

Minuta şedinţei de politică monetară a Consiliului de administraţie al Băncii Naționale a României din 12 mai 2021

În data de 12 mai 2021, Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României s-a întrunit într-o ședință, la care au fost prezenți următorii membri: Mugur Isărescu, președinte al Consiliului de administrație și guvernator al Băncii Naționale a României; Florin Georgescu, vicepreședinte al Consiliului de administrație și prim-viceguvernator al Băncii Naționale a României; Leonardo Badea, membru al Consiliului de administrație și viceguvernator al Băncii Naționale a României; Eugen Nicolăescu, membru al Consiliului de administrație și viceguvernator al Băncii Naționale a României; Csaba Bálint, membru al Consiliului de administrație; Gheorghe Gherghina, membru al Consiliului de administrație; Cristian Popa, membru al Consiliului de administrație; Dan-Radu Rușanu, membru al Consiliului de administrație; Virgiliu-Jorj Stoenescu, membru al Consiliului de administrație.

În cadrul ședinței, Consiliul de administrație a discutat și adoptat deciziile de politică monetară, pe baza datelor și analizelor privind caracteristicile recente și perspectiva evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu prezentate de direcțiile de specialitate și a altor informații interne și externe disponibile.

În referirile la evoluția recentă a dinamicii prețurilor de consum, membrii Consiliului au arătat că rata anuală a inflației a scăzut în luna martie 2021 ceva mai puțin decât s-a anticipat, la 3,05 la sută, de la 3,16 la sută în februarie, dar a crescut considerabil față de nivelul din decembrie 2020, de 2,06 la sută, sub impactul tranzitoriu al liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici și ca efect al scumpirii combustibililor, pe fondul ascensiunii cotației petrolului; acestea au fost doar parțial contrabalansate de influențele dezinflaționiste venite de pe segmentele LFO și produse din tutun, precum și din decelerarea inflației de bază.

S-a observat că rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să descrească conform așteptărilor în trimestrul I, coborând la 2,8 la sută în martie, de la 3,3 la sută în decembrie 2020, în principal pe seama efectelor de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate. Presiuni ușoare în sens descendent au venit și de pe segmentul serviciilor, atribuibile însă prioritar temperării deprecierii în termeni anuali a leului în raport cu euro, în timp ce subcomponenta mărfurilor nealimentare a generat mici efecte de sens opus, decurgând probabil din cererea solidă de asemenea bunuri, dar și din perturbări pe partea ofertei și din costuri asociate pandemiei și măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu coronavirus.

S-a apreciat, în acest context, că influențele deficitului de cerere agregată continuă să fie slab perceptibile la nivelul inflației de bază, inclusiv în condițiile în care dinamica acesteia mai poartă amprenta presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada pre-pandemie, iar anticipațiile inflaționiste pe termen scurt au crescut vizibil în primele luni din acest an. Relevante au fost considerate și creșterea încă robustă a venitului disponibil real al populației în perioada recentă, dar mai ales ascensiunea dinamicii anuale a prețurilor de producție din industrie pentru piața internă pe segmentul bunurilor de consum, mai pronunțată în cazul celor de folosință îndelungată.

În ceea ce privește poziția ciclică a economiei, membrii Consiliului au remarcat că cea de-a doua variantă provizorie a datelor statistice reconfirmă creșterea cu 4,8 la sută a economiei în trimestrul IV 2020 și atenuarea declinului său în termeni anuali la -1,4 la sută, de la -5,6 la sută în trimestrul III, și că acestea implică resorbirea într-o proporție foarte ridicată a deficitului de cerere agregată la finele anului trecut, chiar ușor superioară celei estimate anterior. În structura determinanților redresării au apărut însă schimbări, au sesizat unii membri ai Consiliului, relevante fiind contribuția majoritară mărită a variației stocurilor, precum și aportul marginal pozitiv adus de consumul administrației publice, în locul celui negativ notabil indicat de datele precedente. În schimb, impactul pozitiv exercitat de formarea brută de capital fix asupra dinamicii PIB a fost în scădere față de trimestrul III, deși dinamica anuală a acesteia s-a mărit ușor; totodată, influențele consumului gospodăriilor populației au fost ceva mai nefavorabile, în

condițiile reaccentuării mai pronunțate a contracției cumpărărilor, dar aproape exclusiv pe seama serviciilor, și contrabalansată în mare măsură, ca impact, de creșterea amplă consemnată de alte subcomponente.

Pe ansamblu, contribuția singulară a cererii interne la redresarea economică din trimestrul IV 2020 a fost mai consistentă decât se estimase anterior, au observat membrii Consiliului, în timp ce aportul negativ al exportului net a crescut mai mult, în condițiile înrăutățirii mai pronunțate a ecartului dintre dinamica crescătoare a importurilor și cea a exporturilor de bunuri și servicii, ce a antrenat și o reamplificare a deficitului balanței comerciale în raport cu aceeași perioadă a anului trecut. Pe acest fond, dar și ca urmare a accentuării deteriorării balanței veniturilor primare, deficitul de cont curent și-a mărit substanțial avansul în termeni anuali, în pofida creșterii intrărilor de fonduri europene de natura contului curent. Ponderea acestuia în PIB a crescut astfel la 5,2 la sută în 2020, de la 4,9 la sută în 2019 - evoluție îngrijorătoare, inclusiv datorită caracterului său unic în regiune în contextul crizei pandemice, și atribuibilă în bună măsură unor cauze structurale cronicizate.

În ceea ce privește perspectiva apropiată, s-a convenit că activitatea economică va continua probabil să se redreseze în primul semestru al anului curent, dar în condițiile unei încetiniri considerabile de ritm în trimestrul I, urmată de o accelerare modestă în trimestrul II, similar evaluărilor anterioare. Pe acest fond, datorită revenirii puternice a economiei în semestrul II 2020, la mijlocul acestui an este posibilă recuperarea în mare măsură a pierderii de PIB din trimestrul II 2020, dar și închiderea completă a *gap*-ului negativ al PIB, au subliniat membrii Consiliului.

S-a apreciat că încetinirea redresării economiei din debutul anului a fost inegală din perspectiva componentelor cererii agregate și la nivel sectorial, în contextul evoluțiilor mixte înregistrate în primele luni de cei mai relevanți indicatori cu frecvență ridicată. Astfel, comerțul cu amănuntul și-a accelerat ușor creșterea în termeni anuali în trimestrul I, iar vânzările auto-moto au revenit consistent în teritoriul pozitiv ca dinamică anuală în intervalul ianuarie-februarie; totodată, serviciile prestate populației și-au cvasi-înjumătățit contracția în termeni anuali, pe fondul relaxării, cel puțin temporare, a unor restricții vizând sectorul *HoReCa*.

În schimb, volumul construcțiilor a scăzut ușor în termeni anuali în ianuarie-februarie și dinamica producției industriale s-a readâncit în teritoriul negativ, concomitent cu temperarea creșterii comenzilor noi în industria prelucrătoare, iar investițiile străine directe nete și-au prelungit declinul față de perioada similară a anului trecut, deși exclusiv pe seama creditelor intra-grup. Preocupante au fost considerate accelerarea creșterii în termeni anuali a deficitului balanței comerciale în primele luni din an, pe fondul reamplificării mai evidente a dinamicii

anuale negative a exporturilor de bunuri și servicii, precum și adâncirea puternică a deficitului de cont curent față de perioada similară a anului 2020 - inclusiv ca urmare a deteriorării consistente a balanțelor veniturilor -, însoțită de înrăutățirea accentuată a acoperirii acestuia cu fluxuri de capital autonom.

Referitor la piața muncii, membrii Consiliului au remarcat ușoara deteriorare a parametrilor acesteia în primele două luni din 2021 – sub impactul reintensificării pandemiei și a măsurilor restrictive în trimestrul IV 2020 -, dar și relativa ameliorare ulterioară a unor evoluții, precum și semnalele consistente privind creșterea recentă a cererii de forță de muncă date de sondaje și firme de specialitate. Astfel, s-a observat că în intervalul ianuarie-februarie efectivul salariaților din economie și-a întrerupt trendul lent de redresare, dinamica sa anuală readâncindu-se marginal în teritoriul negativ, iar rata șomajului BIM s-a mărit ușor. Totodată, creșterea anuală a câștigului salarial a decelerat, mai vizibil în cazul salariului net real, deopotrivă pe seama evoluțiilor din sectorul bugetar și din cel privat.

Rata anuală a șomajului și-a corectat însă ascensiunea în luna martie, iar intențiile de angajare și locurile noi de muncă au crescut substanțial în perioada recentă - la valori chiar superioare celor pre-pandemice în unele sectoare și regiuni -, indicând, potrivit opiniilor exprimate de membrii Consiliului, o tendință evidentă de redresare, considerabil în devans, a pieței muncii. Aceasta ar putea fi impulsionată de eventuala relaxare în perspectivă apropiată a unor măsuri de distanțare socială, pe fondul îmbunătățirii progresive a situației epidemiologice și al accelerării procesului de vaccinare pe plan intern și la nivel european. Persistă, totuși, incertitudini legate de capacitatea și ritmul redresării sectoarelor și activităților afectate mai puternic/îndelung de situația sanitară și de restricțiile de mobilitate, au convenit membrii Consiliului, inclusiv în contextul caracterului temporar al măsurilor de sprijin guvernamental, ce pot implica mai târziu restructurări sau falimente ale unor firme. Pe orizontul mai îndepărtat de timp, relevante sunt tendința de extindere a automatizării și digitalizării pe plan intern, precum și eventuala relocare definitivă în țară a unor lucrători români din străinătate, dar și posibile acțiuni viitoare destinate eficientizării cheltuielilor publice, de natură să afecteze evoluțiile de pe această piață, suplimentar plafonării salariilor din sectorul bugetar.

În ceea ce privește condițiile financiare, membrii Consiliului au arătat că principalele cotații ale pieței monetare interbancare și-au corectat în bună măsură în luna aprilie creșterea înregistrată la mijlocul trimestrului precedent. Randamentele titlurilor de stat au cunoscut, de asemenea, corecții descendente semnificative, rămânând totuși vizibil deasupra valorilor foarte scăzute din perspectivă istorică atinse la jumătatea lunii februarie, anterior amplificării volatilității pe piața financiară internațională. Totodată, după ajustarea ascendentă din luna martie, cursul de schimb leu/euro a mai crescut lent în prima parte a lunii aprilie, pentru ca apoi să tindă să se stabilizeze pe noul palier, inclusiv pe fondul diferențialului ratelor dobânzilor, ce reflectă și prima de risc mai mare atașată plasamentelor pe piața financiară locală, au subliniat unii membri ai

Consiliului.

Ratele dobânzilor la principalele categorii de credite noi ale clienților nebancari au continuat, la rândul lor, să descrească ori s-au consolidat la valori joase în intervalul februarie-martie 2021, inclusiv pe fondul noii scăderi consemnate în trimestrul I de IRCC. Trendul descendent al acestui indice, care s-a prelungit în trimestrul II, este de așteptat să se accentueze substanțial în trimestrul III, dar să se cvasi-epuizeze în ultimele trei luni ale acestui an, au semnalat unii membri ai Consiliului.

A fost evidențiată contribuția adusă de traiectoria descrescătoare a ratelor dobânzilor la revigorarea creditării începând cu semestrul II 2020, alături de influențele majore ale programelor guvernamentale și ale redresării puternice a activității economice. S-a remarcat că dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a mărit în martie 2021 la 6,6 la sută, în condițiile majorării la un maxim istoric a fluxului de credite în monedă națională, fără un aport semnificativ din partea programelor guvernamentale, și că valori de vârf, sau apropiate acestora, au fost consemnate atât pe ambele segmente de clienți, cât și la nivelul principalelor categorii de împrumuturi. În aceste condiții, creșterea anuală a componentei în lei s-a accelerat considerabil, urcând în martie pe palierul de două cifre, iar ponderea sa în creditul total al sectorului privat s-a mărit la 70,1 la sută, un record al perioadei post-ianuarie 1996.

În ceea ce privește evoluțiile macroeconomice viitoare, membrii Consiliului au discutat îndelung noul *pattern* anticipat al inflației, arătând că acesta este sensibil mai înalt pe termen scurt decât în proiecția anterioară, și în mai mică măsură pe cel de-al doilea segment al orizontului proiecției. Astfel, rata anuală a inflației este așteptată să urce vizibil peste limita de sus a intervalului țintei în a doua parte a anului curent, până la 4,1 la sută în decembrie 2021, față de 3,4 la sută în prognoza precedentă, pentru ca în debutul anului viitor să revină, dar să și rămână ulterior în jumătatea superioară a intervalului – în apropierea nivelului de 3,0 la sută –, ușor peste valoarea de 2,8 la sută anticipată anterior pentru luna decembrie 2022.

S-a observat că înrăutățirea perspectivei pe termen scurt a inflației este din nou atribuibilă aproape integral acțiunii curente și viitoare a factorilor pe partea ofertei, influențe inflaționiste mai pronunțate decât în prognoza precedentă fiind așteptate în actualul context din evoluția prețurilor combustibililor, energiei electrice și gazelor naturale. Acestea vor genera însă ușoare efecte de bază dezinflaționiste în 2022 – complementare celor majore decurgând din scumpirea energiei electrice în luna ianuarie 2021 și din ascensiunea cotației petrolului din primul trimestru al anului curent –, au remarcat membrii Consiliului, creșterea ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei având, prin urmare, un caracter temporar. Influențe în dublu sens pe orizonturi diferite de timp, dar similare ca intensitate celor previzionate anterior, sunt așteptate să mai vină

din evoluția prețului produselor din tutun, precum și din trendul ascendent al cotațiilor internaționale ale unor materii prime agro-alimentare, resimțit prioritar la nivelul inflației de bază.

Impactul inflaționist al tuturor acestor factori ar putea fi însă mai intens și mai de durată, inclusiv prin efectele lor indirecte, au atenționat membrii Consiliului, evocând în mod repetat creșterile sincronizate în accentuare ale cotațiilor multor materii prime și blocajele în lanțurile de producție și aprovizionare, de natură să accelereze inflația pe plan mondial. Există totuși premise favorabile pentru producții agricole foarte bune pe plan intern, cel puțin pe anumite segmente, cu potențiale consecințe pozitive asupra prețurilor unor produse agroalimentare, au semnalat unii membrii ai Consiliului, în timp ce, în cazul prețurilor gazelor naturale și energiei electrice sunt mai degrabă posibile dinamici relativ mai ridicate, inclusiv în contextul rigidității manifestate recent de ofertele de pe piața liberă. S-a apreciat că potențialul acestor riscuri de a afecta durabil anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și de a genera astfel efecte secundare, în eventualitatea materializării lor, rămâne totuși scăzut, reclamând însă monitorizarea atentă a tuturor evoluțiilor.

Pe cel de-al doilea segment al orizontului proiecției, valorile mai ridicate ale ratei anuale anticipate a inflației sunt atribuibile însă presiunilor factorilor fundamentali, au concluzionat membrii Consiliului, în condițiile în care este de așteptat ca acestea să-și epuizeze în scurt timp caracterul ușor dezinflaționist, iar apoi să devină mai evident inflaționiste decât în proiecția anterioară, într-o intensificare totuși graduală. Argumentul major l-a constituit perspectiva creșterii mai alerte a deviației pozitive a PIB după redeschiderea ei în trimestrul III 2021, în contextul unei creșteri economice relativ mai dinamice, impulsionată de accesarea fondurilor europene alocate României prin Mecanismul de Redresare și Reziliență. În același timp, însă, s-a considerat a fi relevante: i) decalajele temporale ale manifestării efectelor inflaționiste ale *gap*-ului pozitiv al PIB; ii) probabila ameliorare a structurii cererii agregate din perspectiva potențialului ei inflaționist, prin creșterea contribuției investițiilor în detrimentul consumului privat, cu implicații inclusiv asupra evoluției viitoare a PIB potențial; iii) perspectiva decelerării vizibile a creșterii costurilor salariale unitare pe orizontul proiecției, în principal pe fondul persistenței subutilizării forței de muncă, implicit a caracterului relaxat al pieței muncii.

S-a observat că ușoare efecte inflaționiste sunt așteptate și din partea dinamicii prețurilor importurilor non-energie, iar pe termen scurt, asemenea influențe vor veni probabil suplimentar din creșterea abruptă a cererii de servicii odată cu ridicarea restricțiilor de mobilitate, eventual confruntată cu constrângeri pe partea ofertei. Pe acest fond, rata anuală a inflației CORE2 ajustat își va încetini probabil scăderea în următoarele luni, iar apoi va reintra și se va menține pe un trend ușor ascendent – în loc să se stabilizeze în jurul valorii de 2,7 la sută, așa cum se anticipa anterior –, urcând la 2,8 la sută în decembrie 2021 și la 3,1 la sută la finele orizontului prognozei.

Referitor la viitorul poziției ciclice a economiei, membrii Consiliului au remarcat că economia va crește probabil în 2021-2022 sensibil mai alert decât s-a anticipat anterior, în ritmuri trimestriale comparabile cu cele din anii pre-pandemie. Acestea sunt așteptate să se intensifice din trimestrul II 2021, pe fondul progresului vaccinării și al relaxării măsurilor restrictive, precum și în contextul unei creșteri mai dinamice a economiei zonei euro/UE, dar și sub impulsul fondurilor europene aferente instrumentului *Next Generation EU* presupuse a fi atrase începând cu anul curent, de natură să atenueze ori să contrabalanseze impactul contracționist al consolidării fiscale prezumate a se realiza gradual pe termen mediu. S-a arătat că evoluţia face probabilă reinversarea poziției ciclice a economiei în trimestrul III 2021, similar prognozei precedente, dar și o creștere ulterioară relativ mai alertă și la valori mai ridicate a excedentului de cerere agregată, chiar și în condițiile unei dinamici a PIB potențial consistent revizuită în sens ascendent.

În același timp, s-a sesizat că, deși mai ridicată decât în proiecția precedentă, dinamica așteptată a consumului privat - determinantă pentru creșterea economică previzionată -, rămâne totuși pe orizontul prognozei vizibil inferioară mediei din anii anteriori pandemiei, în pofida efectului statistic major din acest an și al cererii reprimate ce se va manifesta probabil pe termen scurt, pe măsura relaxării restricțiilor de mobilitate. În schimb, în cazul formării brute de capital fix este de așteptat un ritm sensibil superior mediei anilor 2016-2019 și, totodată, semnificativ mai înalt decât cel previzionat anterior, implicând un aport relativ mai mare la avansul economic, pe fondul volumului sporit de cheltuieli publice de investiții și al efectului lor de antrenare asupra sectorului privat, dar și ca efect al accesării, mai ales în anul 2022, a unei părți însemnate din fondurile europene aferente programului *Next Generation EU*.

La rândul său, exportul net își va reduce probabil mai consistent impactul contracționist în acest an, și foarte modest în 2022, în condițiile relativei dinamizări a cererii externe, concomitent cu creșterea mai solidă a absorbției interne. Deficitul de cont curent va rămâne totuși neschimbat ca pondere în PIB în 2021-2022, vizibil deasupra standardelor europene, inclusiv în contextul importurilor suplimentare asociate probabil reformelor finanțate prin programul *Next Generation EU* , au semnalat unii membri ai Consiliului, exprimând îngrijorări legate de implicațiile evoluției asupra structurii și costului finanțării acestui sold.

Incertitudinile asociate noii prognoze și riscurile astfel induse la adresa perspectivei inflației continuă să fie considerabile, au convenit membrii Consiliului, ele decurgând mai cu seamă din evoluția pandemiei și a măsurilor restrictive – mai ales în a doua parte a acestui an –, ce depinde în bună măsură de aria de cuprindere și eficacitatea procesului de vaccinare, atât pe plan intern, cât și la nivel european și mondial.

O sursă importantă de incertitudini o constituie și gradul de absorbție a fondurilor europene alocate României prin Mecanismul de Redresare și Reziliență, precum și a celor aferente noului Cadru financiar multianual 2021-2027, au susținut mai mulți membri ai Consiliului, evocând exigențele noului program european și proiectul deocamdată nefinalizat al Planului național de redresare și reziliență, precum și capacitatea instituțională și istoricul realizărilor României în acest domeniu. În schimb, dinamica investițiilor ar putea beneficia de eventuala relocare în România a unor capacități de producție retrase de companii europene de pe alte continente – în contextul planurilor de scurtare a lanțurilor de producție –, condiționată însă de ameliorări interne în planul infrastructurii, al predictibilității cadrului legislativ și al digitalizării economiei, au reiterat unii membri ai Consiliului.

Referitor la conduita viitoare a politicii fiscale, membrii Consiliului au subliniat din nou potențialele implicații favorabile ale consolidării bugetare inițiate în acest an asupra dezechilibrului extern – ce se cere a fi corectat –, implicit asupra primei de risc suveran și a costurilor de finanțare. Persistă totuși incertitudini în ceea ce privește amploarea, viteza și instrumentele consolidării bugetare pe termen mediu, au arătat membrii Consiliului, evocând procedura aflată deocamdată în derulare vizând Programul de convergență 2021-2024. În același timp, a fost evidențiată relativa ameliorare a execuției bugetare din primul trimestru, însă inclusiv pe seama unor efecte de bază și a încasării unor obligații fiscale amânate la plată, și s-au făcut referiri la schimbările de perspectivă ale unor variabile reale și nominale ale economiei față de ipotezele construcției bugetare, cu impact favorabil asupra dinamicii veniturilor bugetare, dar și la volumul ridicat al cheltuielilor bugetare cu un caracter permanent.

În aprecierea unanimă a membrilor Consiliului, contextul analizat justifică menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară și a ratelor dobânzilor la facilitățile permanente ale BNR. O asemenea calibrare a conduitei politicii monetare vizează menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ±1 punct procentual, într-o manieră de natură să susțină redresarea activității economice în contextul procesului de consolidare fiscală, și în condiții de protejare a stabilității financiare. S-a considerat, totodată, a fi necesară monitorizarea atentă a evoluțiilor mediului intern și internațional, care să permită adecvarea instrumentelor de care dispune BNR în vederea îndeplinirii obiectivului fundamental privind stabilitatea prețurilor pe termen mediu.

În aceste condiții, Consiliul de administrație al BNR a decis în unanimitate menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută; totodată, a hotărât menținerea la 0,75 la sută a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit și la 1,75 la sută a ratei dobânzii aferente facilității de creditare (Lombard). În același timp, Consiliul de administrație al BNR a decis în unanimitate păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele

în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

*

*

*__ BNR