



Minuta ședinței de politică monetară a Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din 5 octombrie 2021

Data publicării: 15 octombrie 2021

Membri ai Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României prezenți la ședință: Mugur Isărescu, președinte al Consiliului de administrație și guvernator al Băncii Naționale a României; Florin Georgescu, vicepreședinte al Consiliului de administrație și primviceguvernator 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; Virgiliu-Jorj Stoenescu, membru al Consiliului de administrație.

În cadrul ședinței, Consiliul de administrație a discutat și adoptat decizia de politică monetară, pe baza datelor și analizelor privind evoluțiile macroeconomice, financiare și monetare curente și de perspectivă prezentate de direcțiile de specialitate și a altor informații interne și externe disponibile.

În discuțiile privind evoluția recentă a dinamicii prețurilor de consum, membrii Consiliului au arătat că rata anuală a inflației și-a mărit considerabil distanța față de limita de sus a intervalului țintei în primele două luni ale trimestrului III 2021 și a depășit ușor nivelul prognozat, urcând de la 3,94 la sută în iunie, la 4,95 la sută în iulie și la 5,25 la sută în luna august. S-a observat că și noua ascensiune a fost determinată aproape integral de componente exogene ale IPC, impactul major venind de această dată din majorarea consistentă a prețurilor gazelor naturale și energiei electrice în luna iulie, căruia i s-au alăturat influențele mai modeste ale continuării scumpirii combustibililor, preponderent pe seama altor elemente decât benzina și motorina.

În același timp, s-a remarcat că rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat ușor mersul ascendent, inclusiv în raport cu așteptările, mărindu-se la 3,2 la sută în august de la 2,9 la sută în iunie. Avansul a fost antrenat însă, în bună măsură, de segmentul alimentelor procesate, prioritar sub impactul majorării cotațiilor mărfurilor agroalimentare, în timp ce creșterile de dinamică înregistrate de subcomponenta bunurilor nealimentare și de cea a serviciilor au fost relativ minore, reflectând evoluții mixte la nivelul ambelor grupări. În urma analizei, membrii Consiliului au convenit că recenta tendință ușor ascendentă a componentei de bază a inflației este atribuibilă, în principal, șocurilor interne și externe pe partea ofertei, mai cu seamă creșterii cotațiilor unor mărfuri și a costurilor cu energia și transportul, precum și blocajelor persistente în lanțurile de producție și aprovizionare, ale căror efecte directe și indirecte continuă să fie potențate de cererea sporită de bunuri și servicii ce se manifestă după relaxarea restricțiilor de mobilitate.

Au fost evocate din nou economiile forțate sau precauționare realizate de populație în perioada distanțării sociale, dar și dinamica încă robustă, deși în scădere, a venitului disponibil real din ultimele luni, reflectând însă și un efect de bază notabil. S-au făcut, de asemenea, referiri la ascensiunea alertă a prețurilor de producție din industrie pentru piața internă, precum și la gradul de transferare a majorării prețului energiei asupra prețurilor de consum, fiind evidențiată, totodată, accentuarea recentă a tendinței crescătoare a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt la nivelul multor categorii de agenți economici, însoțită de o ușoară ajustare în sus a celor pe termen mai lung.

În ceea ce privește poziția ciclică a economiei, membrii Consiliului au arătat că activitatea economică a continuat să crească în trimestrul II 2021, într-un ritm trimestrial relativ încetinit – de 1,8 la sută, față de 2,5 la sută în trimestrul I –, dar ceva mai alert decât cel previzionat, ajungând să depășească moderat nivelul său pre-pandemie. S-a observat că evoluția face probabilă mărirea excedentului de cerere agregată în acest interval în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu. Totodată, ea a antrenat creșterea dinamicii anuale a PIB la 13,0 la sută în trimestrul II, de la -0,2 la sută în trimestrul I, pe fondul efectului de bază asociat contracției economice severe din perioada similară a anului trecut.

Toate componentele majore ale cererii agregate au contribuit la creșterea abruptă a variației anuale a PIB, dar în proporții considerabil diferite. Principalul determinant l-a constituit consumul gospodăriilor populației, care s-a mărit totuși sub așteptări în termeni anuali, și a fost secondat îndeaproape, ca aport, de variația stocurilor. O contribuție pozitivă, deși mult mai modestă, a fost adusă de formarea brută de capital fix, în contextul redinamizării puternice a construcțiilor noi, în special pe segmentul rezidențial, al cărei impact l-a devansat pe cel al scăderii considerabile a variației investițiilor nete în utilaje. În același timp, exportul net și-a diminuat contribuția negativă la dinamica anuală a PIB în trimestrul II, în condițiile în care creșterea deosebit de amplă a variației exporturilor de bunuri și servicii din acest interval, atribuibilă inclusiv unui efect de bază, a surclasat-o pe cea importurilor.

Soldul negativ al balanței comerciale și-a accentuat însă adâncirea în termeni anuali, iar deficitul de cont curent a continuat să crească foarte alert, mărindu-se pe ansamblul semestrului I 2021 cu peste 85 la sută față de perioada similară a anului trecut. Evoluțiile au fost

considerate deosebit de îngrijorătoare de către membrii Consiliului, inclusiv în condițiile scăderii semnificative a gradului de acoperire a deficitului de cont curent cu fluxuri de capital autonom în trimestrul II, de la o valoare totuși substanțial crescută în prima lună a anului.

Referitor la piața muncii, membrii Consiliului au observat că redresarea acesteia a continuat în ultimele luni, slăbind totuși în intensitate în debutul semestrului II, probabil pe fondul unor sincope de aprovizionare și al incertitudinilor legate de majorarea costurilor materiale. Astfel, efectivul salariaților din economie și-a prelungit creșterea în iunie și a rămas aproape constant în iulie, la un nivel doar ușor inferior celui pre-pandemie, iar rata șomajului BIM și-a accentuat descreșterea la finele trimestrului II, până la 5 la sută, de la 5,3 la sută în mai, revenind însă treptat pe parcursul lunilor iulie și august la 5,2 la sută – nivel vizibil superior minimumului atins în ianuarie 2020.

Decelerarea creșterii anuale a câștigului salarial în iunie-iulie, față de vârful atins în precedentele două luni, este atribuibilă totuși, în bună măsură, efectelor de bază asociate evoluțiilor din anul trecut, iar dinamica salariilor din sectorul privat a ajuns să fie net superioară celei din sectorul public, au subliniat unii membri ai Consiliului. Relevante au fost considerate și informațiile privind intensificarea activității de recrutare în lunile de vară la niveluri record ale ultimilor câțiva ani, precum și dezechilibrele cerere-ofertă de forță de muncă apărute pe anumite segmente ale pieței, de natură să genereze presiuni asupra salariilor.

Au fost, de asemenea, evocate recente sondaje de specialitate ce indică continuarea creșterii angajării în trimestrul IV 2021, deși relativ mai temperată, perspectivă ce devine totuși incertă în actualul context, au convenit membrii Consiliului, dată fiind înrăutățirea accelerată a situației epidemiologice pe plan intern și nivelul foarte scăzut al vaccinării. Noile măsuri guvernamentale vizând retenția personalului, precum și severitatea mult atenuată a restricțiilor probabil reinstituite, sunt însă de natură să atenueze impactul advers al noului val pandemic, au susținut mai mulți membri ai Consiliului.

Pe orizontul ceva mai îndepărtat de timp, cresc totuși incertitudinile legate de capacitatea unor firme de a rămâne viabile ulterior sistării măsurilor și programelor de sprijin guvernamental, dar mai cu seamă în contextul creșterii deosebit de ample a prețurilor energiei și a altor materii prime și bunuri intermediare, precum și al prelungirii problemelor de aprovizionare, ce ar putea conduce la restructurări sau falimente de firme. Condițiile de pe piața muncii ar putea fi afectate și de extinderea digitalizării și automatizării pe plan intern, precum și de o creștere a apelului angajatorilor la lucrători din străinătate. În schimb, influențe de sens opus asupra salariilor sunt de așteptat din eventuala persistență a problemei inadecvării pregătirii ofertei de forță de muncă la cerințele angajatorilor, mai cu seamă pe segmente înalt specializate și, într-o oarecare măsură, din probabila majorare în viitorul apropiat a salariului minim pe economie, au arătat mai mulți membri ai Consiliului.

În ceea ce privește condițiile financiare, membrii Consiliului au observat că principalele cotații ale pieței monetare interbancare au consemnat ajustări ascendente în luna august și mai cu seamă în septembrie – de la minime ale ultimilor aproximativ 4 ani atinse în iunie-iulie –, în contextul controlului strict asupra lichidității exercitat de către banca centrală, dar și al consolidării așteptărilor privind creșterea în viitorul apropiat a ratei dobânzii de politică monetară. La rândul lor, randamentele titlurilor de stat și-au accentuat parcursul crescător în a doua parte a trimestrului III, mai ales pe scadențele medii și lungi, receptând și influența evoluțiilor de pe piața financiară internațională. Ratele dobânzilor la principalele categorii de credite noi ale clienților nebankari au continuat să se reducă în intervalul iulie-august 2021, cu unele excepții, influențate fiind și de prelungirea scăderii IRCC. Descreșterea acestuia a încetinit totuși sensibil în trimestrul IV 2021, au subliniat unii membri ai Consiliului, iar, în primele trei luni din anul următor, indicele va cunoaște probabil, în premieră, o majorare.

Membrii Consiliului au evidențiat și creșterea relativ pronunțată consemnată de cursul de schimb leu/euro la mijlocul lui august, după scăderea acumulată în prima parte a trimestrului III sub influența unor factori sezonieri, precum și tendința moderat ascendentă manifestată de acesta ulterior, inclusiv în condițiile restrângerii diferențialului ratelor dobânzilor pe termen scurt – ca urmare a noilor majorări ale ratelor dobânzilor-cheie efectuate de către două bănci centrale din regiune –, iar, mai apoi, pe fondul tensionării mediului politic intern. În aceste condiții, s-a arătat, în mod repetat, că incertitudinile sporite privind consolidarea bugetară generate de actualul context politic, alături de dimensiunea dezechilibrului extern și de dinamica inflației, sunt de natură să mărească prima de risc suveran, cu potențiale consecințe adverse asupra ratei de schimb a leului, implicit asupra inflației, încrederii în moneda națională și a indicatorilor de vulnerabilitate externă, precum și asupra costurilor de finanțare a economiei.

Membrii Consiliului au remarcat, de asemenea, dinamica alertă a creditului acordat sectorului privat, care a urcat mai ferm în teritoriul de două cifre în primele două luni ale trimestrului III 2021, în contextul intensificării fără precedent a activității de creditare în monedă națională în luna iulie, inclusiv cu susținerea programelor guvernamentale, dar și al dinamizării moderate a creditului în valută. Au fost evidențiate volumele record atinse în iulie atât de împrumuturile noi în lei pentru locuințe, cât și de cele pentru consum, precum și creșterea în apropierea maximelor istorice a fluxului creditelor în monedă națională adresat societăților nefinanciare. Pe acest fond, soldul creditului în lei a continuat să-și accelereze creșterea, până la o medie de 17,4 la sută în iulie-august – cea mai înaltă valoare din ultimii 5 ani – de la 15,2 la sută în trimestrul II, iar ponderea lui în total s-a mărit în august la 71,3 la sută.

În ceea ce privește evoluțiile viitoare, membrii Consiliului au arătat că, potrivit noilor date și analize, rata anuală a inflației va crește probabil mult mai pronunțat pe orizontul scurt de timp decât s-a anticipat în prognoza din luna august, care indica un vârf de 5,6 la sută în decembrie 2021 și un nivel de circa 3,4 la sută începând cu trimestrul III 2022, marginal sub limita de sus a intervalului țintei.

Responsabile de înrăutățirea considerabilă a perspectivei apropiate a inflației continuă să fie șocurile adverse puternice pe partea ofertei, îndeosebi cele externe, al căror impact este însă potențat, pe plan intern, de liberalizarea în acest an a pieței energiei electrice

pentru consumatorii casnici, au subliniat în mod repetat membrii Consiliului. Determinante pentru perspectiva apropiată sunt noile majorări ample anticipate a fi consemnate de prețurile produselor energetice, în principal de prețul gazelor naturale, și, într-o mai mică măsură, de prețul combustibililor, prioritar pe seama componentei non-benzină și motorină. Lor li se alătură creșterea suplimentară înregistrată în septembrie de prețul produselor din tutun, precum și dinamica ceva mai înaltă așteptată în cazul prețurilor administrate. Acestea sunt de natură să mărească considerabil dimensiunea și durata deviației pozitive a ratei anuale a inflației de la limita de sus a intervalului țintei, au observat membrii Consiliului, dar și să genereze pe orizontul mai îndepărtat de timp efecte de bază dezinflaționiste semnificative.

Impactul inflaționist al șocurilor pe partea ofertei ar putea fi chiar mai puternic și mai prelungit decât arată evaluările actuale, au atenționat mai mulți membri ai Consiliului, semnalând ascensiunea continuă și/sau abruptă a cotațiilor unor mărfuri energetice și non-energetice, precum și persistența blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare, asociate cu costuri crescute de transport, ce afectează vizibil – direct sau indirect – și inflația de bază, inclusiv pe calea prețurilor importurilor. Au fost, de asemenea evocate ponderea mare deținută în coșul IPC de prețurile alimentelor, energiei și combustibililor, precum și gradul potențial de transferare în prețurile de consum a creșterilor de costuri materiale, în condițiile unei cereri încă solide, dar în temperare, alături de previzibila majorare a tarifelor polițelor RCA.

În acest context, membrii Consiliului s-au arătat foarte preocupați de riscul ca puseul inflaționist provocat de șocurile pe partea ofertei – implicând urcarea considerabilă și relativ persistentă a ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei –, să deterioreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze astfel efecte secundare importante, eventual printr-o spirală salarii-prețuri, având în vedere și tendința de scădere a gradului de relaxare a pieței muncii. În aceste condiții, a fost subliniată în mod repetat nevoia ancorării anticipațiilor pe termen mediu, inclusiv din perspectiva credibilității băncii centrale. În același timp, s-a convenit că o eventuală tentativă a băncii centrale de a contracara efectele directe tranzitorii ale șocurilor adverse pe partea ofertei ar fi nu doar ineficace, ci chiar contraproductivă, prin pierderile ample pe care le-ar provoca activității economice și ocupării forței de muncă pe un orizont mai îndelungat de timp.

În ceea ce privește presiunile inflaționiste pe partea cererii, membrii Consiliului au observat că noile evaluări indică o încetinire a creșterii activității economice non-agricultură în semestrul II 2021, inclusiv în raport cu previziunile anterioare, având în vedere și efectul de erodare exercitat asupra veniturilor populației și firmelor de scumpirea energiei, combustibililor și alimentelor; evoluția face probabilă o cvasi-stagnare a excedentului de cerere agregată în a doua parte a anului curent, față de ușoara creștere previzionată anterior. Astfel, în condițiile decalajelor temporale necesare manifestării lor, presiunile inflaționiste ale excedentului de cerere agregată vor rămâne probabil slab perceptibile și mai estompate pe termen scurt decât s-a anticipat în prognoza din august, și, totodată, greu decelabile din multitudinea factorilor ce vor afecta inflația de bază în acest interval, au concluzionat membrii Consiliului.

La nivelul întregului PIB este însă de așteptat o accelerare ușoară a creșterii acestuia în trimestrul III, datorită performanțelor foarte bune ale agriculturii, implicând, în contextul efectului de bază asociat redresării consistente din perioada similară a anului trecut, o modestă scădere a dinamicii lui anuale în primele trei luni ale semestrului II 2021, au remarcat membrii Consiliului. Totodată, s-a constatat că, potrivit evoluțiilor recente ale indicatorilor relevanți, continuarea creșterii alerte în termeni anuali a economiei în trimestrul III este susținută probabil doar de cererea internă – prioritar de consumul privat și, într-o mai mică măsură, de formarea brută de capital fix. În schimb, din partea exportului net este posibilă o contribuție negativă mărită la dinamica anuală a PIB, în condițiile în care în luna iulie exporturile de bunuri și servicii și-au redus mult mai pronunțat variația anuală decât importurile, conducând și la accelerarea puternică a creșterii anuale a deficitului comercial. Pe acest fond, pe ansamblul primelor șapte luni ale anului, deficitul de cont curent a continuat să depășească cu peste 70 la sută nivelul înregistrat în perioada similară a anului anterior, au reliefat unii membri ai Consiliului, în pofida prelungirii evoluției relativ mai favorabile a balanțelor veniturilor.

Inclusiv în acest context, preocupantă a fost considerată conduita politicii fiscale, prezumată a deveni restrictivă din 2021, în condițiile în care, coordonatele recentei rectificări bugetare și instabilitatea mediului politic intern erau de natură să pericliteze consolidarea bugetară – proces esențial pentru corecția dezechilibrului extern, și, totodată, necesar din perspectiva angajamentelor asumate în contextul procedurii de deficit excesiv, au arătat mai mulți membri ai Consiliului. S-a apreciat că incertitudini și riscuri suplimentare la adresa situației finanțelor publice decurg din volumul ridicat al cheltuielilor permanente și din scumpirea drastică a energiei și a materialelor de construcții, dar și din eventuale abordări menite să atenueze impactul creșterii prețurilor unor utilități, prioritar pentru populație, precum și din noi măsuri guvernamentale motivate de deteriorarea abruptă a situației epidemiologice.

Un grad ridicat de incertitudine caracterizează însă și perspectiva absorbției fondurilor europene alocate României prin Mecanismul de Redresare și Reziliență, precum și a celor aferente noului Cadru financiar multianual 2021-2027, au susținut membrii Consiliului, evocând aprobarea de către CE a Planului național de redresare și reziliență, dar și pașii ce mai trebuie parcurși pentru începerea atragerii sumelor alocate, precum și capacitatea instituțională și istoricul realizărilor în domeniu ale României.

Totodată, incertitudini și riscuri crescute generează noul val pandemic, au subliniat în mod repetat membrii Consiliului, evidențiind înrăutățirea accelerată a situației sanitare și nivelul foarte scăzut al vaccinării pe plan intern, dar și gradul mai redus de severitate al restricțiilor probabil reinstituite, precum și capacitatea crescută de adaptare a firmelor și populației la cerințele de distanțare socială.

În aprecierea membrilor Consiliului, contextul analizat reclamă continuarea ajustării conduitei politicii monetare prin majorarea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale, după stoparea în luna mai a cumpărării de titluri de stat în lei de pe piață

secundară și întărirea ulterioară a controlului exercitat de banca centrală asupra lichidității de pe piața monetară.

O asemenea calibrare a conduitei politicii monetare vizează readucerea și menținerea pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile 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 majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,50 la sută, de la 1,25 la sută, concomitent cu păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară; totodată, a decis majorarea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,00 la sută, de la 0,75 la sută, și a ratei dobânzii aferente facilității de creditare (Lombard) la 2,00 la sută, de la 1,75 la sută. De asemenea, 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.