**Minuta şedinţei de politică monetară a Consiliului de administraţie al Băncii Naționale a României din 15 martie 2021**

**Data publicării: 25 martie 2021**

În data de 15 martie 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 discuțiile privind comportamentul recent al inflației, membrii Consiliului au arătat că rata anuală a inflației a crescut mult peste așteptări în primele două luni din 2021, urcând la 2,99 la sută în ianuarie și la 3,16 la sută în februarie, de la 2,06 la sută în decembrie 2020. S-a observat că evoluția a fost antrenată de impactul tranzitoriu al liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici și de scumpirea combustibililor, pe fondul ascensiunii cotației petrolului, contrabalansate doar în mică măsură de influențele dezinflaționiste venite de pe segmentele LFO și produse din tutun, precum și din decelerarea inflației de bază.

S-a sesizat că rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a încetinit descreșterea în acest interval, coborând la 3,1 la sută în ianuarie 2021, de la 3,3 la sută în decembrie 2020, și rămânând în februarie constantă. Membrii Consiliului au convenit că tendința descendentă a continuat să fie susținută de efectele de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate, precum și de influențele modeste ale deficitului de cerere agregată, alături de cele venite din cererea deficitară de pe segmentul serviciilor, în timp ce mici efecte sens opus au decurs din dinamizarea cumpărărilor de anumite bunuri, dar și din perturbări pe partea ofertei și din costuri asociate pandemiei și măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu coronavirus. Totodată, dinamica componentei mai poartă amprenta presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada pre-pandemie, reflectând și așteptările inflaționiste asociate.

În ceea ce privește poziția ciclică a economiei, membrii Consiliului au arătat că activitatea economică a continuat să se redreseze într-un ritm deosebit de alert în trimestrul IV 2020, mult superior celui previzionat și doar ușor încetinit în raport cu intervalul precedent, reducându-și declinul în termeni anuali la -1,4 la sută, de la -5,6 la sută în trimestrul anterior, în condițiile unei creșteri trimestriale de 4,8 la sută, după majorarea cu 5,6 la sută din trimestrul III. S-a remarcat că economia a recuperat astfel încă o parte consistentă din contracția suferită în trimestrul II și că declinul economic s-a limitat pe ansamblul anului 2020 la -3,9 la sută. Totodată, în absența efectului specific al agriculturii – datorat condițiilor meteorologice nefavorabile –, declinul ar fi fost de -3,3 la sută, printre cele mai mici din Europa, au semnalat unii membri ai Consiliului. S-a apreciat că redresarea face probabilă resorbirea la finele anului 2020 a unei proporții foarte ridicate din deficitul de cerere agregată deschis în trimestrul II, evoluție în relativă divergență cu previziunile anterioare ce indicau o stagnare a închiderii acestuia în trimestrul IV 2020, la o valoare semnificativă.

Referitor la determinanții redresării, membrii Consiliului au punctat contribuțiile decisive aduse în acest interval – în contrapondere cu impactul puternic contracționist din trimestrul III – de variația stocurilor și de subcomponentele consumului privat, altele decât cumpărările populației. S-a sesizat că reaccentuarea contracției celor din urmă s-a datorat în principal comprimării serviciilor, în contextul reacutizării pandemiei, în timp ce segmentul bunurilor a dovedit o relativă reziliență. Totodată, o **contribuție însemnată a venit din partea formării brute de capital fix, care și-a accelerat considerabil creșterea în termeni anuali, pe fondul dinamizării puternice a construcțiilor noi, inclusiv cu aportul investițiilor publice și al programelor guvernamentale – evoluții de natură să sporească potențialul de creștere a economiei în perspectivă**.

S-a observat că redresarea s-a datorat în totalitate cererii interne, în timp ce exportul net și-a cvasi-dublat aportul negativ la variația anuală a PIB, pe fondul creșterii ușor mai vizibile a dinamicii importurilor în raport cu cea a exporturilor de bunuri și servicii, antrenând și o reamplificare a deficitului balanței comerciale față de aceeași perioadă a anului trecut. În aceste condiții, dar și ca urmare a accentuării deteriorării balanței veniturilor primare, pe seama fluxurilor de dividende distribuite, deficitul de cont curent și-a mărit avansul în termeni anuali, în pofida creșterii intrărilor de fonduri europene de natura contului curent. Astfel, ponderea în PIB a deficitului de cont curent a crescut pe ansamblul anului la 5,0 la sută, de la 4,7 la sută în 2019.

În ceea ce privește perspectiva apropiată, s-a convenit că **redresarea activității economice va decelera probabil puternic în semestrul I 2021, după ritmul mult peste așteptări din trimestrul IV 2020, încetinind vizibil și în raport cu prognoza precedentă, dar în condițiile unor dinamici anuale superioare celor anticipate anterior.** Pe acest fond, la mijlocul anului curent este posibilă recuperarea într-o mare măsură a pierderii de PIB provocată de pandemie, dar și închiderea completă a *gap*-ului negativ al PIB, au subliniat membrii Consiliului. Evaluările se caracterizează totuși printr-un grad înalt de incertitudine, în contextul celui de-al treilea val al pandemiei ce s-a extins pe plan intern și al dificultăților de colectare a datelor statistice.

Pe piața muncii, impactul reacutizării pandemiei și al restricțiilor de mobilitate instituite în trimestrul IV 2020 a fost, de asemenea, inferior așteptărilor, au remarcat membrii Consiliului. Efectivul salariaților din economie a continuat să crească ușor în noiembrie-decembrie, la fel ca și dinamica lui anuală, care a rămas totuși negativă, iar rata șomajului BIM și-a prelungit scăderea lentă în raport cu media trimestrului anterior. Rata locurilor de muncă vacante a pierdut însă avansul marginal consemnat în trimestrul III, gradul de relaxare a pieței muncii menținându-se astfel relativ neschimbat, dar în contextul unor evoluții eterogene la nivel sectorial. În aceste condiții, câștigul salarial mediu brut nominal și-a consolidat dinamica anuală relativ înaltă în ultimele luni din 2020, în principal pe seama evoluțiilor din sectorul privat. Costurile unitare cu forța de muncă și-au temperat totuși vizibil creșterea în termeni anuali, atât pe ansamblul economiei, cât și la nivelul industriei, pe fondul creșterii pronunțate a productivității muncii.

În perspectivă, **situația pieței muncii rămâne marcată de mari incertitudini, mai ales pe orizontul mai îndepărtat de timp, au apreciat membrii Consiliului, evocând cel de-al treilea val pandemic și restricțiile asociate, alături de ritmul vaccinării, precum și caracterul temporar al măsurilor de sprijin guvernamental, ce pot implica mai târziu restructurări/falimente ale unor firme.** S-au făcut, de asemenea, referiri la posibile acțiuni viitoare destinate eficientizării cheltuielilor publice, de natură să afecteze evoluțiile de pe această piață, suplimentar plafonării salariilor din sectorul bugetar, dar și la gradul crescut de adaptare a activității firmelor la situația epidemiologică, precum și la ameliorarea ușoară a intențiilor de angajare pe termen foarte scurt evidențiate de unele sondaje de specialitate în primele luni ale acestui an.

În ceea ce privește condițiile financiare, membrii Consiliului au evidențiat noile scăderi consistente consemnate de cotațiile pieței monetare interbancare și de randamentele titlurilor de stat ulterior reducerii ratei dobânzii de politică monetară din luna ianuarie 2021, dar și corecțiile lor parțiale sau integrale survenite mai târziu, sub impactul amplificării volatilității pe piața financiară internațională, la care s-au adăugat influențe venite din înăsprirea condițiilor lichidității de pe piața monetară și din evoluțiile macroeconomice mult peste așteptări relevate de datele statistice.

Pe piața titlurilor de stat, mișcările au fost relativ abrupte – similar evoluțiilor pe plan internațional –, au observat membrii Consiliului, randamentul aferent maturității de 10 ani urcând pentru foarte scurt timp în apropierea nivelurilor prevalente în trimestrul III 2020, de la noul minim istoric atins în debutul lunii februarie. Și în cazul cursului de schimb leu/euro s-a consemnat o ușoară ajustare ascendentă, mai modestă decât cele evidențiate în regiune, după ce în primele două luni ale anului acesta s-a menținut relativ stabil, inclusiv pe fondul diferențialului ratelor dobânzilor. Ratele dobânzilor la principalele categorii de credite noi au continuat să descrească în intervalul decembrie 2020-ianuarie 2021, ori s-au consolidat la valorile joase atinse anterior, reflectând inclusiv noua scădere consemnată de IRCC la începutul anului curent, a cărui tendință descendentă este de așteptat să se prelungească în următoarele două trimestre, au sesizat unii membri ai Consiliului.

S-a apreciat că piața financiară internațională rămâne o sursă de riscuri mărite la adresa evoluțiilor interne, dar și la nivel regional și european, în contextul așteptărilor inflaționiste crescute ale investitorilor și al temerilor legate de perspectiva conduitei politicii monetare a Fed, de natură să **prelungească actualele tensiuni sau să genereze noi episoade de scădere a apetitului global pentru risc, implicit să antreneze importante realocări de portofolii pe plan global, cu potențial impact advers mai ales pe piețele emergente.**

S-a remarcat că dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a accentuat ascensiunea în decembrie 2020 – ajungând la o medie de 4,7 la sută în trimestrul IV, doar marginal inferioară celei din trimestrul II –, iar în ianuarie 2021 aceasta s-a diminuat ușor. Componenta în lei a continuat să-și accelereze creșterea de-a lungul întregului interval, iar fluxul său a atins un maxim istoric în decembrie, în contextul redresării activității economice, precum și ca efect al programelor guvernamentale și al trendului descendent al ratelor dobânzilor, ponderea sa mărindu-se în ianuarie la 69,6 la sută - recordul perioadei post-ianuarie 1996. S-a sesizat că, în conjunctura specifică a anului 2020, ponderea în PIB a creditului acordat sectorului privat s-a majorat la 26,8 la sută, de la 25,3 la sută în 2019, după 8 ani consecutivi de scădere, fiind evocate în acest context și moratoriile de credite, cu implicații favorabile asupra soldului creditului, dar și asupra venitului disponibil real, pe perioada suspendării obligațiilor de plată față de instituțiile de credit, însă cu efecte contrare, ulterior.

Au fost semnalate și ritmurile deosebit de alerte și în accelerare ale expansiunii monetare din ultimele luni – corelate în principal cu execuția bugetară și dinamica utilizării fondurilor europene –, precum și saltul consemnat în 2020 de gradul de monetizare a economiei, exprimat de pondere a M3 în PIB, care a ajuns la 46,3 la sută – un maxim istoric.

În ceea ce privește evoluțiile macroeconomice viitoare, membrii Consiliului au evidențiat perspectiva vizibil modificată a inflației, arătând că rata anuală a inflației va continua probabil să crească treptat în acest an până în proximitatea limitei de sus a intervalului țintei, implicit să depășească considerabil valoarea de 2,5 la sută anticipată anterior pentru semestrul II 2021. Totodată, după previzibila corecție descendentă amplă din debutul anului viitor, ea este așteptată să urce din nou deasupra punctului central al țintei și să ajungă la finele orizontului prognozei la 2,8 la sută – peste nivelul de 2,4 la sută din proiecția precedentă.

S-a observat că valorile mai înalte și în creștere ușoară ale ratei inflației din anul curent, dar și ajustarea lor descendentă din debutul anului viitor, sunt atribuibile integral acțiunii factorilor pe partea ofertei, mai cu seamă impactului tranzitoriu al scumpirii energiei electrice în contextul liberalizării pieței de profil, și efectului său de bază dezinflaționist ulterior. Influențe semnificative, în dublu sens pe orizonturi diferite de timp, provin și din evoluția probabilă a prețului combustibililor, precum și din majorarea cotațiilor internaționale ale materiilor prime agro-alimentare, resimțite prioritar la nivelul inflației de bază.

Impactul inflaționist al acestor factori ar putea fi însă mai intens și mai de durată, inclusiv prin efectele lor indirecte, au subliniat în mod repetat membrii Consiliului, evocând ascensiunea pronunțată a prețului petrolului, dar mai ales tendința cvasi-generalizată de creștere a cotațiilor internaționale ale mărfurilor amorsată recent, potențată de strangulări în lanțurile de producție și aprovizionare, cu impact asupra costurilor asociate. O eventuală materializare a unui asemenea risc ar avea totuși o capacitate scăzută de a genera efecte secundare pe calea afectării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, au apreciat membrii Consiliului, mai ales în condițiile persistenței deficitului de cerere pe piața muncii, dar și pe cea a bunurilor, având în vedere și influențele de sens opus exercitate de astfel de șocuri asupra venitului disponibil real al populației, implicit asupra cererii de consum în perspectivă.

În cazul presiunilor factorilor fundamentali este însă de așteptat o tranziție graduală dinspre actualul caracter modest dezinflaționist, spre unul ușor inflaționist în cea de-a doua parte a orizontului proiecției, au arătat membrii Consiliului, având ca premise și ipoteze majore: (i) decalajele temporale cu care se manifestă efectele dezinflaționiste ale *gap*-ul negativ al PIB, precum și cele inflaționiste ale excedentului de cerere agregată, anticipat a se redeschide în trimestrul III 2021 și a crește lent ulterior, (ii) relativa 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, precum și (iii) probabila decelerare puternică a creșterii costurilor unitare salariale pe orizontul proiecției, în condițiile persistenței subutilizării forței de muncă, implicit a caracterului relaxat al pieței muncii.

În schimb, dinamica prețurilor importurilor se conturează pe termen scurt drept o sursă de influențe inflaționiste, contrar previziunilor anterioare, au remarcat membrii Consiliului. Mici efecte inflaționiste tranzitorii vor veni probabil și din creșterea abruptă a cererii de servicii odată cu ridicarea actualelor restricții, eventual confruntată cu constrângeri pe partea ofertei, precum și din perturbații persistente în lanțuri de producție și aprovizionare.

Sub impactul conjugat al factorilor fundamentali și al celor pe partea ofertei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este așteptată să mai scadă ușor pe parcursul a câteva luni, dar să se oprească și să se mențină ulterior în apropierea nivelului de 2,7 la sută, vizibil deasupra valorilor anticipate anterior.

Referitor la viitorul poziției ciclice a economiei, membrii Consiliului au arătat că economia va crește probabil mai alert în 2021 decât s-a anticipat anterior, datorită redresării ei mult peste așteptări în trimestrul IV 2020, pentru ca în 2022 să revină la o dinamică mai temperată, în condițiile unor ritmuri trimestriale care se intensifică din a doua parte a anului curent – pe fondul progresului vaccinării și al relaxării măsurilor restrictive –, dar rămân inferioare celor din anii pre-pandemie. S-a observat că evoluția face probabilă reinversarea poziției ciclice a economiei chiar din trimestrul III 2021, semnificativ mai devreme decât în proiecția precedentă, dar și o creștere ulterioară lentă a excedentului de cerere agregată.

În același timp, s-a remarcat că, deși va fi determinantă pentru creșterea economică pe orizontul prognozei, dinamica consumului privat va rămâne probabil vizibil inferioară celei prevalente în anii anteriori pandemiei – excluzând efectul statistic major din acest an –, în contextul măsurilor de consolidare fiscală aplicate și al condițiilor prezumate de pe piața muncii, de natură să afecteze, alături de rata inflației, dinamica venitului disponibil real al populației. În schimb, în cazul formării brute de capital fix este de așteptat o dinamică superioară celei din intervalul 2016-2018, au semnalat membrii Consiliului, implicit un aport relativ mărit la avansul economiei, pe fondul majorării cheltuielilor publice de investiții și al efectului de antrenare exercitat asupra sectorului privat, precum și cu sprijinul, cel puțin temporar, al programelor/măsurilor guvernamentale. La rândul său, exportul net își va diminua probabil impactul contracționist în acest an, în condițiile redresării consistente a cererii externe, concomitent cu creșterea solidă a absorbției interne. Implicațiile favorabile se vor repercuta și asupra poziției externe a economiei, au sesizat membrii Consiliului, făcând referire la corecția marginală anticipată a fi consemnată în acest an de deficitul de cont curent ca pondere în PIB, însoțită și de o probabilă ameliorare ușoară a structurii finanțării acestuia.

Incertitudinile asociate noii perspective continuă însă să fie foarte ridicate, au convenit membrii Consiliului, evocând mersul pandemiei și măsurile restrictive asociate – în condițiile intensificării celui de-al treilea val pandemic –, precum și dinamica vaccinării pe plan european, cu potențiale efecte adverse asupra încrederii și veniturilor populației și firmelor, dar și asupra pieței muncii, care s-ar putea deteriora suplimentar sub impactul diminuării/retragerii unor măsuri de sprijin guvernamental.

S-a arătat că perspectiva investițiilor rămâne condiționată și de cererea de consum și de cea externă, implicit de funcționarea lanțurilor internaționale de producție, precum și de viteza de recuperare a țărilor de origine a investițiilor străine – toate potențial afectate mai sever de recrudescența pandemiei. În același timp, s-a observat că accesarea fondurilor europene alocate României prin Mecanismul de Redresare și Reziliență, alături de sporirea absorbției și eficienței utilizării celor aferente noului Cadru financiar multianual 2021-2027 ar fi de natură să dinamizeze peste așteptări investițiile pe orizontul mai îndepărtat de timp. O astfel de perspectivă ar putea fi consolidată și 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 membrii Consiliului.

Referitor la conduita viitoare a politicii fiscale, membrii Consiliului au arătat că programul bugetar pentru 2021, recent legiferat, confirmă inițierea în acest an a consolidării bugetare, cu implicații favorabile asupra stabilității macroeconomice și primei de risc suveran, implicit asupra costurilor de finanțare. Persistă totuși incertitudini în ceea ce privește ritmul consolidării bugetare – prezumat a fi gradual pe termen mediu –, precum și instrumentele potențial utilizate în perspectivă. În acest context s-au făcut referiri atât la caracteristicile execuției bugetare din primele luni ale anului 2021 – marcate de reintensificarea pandemiei și de efortul de vaccinare, dar și de ponderea ridicată a cheltuielilor cu caracter permanent –, cât și la perspectiva schimbată a unor variabile reale și nominale ale economiei, de natură să amelioreze evoluția pe termen scurt a veniturilor bugetare.

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.

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.