriei constructoare de mașini și de echipamente de transport și-au mărit ponderea în total cu 1,5 puncte procentuale. Date fiind termenele contractuale mai lungi specifice acestei ramuri industriale și dinamizarea cererii externe extracomunitare adresate acestor produse, evoluțiile favorabile recente sunt de așteptat să continue și în perioadele următoare.

<sup>30</sup> În perioada ianuarie-noiembrie 2013, exporturile intracomunitare totalizau 70,1 la sută din total exporturi, în ușoară scădere față de 70,8 la sută în primele unsprezece luni ale anului 2012.

<sup>31</sup> De exemplu, cele din industria constructoare de mașini și de echipamente de transport.

<sup>32</sup> Exprimate în euro, importurile aferente acestei secțiuni au scăzut în perioada ianuarie-noiembrie 2013, față de perioada corespunzătoare din anul precedent, cu 19,4 la sută.

consumului final, rata de creștere a importurilor este anticipată a cunoaște o accelerare treptată pe parcursul intervalului prognozei.

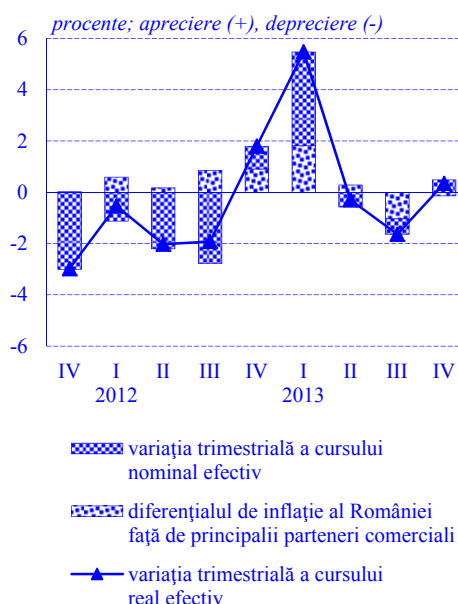
Ținând cont de evoluțiile favorabile ale exporturilor nete de bunuri și servicii estimate pentru anul 2013, contrabalansate doar parțial de contribuția ușor nefavorabilă a soldului veniturilor și transferurilor curente<sup>33</sup>, pentru deficitul contului curent este evaluată o ajustare semnificativă în jos la nivelul întregului an comparativ cu 2012. Pe termen mediu, pe fondul atenuării preconizate a dinamicii pozitive a exporturilor și în condițiile proiectării unei accelerări a ritmului de creștere a importurilor, este de așteptat ca deficitul proiectat al contului curent să înregistreze o majorare moderată, de natură însă a nu induce presiuni inflaționiste corective din partea cursului de schimb al monedei naționale.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari 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 bilanț<sup>34</sup>.

În trimestrul IV 2013, ratele nominale ale dobânzilor<sup>35</sup> practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari și-au continuat reducerea, inclusiv ca urmare a impulsului transmis de scăderile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară operate de BNR. Reducerea conjuncturală<sup>36</sup> a așteptărilor privind inflația<sup>37</sup>, de o magnitudine superioară celei înregistrate la nivelul ratelor nominale ale dobânzilor, determină o creștere temporară a ratelor reale ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari. Cumulat, impactul asupra activității economice din trimestrul următor al deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu este aproximativ neutru, efectul favorabil transmis de rata reală a dobânzii la depozite fiind aproape integral contrabalansat de cel restrictiv aferent ratei reale a dobânzii la credite.

**Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv**



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

<sup>33</sup> În principal, pe fondul aportului negativ în adâncire al balanței veniturilor, atenuat parțial de îmbunătățirea soldului transferurilor curente ale administrației publice pe seama atragerii de fonduri europene.

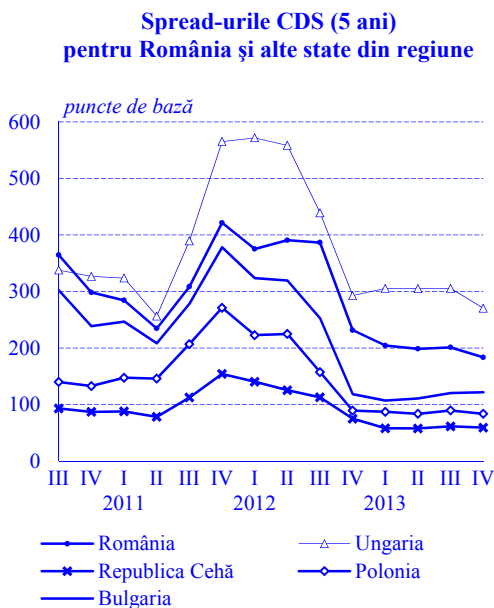
<sup>34</sup> Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă, în cazul agenților economici, prin modificarea alocării resurselor disponibile, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte, acordării, respectiv rambursării creditelor în valută.

<sup>35</sup> Ratele nominale ale dobânzilor în lei la credite și depozite sunt calculate ca medii ponderate în funcție de volumul creditelor și, respectiv, al depozitelor noi.

<sup>36</sup> Începând cu trimestrul I 2014 este anticipată revenirea așteptărilor de inflație pe o tendință crescătoare.

<sup>37</sup> Informațiile referitoare la acest indicator sunt preluate din Sondajul lunar al BNR derulat în rândul analiștilor bancari.





Sursa: calcule BNR pe baza datelor Bloomberg

În trimestrul IV 2013 moneda națională a înregistrat o ușoară apreciere trimestrială în termeni reali<sup>38</sup>, determinată de aprecierea în termeni nominali (generată în special de aprecierea monedei naționale față de dolarul SUA, în timp ce față de euro aceasta a înregistrat o depreciere marginală), atenuată parțial de diferențialul de inflație în raport cu partenerii comerciali. În contextul dinamicii cursului de schimb real efectiv, deviația acestuia de la tendința estimată pe termen mediu exercită, *ceteris paribus*, un impact aproximativ neutru, prin intermediul canalului exporturilor nete, asupra cererii agregate din trimestrul I 2014.

În ultimul trimestru din anul 2013, gradul de risc asociat plasamentelor derulate în economia națională, corelat cu evoluția cotațiilor *Credit Default Swaps* (CDS), s-a redus ușor, reflectând o tendință susținută de întărirea factorilor fundamentali și comună pe plan regional. Efectul stimulativ exercitat de menținerea ratei reale a dobânzii străine sub tendința pe termen mediu, coroborat cu efectul aproximativ neutru al poziționării primei de risc în vecinătatea tendinței de evoluție pe termen mediu și în condițiile unei variații relativ reduse a anticipațiilor privind dinamica cursului de schimb<sup>39</sup>, determină o influență stimulativă în reducerea efectului de avuție și bilanț din trimestrul IV 2013 asupra activității economice din trimestrul următor.

Condițiile monetare reale în sens larg din trimestrul IV 2013, cu efect asupra activității economice din trimestrul următor, sunt evaluate ca fiind ușor stimulative, având ca efect, *ceteris paribus*, atenuarea marginală a presiunilor dezinflaționiste induse de deficitul de cerere agregată. În structura ansamblului condițiilor monetare reale, impactul stimulativ exercitat de deviația ratei reale a dobânzii la depozite și de efectul de avuție și bilanț este contrabalansat parțial de efectul restrictiv al deviației ratei reale a dobânzii la credite, în timp ce cursul de schimb real exercită un efect (prin intermediul canalului exporturilor nete) aproximativ neutru.

Pe parcursul celor doi ani ai intervalului analizat, condițiile monetare în sens larg sunt preconizate a exercita un impact favorabil asupra activității economice<sup>40</sup>, în principal datorită caracterului stimulativ al ratelor reale ale dobânzilor la credite și la depozitele denominate în lei, alături de cel al efectului de avuție și bilanț. Cumulat, acestea domină impactul de sens contrar al cursului de schimb prin canalul exportului net<sup>41</sup> – evaluat ca fiind mai accentuat

<sup>38</sup> Cursul de schimb relevant este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

<sup>39</sup> Aproximate prin variația așteptată a deviației cursului de schimb real efectiv.

<sup>40</sup> Cu o intensitate marginal mai accentuată comparativ cu Raportul asupra inflației din luna noiembrie, mai ales în ultima parte a intervalului de proiecție.

<sup>41</sup> În contextul anticipării unui diferențial pozitiv de productivități relative în raport cu partenerii comerciali pe întregul interval de prognoză.

față de runda precedentă. Influența stimulativă a efectului de avuție și bilanț este rezultatul proiectării unor contribuții favorabile atât din partea cursului de schimb și a primei de risc<sup>42</sup>, cât și din cea a ratei reale a dobânzii străine.

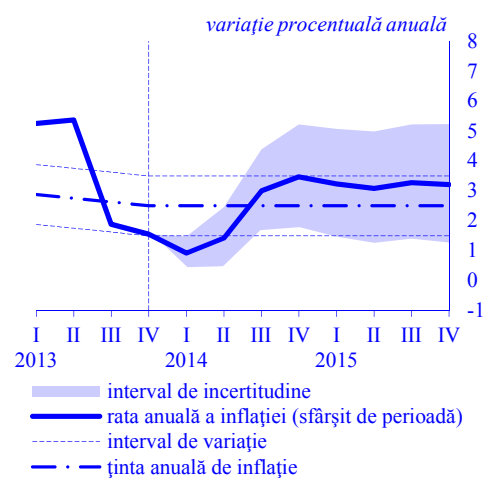
Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este configurată în linie cu menținerea, pe termen mediu, a stabilității prețurilor, prin ancorarea eficace a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, și pentru a crea, în același timp, premisele favorabile unei redresări sustenabile a creditării sectorului privat al economiei, cu precădere a împrumuturilor în monedă națională, cu efect asupra creșterii economice durabile pe termen lung. Impactul cumulat al deviațiilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele bancare denumite în lei, consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, este preconizat a fi unul stimulativ la adresa cererii agregate pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză, marginal mai amplu față de runda anterioară.

#### 1.4. Riscuri asociate proiectiei

Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației este înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria preconizată în scenariul de bază. Posibilele surse de asimetrie sunt asociate atât mediului extern, cât și celui intern.

Riscurile provenind din mediul extern sunt preponderent asociate unei posibile variabilități a apetitului pentru risc al investitorilor față de ansamblul economiilor emergente, în condițiile incertitudinilor cu privire la magnitudinea și etapizarea diminuării injecțiilor de lichiditate de către Fed în sistemul financiar american, dar și ale celor referitoare la perspectivele de evoluție a economiilor emergente majore. Materializarea unor riscuri generate de aceste surse ar conduce la modificări ale expunerilor investitorilor față de economiile emergente în ansamblu, discriminându-se în favoarea economiilor mai reziliente. Deși condițiile economice fundamentale ale României s-au ameliorat, atenuând relativ efectele unei realocări de expunere globale sau regionale, există în continuare un potențial de amplificare a efectelor unei asemenea realocări în cazul accentuării unor vulnerabilități specifice economiei românești. Efectele posibile decurgând din aceste evoluții s-ar traduce prin creșterea volatilității în ambele sensuri a fluxurilor de capital adresate economiei naționale. Manifestarea acestora ar avea drept consecință fluctuații excesive ale cursului de schimb al leului

**Intervalul de incertitudine asociat proiectiei inflației din scenariul de bază**



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

Sursa: INS, calcule și proiectii BNR

<sup>42</sup> Date fiind condițiile regionale ale perspectivelor de revigorare a activității economice în majoritatea țărilor emergente membre ale UE, dar și anticiparea unui nivel sustenabil atât pentru deficitul bugetar, cât și pentru deficitul de cont curent, de natură a nu induce presiuni de depreciere asupra monedei naționale.

și abateri de la scenariul de bază al proiecției macroeconomice în privința coordonatelor inflației și ale creșterii economice.

La configurarea de ansamblu, în sus, a balanței riscurilor provenind din partea mediului extern, contribuie, deși într-o măsură mai redusă comparativ cu rundele anterioare, și incertitudinile cu privire la coordonatele de evoluție a economiilor principalilor parteneri comerciali din UE ai României, susceptibil de a fi revizuite în jos în cazul reinflamării problemelor privind sustenabilitatea datoriilor suverane și stabilitatea sectorului bancar privat în unele țări din zona euro, în contextul procesului de dezintermediere transfrontalieră.

Pe plan intern, rămâne în continuare preocupantă implementarea fermă și consecventă a setului de reforme structurale convenit cu instituțiile internaționale (UE, FMI și BM) în special în contextul acestui an electoral, orice întârziere și/sau neîndeplinire completă a angajamentelor putând conduce la propagarea efectelor șocurilor nefavorabile, interne sau externe, asupra ratei inflației și creșterii economice.

Riscurile provenind din partea evoluției prețurilor administrate par a fi relativ echilibrate în condițiile în care se mențin incertitudinile privind cuantificarea impactului pe care etapele liberalizării pieței gazelor naturale și a energiei electrice îl vor avea asupra prețurilor la consumatori, precum și cele privind promulgarea legii care amână acordarea de către Guvern a unui număr de certificate verzi producătorilor de energie regenerabilă.

În ceea ce privește evoluția prețurilor interne ale alimentelor, se manifestă incertitudini inerente legate de condițiile climatice, acestea având potențialul de a influența oferta de produse agricole și de a se concretiza, având în vedere ponderea însemnată deținută de aceste produse în coșul de consum, în abateri ale ratei inflației IPC de la traiectoria proiectată în scenariul de bază.

Balanța riscurilor provenind din partea materiilor prime pe piețele internaționale este apreciată ca fiind echilibrată pe termen scurt. Pe termen mediu, însă, există riscuri ale unei accelerări a dinamicii acestei categorii de prețuri pe fondul unor posibile amplificări ale tensiunilor geopolitice manifestate recent sau al unor evoluții ale prețurilor produselor agricole dependente de condițiile meteorologice, dar și în situația unor evoluții mai favorabile pe piețele internaționale<sup>43</sup>. În sens contrar ar putea acționa, la acest orizont, o posibilă încetinire a dinamicii viitoare a economiei Chinei și a celorlalte economii emergente cu potențial relevant de antrenare la nivel global.

---

<sup>43</sup> De exemplu, o refacere într-un ritm mai rapid decât cel preconizat a economiilor dezvoltate ar implica o cerere mai ridicată de materii prime, îndeosebi petrol, care ar conduce la creșterea cotațiilor acestora.

## 2. Evaluarea de politică monetară

Procesul dezinflației a continuat în ultimul trimestru al anului 2013, rata anuală a inflației coborând în decembrie în proximitatea limitei inferioare a intervalului de variație al țintei staționare, respectiv la 1,55 la sută, nivel ce reprezintă minimul istoric al ultimilor 24 de ani. Alături de temperarea dinamicii anuale a prețurilor administrate<sup>44</sup>, un rol esențial în susținerea decelerării inflației în acest interval l-a avut comportamentul inflației CORE2 ajustat, a cărei rată anuală și-a prelungit tendința descendentă, intrând în premieră în teritoriul negativ. Evoluția a reflectat o receptare mai pregnantă la nivelul inflației de bază a efectelor tranzitorii exercitate de producția agricolă a anului 2013 și de reducerea cotei TVA la unele produse de panificație, precum și a impactului dezinflaționist al persistenței deficitului de cerere agregată, căruia i s-a alăturat continuarea ameliorării anticipațiilor inflaționiste.

În condițiile revizuirii, din perspectiva celor mai recente date și informații disponibile, a unora din ipotezele și subcomponentele sale exogene, prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu relevă o ușoară modificare a configurației traiectoriei proiectate a ratei anuale a inflației, în raport cu cea evidențiată în exercițiul precedent de prognoză<sup>45</sup>. Astfel, în actuala conjunctură, se reconfirmă perspectiva coborârii ratei anuale a inflației sub limita de jos a intervalului țintei staționare în prima parte a anului 2014, precum și previziunile privind revenirea ulterioară a acesteia la valori aflate deasupra punctului central al țintei. Corecția ascendentă anticipată a fi consemnată de rata anuală a inflației în ultimele luni ale anului curent este însă mai amplă – implicând plasarea valorii prognozate a acesteia în proximitatea limitei superioare a intervalului de variație în luna decembrie – dată fiind magnitudinea relativ sporită a efectelor tranzitorii ale șocurilor pozitive de natura ofertei<sup>46</sup> ce se vor epuiza în acest interval, coroborată cu amplitudinea impactului anticipat a fi exercitat de modificarea în anul 2014 a regimului de accizare a unor produse. În același timp, însă, începând cu primul trimestru al anului 2015, rata anuală proiectată a inflației tinde să coboare și apoi să se mențină, pe întregul orizont relevant pentru politica monetară, la valori egale sau marginal inferioare celor previzionate anterior<sup>47</sup>, situate în jumătatea superioară a intervalului de variație al țintei staționare.

Un *pattern* aproape similar celui previzionat anterior caracterizează și traiectoria actualizată a ratei anuale proiectate a inflației CORE2 ajustat. Inflexiunea ascendentă pe care aceasta o consemnează

<sup>44</sup> Datorată, cu precădere, unui efect de bază.

<sup>45</sup> Raportul asupra inflației, noiembrie 2013.

<sup>46</sup> Creștere peste așteptări a producției agricole în anul 2013 și reducerea cotei TVA pentru unele produse de panificație.

<sup>47</sup> Prognoza actuală indică pentru finele anului 2015 o rată a inflației de 3,2 la sută, față de 3,4 la sută, nivelul proiectat anterior.

spre finalul anului curent este însă, la rândul ei, mai pronunțată, date fiind efectele dezinflaționiste mai intense ce vor continua să fie exercitate în primele trei trimestre ale anului curent de șocurile de natura ofertei produse în 2013<sup>48</sup>, dar și impactul implicit mai amplu de sens opus asociat epuizării lor. Prin urmare, rata anuală prognozată a inflației de bază se plasează de-a lungul primei părți a orizontului proiecției la valori sensibil inferioare celor evidențiate de precedentă proiecție – rămânând chiar în teritoriul negativ în primul semestru al anului curent – pentru ca ulterior ea să urce și să se mențină pe un palier ușor mai ridicat decât cel prognozat anterior, dar aflat totuși în jumătatea inferioară a intervalului țintei. Această traiectorie a ratei anuale prognozate a inflației de bază reflectă, în același timp, o relativă atenuare a acțiunii dezinflaționiste a fundamentelor sale, începând cu ultimul trimestru al anului 2014. Astfel, nivelul așteptat al anticipațiilor inflaționiste, care îmbină elemente de prognoză cu unele de adaptare, fiind afectate astfel de efectul statistic de bază negativ cu acțiune din trimestrul III 2014, revine temporar, respectiv pe segmentul intermediar al orizontului de proiecție, la valori superioare celor din proiecția precedentă – ce rămân însă compatibile cu ținta staționară de inflație; totodată, dimensiunea deficitului de cerere agregată se anticipează a intra spre sfârșitul anului curent pe un trend foarte lent descrescător<sup>49</sup>, implicând o scădere la fel de lentă a intensității presiunilor dezinflaționiste ale acestuia.

Într-un asemenea context, banca centrală continuă să beneficieze de un spațiu mai restrâns de ajustare a conduitei politicii monetare prin intermediul condițiilor monetare în sens larg, în condițiile menținerii coerenței temporale a acestei politici și ale sincronizării ei cu ciclurile politicilor monetare ale băncilor centrale din regiune, precum și din țările dezvoltate, inclusiv din zona euro. Pe deasupra, utilizarea, într-o manieră graduală, a spațiului de manevră rămas la dispoziția băncii centrale – vizând revigorarea procesului de creditare, refacerea încrederii, implicit redresarea economiei, concomitent cu menținerea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu în linie cu ținta staționară – rămâne condiționată de urmărirea consecventă și atingerea obiectivelor convenite cu UE, FMI și BM în sfera consolidării fiscale, reformelor structurale și a atragerii fondurilor europene, acestea fiind esențiale pentru asigurarea coerenței mixului de politici macroeconomice. Alte repere majore ale dimensionării și utilizării de către banca centrală a spațiului existent de ajustare a parametrilor instrumentelor politicii monetare le constituie potențialele incertitudini asociate perspectivei inflației, precum și natura și probabilitatea de materializare a eventualelor riscuri la adresa ei, dar mai ales măsura în care acestea ar putea provoca o dezancorare a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu de natură să afecteze advers evoluția pe orizonturi mai îndepărtate a inflației.

<sup>48</sup> Prin intermediul evoluției și ponderii ridicate ale prețurilor produselor alimentare procesate.

<sup>49</sup> Acesta se prelungește mult dincolo de orizontul proiecției.

Din această perspectivă, se apreciază că incertitudinile și riscurile ce grevează actuala prognoză a inflației rămân relevante, dar capacitatea lor de a provoca devieri de durată ale inflației de la traiectoria proiectată, implicit de la ținta staționară, este relativ scăzută. Cel mai semnificativ risc continuă să îl reprezinte posibila accentuare a volatilității cursului de schimb al leului, respectiv potențiala abatere, în dublu sens, a acestuia de la coordonatele anticipate. Principala sursă a acestuia o constituie incertitudinile legate de ritmul redresării economice, precum și de durata/intensitatea procesului de dezintermediere și evoluția restructurării unor sisteme bancare din statele zonei euro/UE, de natură să afecteze – direct sau prin intermediul impactului asupra apetitului global pentru risc – fluxurile de capital de care beneficiază piața și economia românească. Mediul intern generează și el un astfel de risc, în condițiile persistenței incertitudinilor privind ritmul implementării măsurilor de reformă structurală convenite cu UE, FMI și BM, precum și potențialele evoluții de pe scena politică în contextul calendarului electoral al acestui an, capabile să influențeze favorabil sau advers percepția investitorilor străini asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale.

O sursă de risc rămân și efectele pe care deciziile de politică monetară ale principalelor bănci centrale<sup>50</sup> le pot exercita asupra sentimentului investitorilor financiari și implicit asupra plasamentelor acestora pe piețele emergente, inclusiv pe piața locală. Relevanța acestora ar putea fi însă diminuată, cel puțin pe termen scurt, de o eventuală continuare a realocării portofoliilor de către investitori în funcție de calitatea factorilor fundamentali, coroborată cu posibila prelungire a evoluțiilor favorabile din anumite sectoare ale economiei naționale, incluzând-o pe cea a soldului contului curent. Totodată, se apreciază că, în ipoteza materializării lor, principalele scenarii de risc circumscrise surselor identificate în actualul context au un potențial relativ limitat de a exercita efecte durabile asupra inflației, acesta depinzând de natura fluxurilor de capital afectate și de comportamentul implicit al fundamentelor ratei de schimb; în plus, este de așteptat ca, în cazul unor scenarii extreme, efecte de sens opus celor exercitate de cursul de schimb asupra dinamicii IPC să fie generate, cu precădere pe termen mediu, de sensul/dimensiunea abaterii PIB de la nivelul său potențial.

În ceea ce privește riscurile la adresa perspectivei inflației induse de evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, balanța acestora pare să rămână relativ echilibrată, cel puțin pe termen scurt, în condițiile în care nu se asumă producerea unor evenimente de natură să devieze evoluția cererii globale, respectiv a producției și stocurilor mondiale de asemenea bunuri, de la tendințele anticipate, mai cu seamă în sectorul petrolier și în cel agricol. Într-un relativ echilibru se

<sup>50</sup> În conjuncție cu alte evoluții/evenimente consemnate pe plan global/regional.

mențin, deocamdată, și riscurile asociate comportamentului viitor al prețurilor interne ale produselor alimentare, în principal al celor volatile, precum și ajustărilor de prețuri administrate și de impozite indirecte, în condițiile în care previziunile privind prima categorie de prețuri pornesc de la ipoteza unor ani agricoli normali pe orizontul de proiecție, iar prognoza celei de-a doua componente are ca repere majore calendarele<sup>51</sup>/măsurile specifice convenite în cadrul acordului încheiat cu UE, FMI și BM. În plus, riscul ca o eventuală deviere în sens ascendent a evoluției acestor categorii de prețuri de la coordonatele proiectate să afecteze advers anticipațiile inflaționiste pe termen mediu este sensibil diminuat de foarte probabila persistență pe termen mediu a valorilor semnificative – deși aflate în scădere graduală – ale deficitului de cerere agregată.

În condițiile reconfirmării perspectivei coborârii ratei anuale a inflației sub limita de jos a intervalului țintei staționare în prima parte a anului 2014, urmate de revenirea și consolidarea acesteia în interiorul intervalului odată cu epuizarea impactului tranzitoriu al șocurilor de natura ofertei produse în 2013, Consiliul de administrație al BNR a decis, în ședința din 4 februarie 2014, reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

---

<sup>51</sup> Calendarele de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale.

