



**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**

# **RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**Februarie 2009**

Anul V, nr. 15

Serie nouă

**ISSN 1582-2923**

***NOTĂ***

*Datele statistice au fost furnizate de Institutul Național de Statistică,  
Ministerul Finanțelor Publice,  
Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale,  
Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă,  
EUROSTAT, FMI, Departamentul Energiei al SUA  
și Banca Națională a României.*

*Unele dintre aceste date au caracter provizoriu,  
urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.*

*Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor  
în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

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

*Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București*

## ***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 (acum 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 finalizat în data de 2 februarie 2009 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 februarie 2009.*

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

## Lista abrevierilor

<b>AIE</b>	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
<b>AMIGO</b>	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
<b>ANOFM</b>	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
<b>BCE</b>	Banca Centrală Europeană
<b>BIM</b>	Biroul Internațional al Muncii
<b>BVB</b>	Bursa de Valori București
<b>CD</b>	Certificate de depozit
<b>COICOP</b>	Clasificarea Consumului Individual pe Destinații
<b>CNP</b>	Comisia Națională de Prognoză
<b>CRB</b>	Centrala Riscurilor Bancare
<b>DAE</b>	Dobânda Anuală Efectivă
<b>EUROSTAT</b>	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
<b>FBCF</b>	Formarea brută de capital fix
<b>FED</b>	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
<b>FMI</b>	Fondul Monetar Internațional
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
<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>IVU</b>	Indicele Valorii Unitare
<b>MFP</b>	Ministerul Finanțelor Publice
<b>MMFPS</b>	Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale
<b>OCDE</b>	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
<b>ON</b>	<i>Overnight</i>
<b>OPEC</b>	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
<b>RMO</b>	Rezerve minime obligatorii
<b>ROBID</b>	Rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
<b>ROBOR</b>	Rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
<b>VAB</b>	Valoarea Adăugată Brută
<b>1W</b>	O săptămână
<b>12M</b>	12 luni

# Cuprins

<b>I. SINTEZĂ .....</b>	<b>7</b>
<b>II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI .....</b>	<b>11</b>
<b>III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE .....</b>	<b>14</b>
<b>1. Cererea și oferta.....</b>	<b>14</b>
1.1. Cererea.....	14
1.2. Oferta.....	19
<b>2. Piața muncii .....</b>	<b>20</b>
2.1. Forța de muncă .....	21
2.2. Venituri.....	21
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție .....</b>	<b>23</b>
3.1. Prețurile de import.....	23
3.2. Prețurile de producție .....	24
<b>IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....</b>	<b>27</b>
<b>1. Politica monetară.....</b>	<b>27</b>
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare .....</b>	<b>31</b>
2.1. Ratele dobânzilor.....	31
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital .....	34
2.3. Moneda și creditul .....	36
<b>V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI .....</b>	<b>40</b>
<b>1. Scenariul de bază .....</b>	<b>41</b>
1.1. Perspectivele inflației .....	41
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	44
1.3. Presiuni din partea cererii agregate .....	45
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	53
<b>2. Evaluarea de politică monetară.....</b>	<b>56</b>



# I. SINTEZĂ

---

## *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

La sfârșitul anului 2008, rata anuală a inflației IPC a atins nivelul de 6,3 la sută, în scădere cu un punct procentual față de luna septembrie (7,3 la sută). Deși această evoluție plasează rata inflației semnificativ peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale de 3,8 la sută, ea marchează în același timp confirmarea consolidării procesului dezinflaționist reluat în trimestrul III 2008.

În rândul factorilor de natura ofertei, influența determinantă asupra decelerării inflației a fost exercitată de dinamica favorabilă a prețurilor combustibililor, sub impactul scăderii rapide a cotațiilor petrolului pe piața internațională. Alte efecte favorabile au fost generate de influența anului agricol bun asupra prețurilor produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2, precum și de dinamica prețurilor administrate. În sensul atenuării reducerii inflației au acționat creșterile din trimestrul IV ale prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare.

În perioada septembrie-noiembrie 2008, continuarea unei dinamici a salariilor din industrie superioare celei a productivității muncii a condus la creșterea semnificativă a costului unitar cu forța de muncă. Deteriorarea costului unitar cu forța de muncă s-a manifestat continuu începând cu mijlocul anului 2006, contribuind în toată această perioadă la încetinirea dezinflației prin presiunea costurilor forței de muncă asupra prețurilor stabilite de producători. Pe de altă parte, acest fenomen a condus la pierderi semnificative de competitivitate și a afectat negativ echilibrele externe, determinând recent presiuni din ce în ce mai puternice de depreciere a monedei naționale.

În luna decembrie, inflația anuală CORE2 s-a redus cu numai 0,2 puncte procentuale față de luna septembrie, situându-se la un nivel mai înalt decât cel al inflației totale. Frânarea scăderii inflației de bază s-a datorat în principal impactului inflaționist al deprecierei monedei naționale asupra prețurilor importurilor, care a contrabalansat efectele favorabile ale dinamicii prețurilor produselor alimentare procesate și ale slăbirii anticipate a presiunilor din partea cererii agregate în cursul trimestrului IV.

În trimestrul III 2008, creșterea economică și-a menținut ritmul alert (variație anuală de 9,1 la sută), continuând să alimenteze excesul de cerere. Creșterea PIB a fost impulsionată de accelerarea expansiunii consumului final, susținută, pe fondul reducerii semnificative a ponderii creditului în ansamblul resurselor de finanțare a absorbției interne, de o creștere rapidă a salariilor. În același interval, dinamica investițiilor a continuat să încetinească, rămânând însă semnificativă. Cererea externă netă și-a redus ușor contribuția negativă la creșterea economică, însă importurile au crescut din nou mai rapid decât exporturile.

Ultimul trimestru al anului 2008 marchează un punct de inflexiune în dinamica activității economice interne, în condițiile transmiterii tot mai pregnante prin canalul comerțului exterior și prin cel financiar a efectelor negative ale crizei internaționale. Reducerea substanțială a cererii externe pentru produse românești, precum și dificultățile sporite de finanțare a agenților economici au avut ca efect, în perioada octombrie-noiembrie, scăderi semnificative ale valorilor unor indicatori precum: producția industrială, indicele de încredere în industrie, cifra de afaceri în sectorul serviciilor prestate populației, ritmul de creștere a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul. Evoluția acestor indicatori corelați cu dinamica PIB sugerează în mod clar o încetinire semnificativă a creșterii economice și reducerea corespunzătoare a excesului de cerere în trimestrul IV.

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

La data de 30 octombrie 2008, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la 10,25 la sută pe an, reiterând necesitatea păstrării unei conduite a politicii monetare compatibile cu atingerea în mod sustenabil a obiectivelor de dezinflație pe termen mediu. În același timp, Consiliul de administrație a hotărât reducerea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei de la 20 la sută la 18 la sută începând cu perioada 24 noiembrie – 23 decembrie 2008. În condițiile amplificării crizei financiare internaționale și ale restrângerii excedentului de lichiditate din sistemul bancar românesc, măsura a fost destinată îmbunătățirii gestionării lichidității de pe piața monetară interbancară în scopul asigurării unei finanțări sustenabile a economiei.

În perioada următoare acestei decizii, evoluțiile macroeconomice pe plan internațional au confirmat extinderea concertată a efectelor crizei financiare asupra economiei reale la nivel global și au relevat începutul propagării acestora și asupra economiei naționale. După continuarea ritmului alert al creșterii PIB în trimestrul III 2008, în trimestrul IV evoluțiile indicatorilor activității economice au transmis semnale clare de încetinire semnificativă a acesteia.

Confirmând previziunile BNR, rata anuală a inflației și-a consolidat tendința descendentă până la sfârșitul anului, însă perspectivele privind traiectoria viitoare a acesteia sunt afectate de gradul înalt de incertitudine asociată factorilor determinanți, precum și de evoluțiile divergente ale acestora. Menținerea deficitului de cont curent la un nivel încă ridicat, suprapusă unei reduceri la scară globală a disponibilității resurselor de finanțare a acestuia, au determinat o volatilitate sporită a cursului leului pe parcursul trimestrului IV, în paralel cu înscrierea acestuia pe o traiectorie ascendentă relativ accentuată. Având un impact inflaționist asupra prețurilor importurilor, această evoluție a cursului de schimb are, pe de altă parte, drept efect creșterea serviciului datoriei în cazul agenților economici cu expunere față de instrumente financiare denominate în valută. Efectul restrictiv al acesteia din urmă contribuie la comprimarea deviației PIB, accentuând impactul calitativ similar al continuării scăderii dinamicii creditului acordat sectorului privat ca urmare a majorării costului finanțărilor externe și a înăsprii condițiilor interne de creditare.

În același timp, influențe nefavorabile dezinflației au fost generate de continuarea creșterii mai rapide a salariilor comparativ cu cea a productivității muncii și de conduita politicii fiscale în cursul trimestrului IV. Creșterea substanțială a deficitului bugetar în această perioadă a contracarat influența de sens contrar a ajustării deficitului extern datorat sectorului privat, diluând reducerea dezechilibrului total al balanței de plăți către niveluri care să slăbească presiunile asupra cursului de schimb al leului.

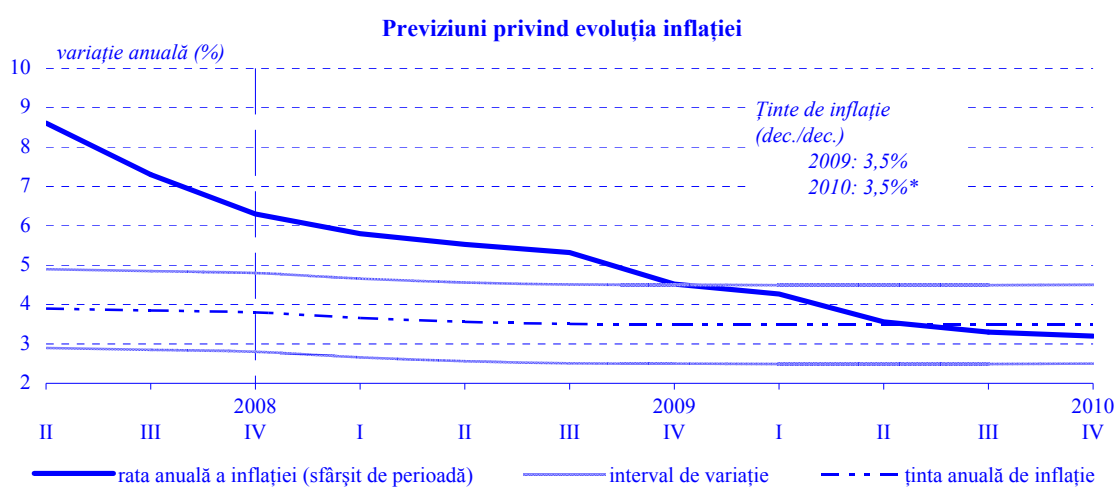
În contextul incertitudinilor majore generate de volatilitatea condițiilor macroeconomice interne și internaționale și al riscurilor generate de acestea pentru atingerea obiectivelor pe termen mediu ale băncii centrale, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 6 ianuarie 2009 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,25 la sută pe an. Decizia a avut drept scop asigurarea unor condiții monetare reale de ansamblu adecvate ajustării graduale și ordonate a dezechilibrelor macroeconomice actuale, precum și convergenței ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu. În același timp, pentru asigurarea funcționării adecvate a pieței monetare interbancare, Consiliul de administrație a decis flexibilizarea manierei de gestionare a lichidității din sistem, prin utilizarea într-o măsură tot mai mare a operațiunilor de piață monetară, asigurând astfel condițiile necesare finanțării sustenabile a economiei.



## Perspectivile inflației

Începutul anului 2009 este marcat de efectele acutizării la sfârșitul anului anterior a crizei financiare internaționale asupra activității economice globale. Potențarea reciprocă a evoluțiilor negative de pe piețele financiare și din economia reală întreține un mediu volatil, accentuând dificultățile de previzionare a magnitudinii impactului pe termen scurt și mediu al crizei globale asupra evoluțiilor macroeconomice pe plan intern. Similar proiecției anterioare, balanța riscurilor de abatere a inflației în sus sau în jos față de traiectoria din scenariul de bază se prezintă drept relativ echilibrată.

Scenariul de bază al proiecției curente, sub rezerva gradului neobișnuit de incertitudine asociat evaluărilor cantitative, plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2009 la nivelul de 4,5 la sută, similar celui prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2008. Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației la 3,2 la sută<sup>1</sup>.



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

\*) ipoteză de lucru

Sursa: INS, calcule BNR

Prognozarea pentru sfârșitul anului curent a unui nivel al inflației similar celui din raportul anterior este rezultatul compensării reciproce a unor influențe parțial contradictorii ale factorilor determinanți. O contribuție nefavorabilă asupra inflației IPC, comparativ cu prognoza anterioară, este generată de revizuirea în sens ascendent a prognozei privind inflația CORE2. Aceasta este de așteptat a fi contrabalansată, pe parcursul anului curent, de influențele mai favorabile asociate scenariilor privind creșterile prețurilor administrate și, în prima parte a anului, ale combustibililor.

Revizuirea în sens ascendent a inflației anuale CORE2 în anul 2009 se datorează în principal re poziționării cursului de schimb al monedei naționale la niveluri mai ridicate decât în proiecția anterioară, ca urmare a deprecierei nominale a leului începând din trimestrul IV 2008. Această re poziționare exercită efecte nefavorabile asupra dinamicii prețurilor de import. Magnitudinea acestor efecte domină influența de sens contrar, provenită din scăderea anticipată a cererii agregate și reflectată de proiectarea unei deviații negative a PIB de la nivelul său potențial pe o mare parte a intervalului.

<sup>1</sup> Pentru fundamentarea proiecției inflației în cadrul runde actuale de prognoză a fost utilizată ipoteza unei ținte centrale de inflație de 3,5 la sută pentru anul 2010.

Pentru o parte a anului 2010, proiecția prevede o traiectorie a inflației anuale IPC situată ușor peste cea prezentată în raportul anterior, ca urmare a anticipării unor creșteri comparativ mai rapide ale prețurilor combustibililor, doar parțial compensate de dinamicile mai favorabile proiectate pentru inflația CORE2 și prețurile administrate. Scăderea mai accentuată a inflației CORE2 în 2010 se datorează atât deficitului mai amplu de cerere proiectat pentru prima parte a anului, cât și epuizării treptate a influenței nefavorabile a dinamicii prețurilor importurilor. Cu toate acestea, prognoza curentă anticipează o evoluție a ratei anuale a inflației care o situează pe aceasta ușor sub punctul central al țintei de 3,5 la sută folosite drept ipoteză de lucru pentru sfârșitul anului 2010.

Conduita politicii monetare va rămâne, pe întreg intervalul proiecției, consecventă obiectivului său fundamental, de asigurare a stabilității prețurilor pe termen mediu și lung. În același timp, în noul context economic intern și internațional, o atenție consecventă va fi acordată pe termen scurt ajustării ordonate a dezechilibrelor macroeconomice și menținerii stabilității sistemului financiar. Această conduită echilibrată a politicii monetare va permite, sub rezerva coerenței și credibilității întregului set al politicilor macroeconomice, ancorarea așteptărilor agenților economici și reîntrarea inflației în intervalul de variație din jurul țintei încă din prima parte a anului 2010.

Incertitudinea ridicată asociată propagării efectelor crizei financiare internaționale se transmite inevitabil asupra coordonatelor scenariului de bază al proiecției și face dificilă atribuirea unor probabilități specifice de manifestare diverșilor factori de risc. În acest context, considerăm relevante pentru proiecția curentă riscurile care ar putea determina o derulare mai puțin ordonată a ajustărilor dezechilibrelor macroeconomice, respectiv pe cele în care povara acestor ajustări s-ar putea distribui inegal la nivelul componentelor *mix*-ului de politici macroeconomice, față de coordonatele scenariului de bază. Principalii factori de risc sunt: accentuarea penuriei resurselor interne și externe de finanțare a activității economice în cazul amplificării substanțiale a efectelor crizei globale; scăderea competitivității exporturilor românești în cazul menținerii decalajului dintre creșterea salariilor reale și cea a productivității muncii; manifestarea unei politici insuficient ajustate a veniturilor din sectorul public; restrângerea sectorului productiv privat ca urmare a concurenței pentru resursele de finanțare limitate din partea unei politici fiscale insuficient consolidate și/sau insuficient orientate către cheltuieli care să genereze externalități pozitive. Materializarea acestor riscuri poate genera fluctuații semnificative ale inflației comparativ cu traiectoria proiectată.

Riscurile asociate evoluțiilor prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare sunt considerate a fi relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC din scenariul de bază.

### ***Decizia de politică monetară***

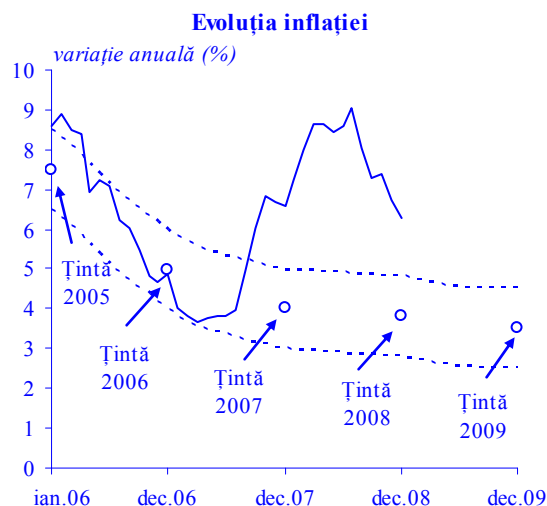
Având în vedere coordonatele prognozei actualizate pe termen mediu a inflației, precum și multitudinea și natura complexă a incertitudinilor asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 februarie 2009 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 10 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar prin utilizarea activă a operațiunilor de piață monetară, în vederea atenuării segmentării pieței și a reducerii volatilității ratelor dobânzilor, concomitent cu menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, celor în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat faptul că realizarea unei ajustări ordonate a dezechilibrelor macroeconomice pe termen scurt și atingerea obiectivului de asigurare a stabilității prețurilor pe termen mediu reclamă creșterea rapidă a coerenței și credibilității *mix*-ului de politici macroeconomice și accelerarea reformelor structurale.

## II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Pe parcursul trimestrului IV 2008, rata anuală a inflației și-a atenuat deviația față de limita superioară a intervalului de variație de +/-1 punct procentual corespunzător țintei de 3,8 la sută (de la 2,4 la 1,5 puncte procentuale), atingând la sfârșitul anului nivelul de 6,3 la sută. Influența pozitivă exercitată asupra prețurilor produselor agroalimentare de o producție agricolă peste așteptări, scăderea rapidă a cotațiilor petrolului pe piețele externe și disiparea excesului de cerere au reprezentat factorii de influență cu contribuție dominantă. Nu poate fi totuși ignorată manifestarea unui efect de bază favorabil asociat șocurilor de ofertă care au afectat perioada similară a anului 2007. Evoluții negative din perspectiva inflației au continuat să înregistreze salariile, care și-au menținut dinamica la niveluri superioare câștigurilor de productivitate a muncii, dar și cursul de schimb, în depreciere semnificativă față de trimestrul anterior. Sub acțiunea acestor factori, traiectoria descendentă a CORE2 a fost mai puțin pronunțată, rata anuală înregistrată în luna decembrie (6,7 la sută) plasându-se cu doar 0,2 puncte procentuale sub nivelul din septembrie.

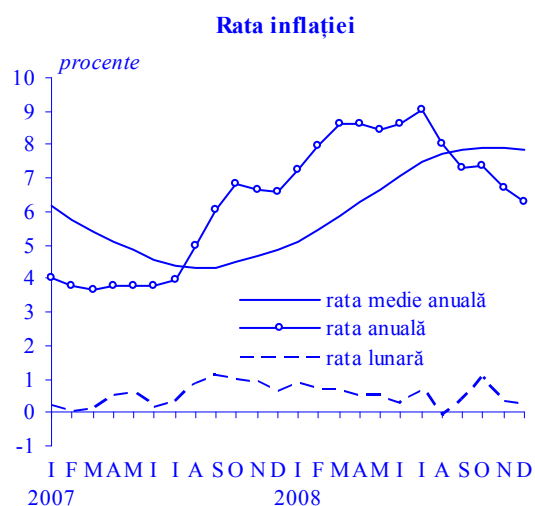
Principala contribuție la decelerarea ratei anuale a inflației pe parcursul trimestrului IV 2008 (-1 punct procentual față de luna septembrie) a revenit prețurilor volatile, chiar dacă amplitudinea ajustării (-5,43 puncte procentuale) a fost inferioară celei observate în trimestrul precedent. Din perspectiva contribuției la atenuarea inflației totale, se remarcă în cadrul acestei grupe deplasarea accentului de la produsele alimentare la combustibili, semnalele tot mai clare de restrângere a activității în principalele economii ale lumii determinând scăderea precipitată a prețului petrolului pe piața internațională. În plus, reluarea tendinței de depreciere a monedei naționale și pierderile generate în cazul legumelor de răcirea bruscă a vremii au inhibat aportul anterior favorabil al produselor alimentare cu prețuri volatile (+1,5 puncte procentuale comparativ cu finele trimestrului III).

În ceea ce privește prețurile administrate, modificarea intervenită în dinamica anuală a fost marginală: -0,3 puncte procentuale, până la 7,4 la sută în luna decembrie. În plus, spre deosebire de celelalte trimestre ale anului, marcate de multiple inversări de tendință, evoluția din cadrul trimestrului IV a fost relativ staționară, accelerările de ritm asociate majorărilor de preț la energia termică (+7,52 la sută în luna noiembrie comparativ cu luna anterioară) și servicii de telefonie (componentă ancorată la cursul de schimb) fiind contrabalansate de accentuarea deflației în cazul medicamentelor și de atenuarea ratei de creștere a tarifelor pentru transport urban și servicii comunale; în același context, nu este



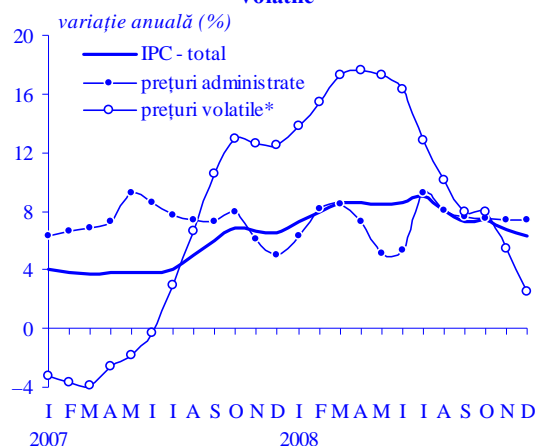
Notă: Lățimea intervalului de variație este de  $\pm 1$  punct procentual

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

### Rata inflației, prețurile administrate și prețurile volatile



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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere					
variație anuală (%); sfârșitul perioadei					
	2007	2008			
	IV	I	II	III	IV
<b>Rata inflației</b>	<b>6,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>
<b>Prețuri administrate*</b>	<b>5,0</b>	<b>8,5</b>	<b>5,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>
<b>1. Mărfuri</b>					
<b>nealimentare**:</b>	<b>0,5</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>
energie electrică	4,2	4,2	0,0	4,5	4,5
energie termică	5,8	5,9	6,0	6,0	10,1
gaze naturale	0,0	12,4	12,4	26,5	22,0
medicamente	-6,7	-4,2	-3,5	-1,5	-2,5
<b>2. Servicii*, din care:</b>	<b>13,2</b>	<b>16,7</b>	<b>10,4</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>
apă, canal, salubritate	12,0	12,0	11,1	12,6	12,6
telefonie fixă	3,4	10,4	13,3	-0,3	2,1
transport de călători pe calea ferată	27,4	16,5	8,1	0,0	0,0
transport urban (de călători)	7,5	11,1	9,1	9,1	8,1
<b>Prețuri libere (CORE1)</b>	<b>7,0</b>	<b>8,6</b>	<b>9,5</b>	<b>7,1</b>	<b>5,9</b>
<b>CORE2**</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>
CORE2 exclusiv tutun și băuturi alcoolice	5,5	6,8	8,0	6,7	6,3
tutun și băuturi alcoolice	10,0	9,0	9,2	8,7	11,0

\*) calcule BNR; \*\*) CORE1 - prețuri volatile

Sursa: INS, calcule BNR

lipsită de importanță nici stagnarea prețurilor pentru energie electrică, gaze naturale, transport feroviar și a chiriilor.

Inflația anuală CORE2 a avut o evoluție inegală pe parcursul trimestrului IV, progresul dezinflației (0,2 puncte procentuale) fiind net inferior celui observat în intervalul precedent (1,2 puncte procentuale). Mai mult, în condițiile în care efectele pozitive manifestate la nivelul prețurilor de consum în ultima parte a anului 2008 au fost localizate cu precădere la nivelul componentei volatile și al celei administrate, inflația de bază din luna decembrie a depășit cu 0,4 puncte procentuale în termeni anuali inflația totală. O contribuție semnificativă la *pattern*-ul și amplitudinea CORE2 a revenit deprecierei monedei naționale, principala grupă afectată fiind cea a serviciilor libere (mai ales telefonie mobilă, alimentația publică, serviciile de igienă și cosmetică, culturale și turistice), cu o dinamică anuală în creștere de la 7 la sută în luna septembrie la 8,3 la sută în luna decembrie.

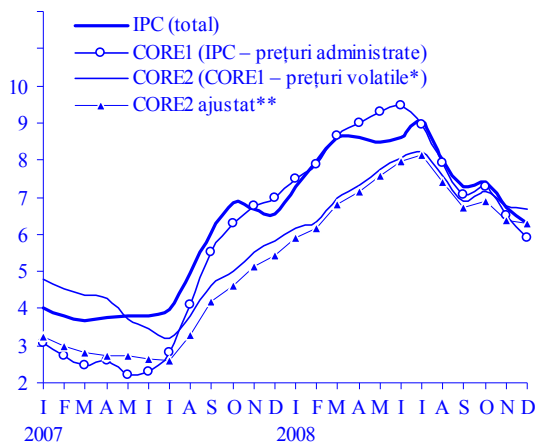
La nivelul mărfurilor nealimentare incluse în CORE2, dinamizarea ratei anuale de creștere cu 0,8 puncte procentuale (până la 5,9 la sută în luna decembrie) s-a datorat în special majorării prețurilor produselor din tutun, operate de producătorii de profil în anticiparea actualizării în luna ianuarie 2009 a cursului de schimb folosit pentru calculul accizei. Eliminând această influență, dinamica anuală aferentă componentei nealimentare a inflației de bază s-a majorat pe parcursul trimestrului IV cu numai 0,4 puncte procentuale, atingând 4,2 la sută la finele anului. Similar grupei serviciilor libere, deprecierea monedei naționale a constituit principalul factor explicativ al accelerării de ritm, însă influența acestuia a fost parțial contracarată de: (i) efectul diminuării cererii, vizibil mai ales pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată, pe fondul înăsprii condițiilor de creditare și al deteriorării perspectivei pe piața muncii, dar și de (ii) încetinirea ritmului de creștere a prețurilor externe, atât în cazul produselor finite, cât și în cel al materiilor prime – cu impact direct asupra dinamicii prețurilor de producție interne. Anticipațiile operatorilor economici<sup>2</sup> cu privire la restrângerea activității și, în consecință, la temperarea vitezei de creștere a prețurilor practicate au reprezentat un factor suplimentar de limitare a dinamicii prețurilor mărfurilor nealimentare cuprinse în CORE3 (situată în luna decembrie cu 2,1 puncte procentuale atât sub media subgrupeii, cât și sub inflația totală).

Influența fluctuațiilor cursului de schimb a fost mai puțin evidentă în cazul mărfurilor alimentare din cadrul CORE2, variația anuală a acestor prețuri plasându-se pe o traiectorie constant descendentă – de la 8,6 la sută în septembrie la 6,9 la sută în decembrie.

<sup>2</sup> Conform sondajului realizat de INS/DG ECFIN în industrie, comerț și servicii.

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

variație anuală (%)



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

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

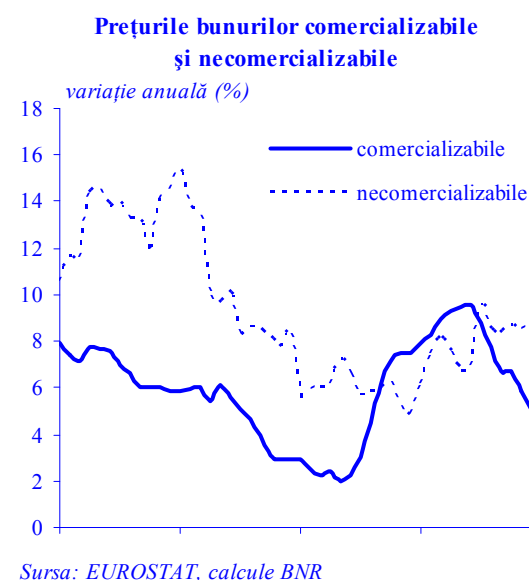
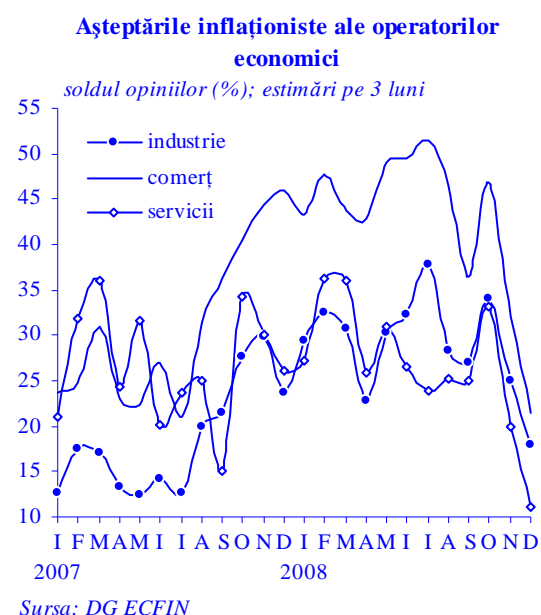
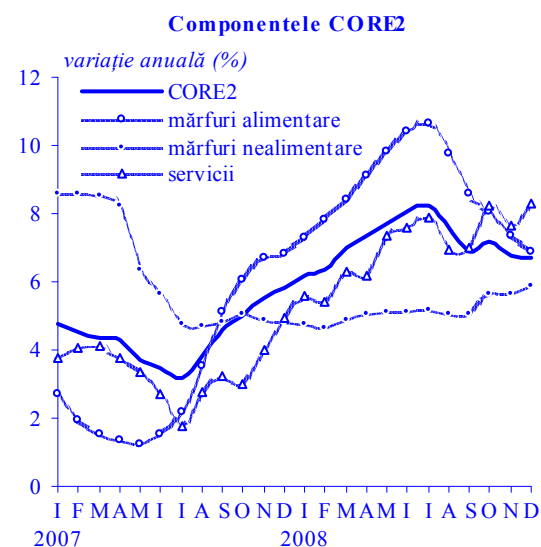
Sursa: INS, calcule BNR

Principala excepție o reprezintă prețul zahărului, materia primă utilizată de capacitățile de rafinare interne provenind cu precădere din import. Fără a exclude influența deprecierei leului, în cazul produselor de origine animală (carne, lapte și derivate) au predominat dificultățile producătorilor, confrunțați cu scăderea efectivelor de animale și cu majorarea costurilor de operare.

Din perspectiva presiunilor concurenței internaționale, tendința prețurilor produselor comercializabile a fost imprimată de aceleași două componente (produse agroalimentare și combustibili), care au marcat (într-un sens sau altul) evoluția acestui segment începând cu semestrul II 2007. Astfel, detensionarea în continuare a pieței externe a petrolului și disiparea constrângerilor de natura ofertei în cazul materiilor prime agricole au generat încetinirea cu încă 0,6 puncte procentuale a dinamicii anuale a prețurilor, până la 5,1 la sută în luna decembrie. În privința bunurilor necomercializabile, rata anuală de creștere a prețurilor s-a plasat pe o traiectorie ușor ascendentă, avansul de 0,4 puncte procentuale (până la 8,8 la sută la finele anului) reflectând sensibilitatea pronunțată a tarifelor serviciilor la variația cursului de schimb.

Decalajul dintre media anuală a IAPC în România și cea înregistrată de UE27 s-a situat la sfârșitul anului 2008 la un nivel similar celui din luna septembrie (4,2 puncte procentuale), iar comparația cu media celor mai performante trei state membre relevă chiar o ușoară adâncire a acestuia (+0,1 puncte procentuale față de septembrie, până la 5,3 puncte procentuale), în condițiile în care presiunea exercitată de o parte dintre factorii determinanți ai inflației (cursul de schimb, costul unitar cu forța de muncă și anticipațiile inflaționiste) a fost mai pronunțată în cazul României.

La finele anului 2008, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,4 puncte procentuale sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie. Deviația s-a datorat practic decelerării mai pronunțate a ritmului anual de creștere a prețului combustibililor (cu 8,4 puncte procentuale), ca urmare a scăderii rapide a prețului petrolului pe piețele externe. În ceea ce privește celelalte componente, o abatere moderată s-a înregistrat în cazul inflației CORE2 (+0,4 puncte procentuale), în principal datorită unei depreciere a leului superioare celei luate în calcul la realizarea proiecției, în timp ce în cazul prețurilor administrate și al prețurilor volatile ale produselor alimentare (legume, fructe, ouă) s-au înregistrat deviații nesemnificative.



### III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

#### 1. Cererea și oferta

În trimestrul III 2008, dinamica anuală a PIB real s-a menținut deosebit de alertă (+9,1 la sută<sup>3</sup>), fiind însă inferioară nivelului din intervalul precedent și proiecției benchmark formulate în luna septembrie (cu 0,2 și respectiv 0,6 puncte procentuale). În pofida ratei ridicate de creștere a PIB, analiza în structură relevă evoluții nesatisfăcătoare atât pe partea cererii, cât și pe cea a ofertei.

##### 1.1. Cererea

Absorbția internă și-a consolidat poziția de motor al creșterii economice, însă segmentul responsabil pentru această evoluție a fost cererea de consum, care a înregistrat cea mai rapidă rată de creștere începând din anul 1999<sup>4</sup> (13,7 la sută). În schimb, formarea brută de capital fix, deși în continuare cel mai dinamic segment al cererii agregate, a cunoscut o nouă temperare de ritm (de la 30 la sută la 24,3 la sută), iar avansul exporturilor de bunuri și servicii (17,4 la sută) a reprezentat doar două treimi din cel aferent perioadei anterioare.

##### 1.1.1. Cererea de consum

Creșterea aportului adus de consumul final la creșterea PIB a fost susținută în principal de componenta privată (+14,6 la sută), consumul guvernamental înregistrând o dinamică net inferioară (+4,9 la sută).

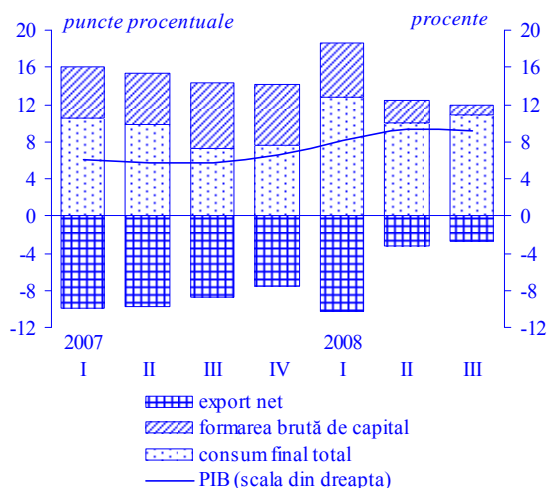
##### Cererea de consum a populației

Rata anuală de creștere a consumului final efectiv al populației s-a majorat cu 2,4 puncte procentuale în comparație cu trimestrul II, traiectorie indusă îndeosebi de segmentele „autoconsum și cumpărări de pe piața țărănească” și „alte consumuri” (în cel de-al doilea caz, contribuția decisivă a venit industriei casnice). Explicația este dată de dinamica explozivă a producției agricole (atribuită atât rezultatelor bune din anul 2008, cât și bazei modeste de comparație), ritmurile de creștere aferente celor două componente menționate anterior ajungând la 23,5 la sută (nivel fără precedent pentru seria trimestrială a PIB, de peste 6 ori mai înalt comparativ cu intervalul precedent) și respectiv la 6,1 la sută (față de -18,9 la sută în trimestrul II).

<sup>3</sup> În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ratele de creștere exprimă variații anuale de volum.

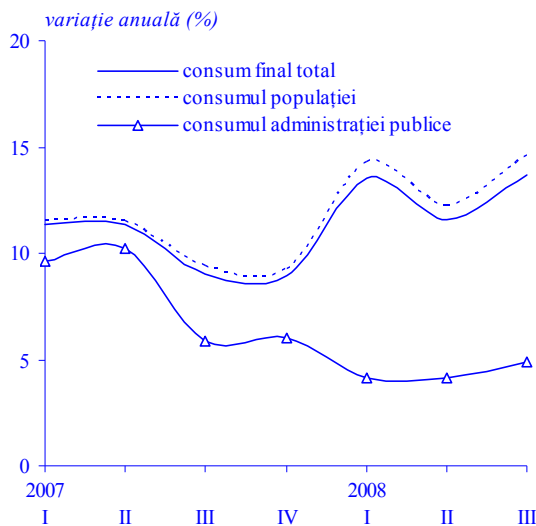
<sup>4</sup> Primul an al seriei de indici anuali de volum ai PIB, cu frecvență trimestrială.

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv



Sursa: INS

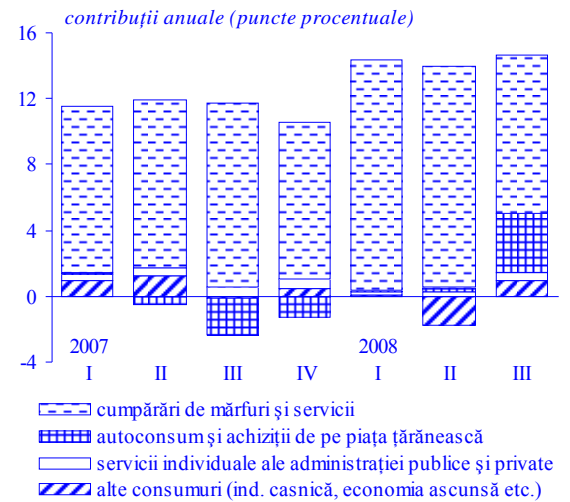


În ceea ce privește achizițiile de bunuri și servicii din rețeaua comercială, dinamica anuală s-a temperat cu 2 puncte procentuale, însă rămâne în continuare robustă (aproape 17 la sută). În plus, această evoluție nu indică o reducere a presiunii asupra indicelui prețurilor de consum – analiza pe grupe de mărfuri a volumului cifrei de afaceri înregistrate de operatorii comerciali în trimestrul III relevă faptul că ușoara atenuare de ritm s-a datorat bunurilor de folosință îndelungată, în timp ce pe segmentul bunurilor de uz curent nu s-au observat semne de decelerare – în cadrul acestei grupe, dinamica aferentă comerțului cu amănuntul cu bunuri alimentare, băuturi și tutun, categorie care reprezintă aproximativ 47 la sută<sup>5</sup> din coșul de consum al populației, a marcat chiar un ușor avans față de nivelul mediu din trimestrul II (+12,9 la sută în termeni anuali), semnale de detensionare a cererii pe acest segment sesizându-se abia în ultimul trimestru al anului (media aferentă lunilor octombrie-noiembrie a fost de 9,2 la sută).

Analiza consumului privat din perspectiva modalităților de finanțare relevă posibilă consolidare a poziției de principală sursă deținută de venitul disponibil al populației<sup>6</sup>, în condițiile în care, pe de o parte, acest indicator a continuat să înregistreze un ritm real deosebit de ridicat (peste 19 la sută), iar pe de altă parte, apelul la fonduri împrumutate a scăzut substanțial – traiectorie sugerată de: (i) o nouă încetinire a dinamicii aferente soldului creditului de consum acordat de băncile comerciale (vizibilă mai ales pe segmentul creditului în valută), ca urmare a creșterii ratei dobânzii și a deprecierei monedei naționale; (ii) restrângerea cererii pentru finanțarea achizițiilor de autoturisme în sistem *leasing*, un impuls în acest sens fiind dat de modificarea, la 1 iulie 2008, a taxei de primă înmatriculare.

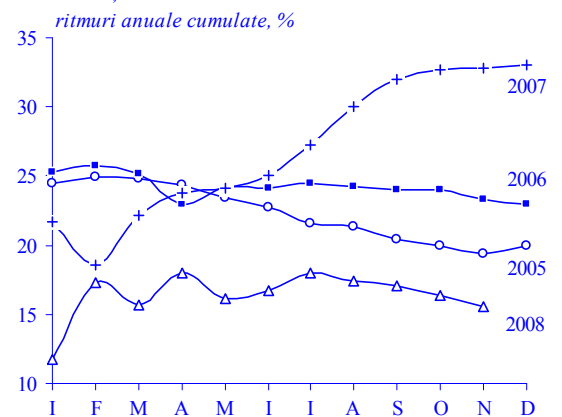
Din punct de vedere al piețelor de proveniență, datele statistice disponibile indică menținerea pe trend ascendent a înclinației către bunurile de consum din import – în pofida încetărilor de ritm înregistrate de volumul acestora<sup>7</sup> atât în cazul bunurilor de uz curent, cât și în cel al principalelor categorii de bunuri de folosință îndelungată, dinamica anuală a rămas mai alertă decât cea aferentă volumului cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne. Cu toate acestea, nu pot fi ignorate nici dublarea ratei anuale de creștere a ofertei autohtone pe segmentul bunurilor de

### Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

### Comerțul cu amănuntul cu bunuri de uz curent\*



\*) volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul cu alimente, băuturi, tutun, medicamente și cosmetice, confecții și încălțăminte, carburanți, comerț prin corespondență, automate, standuri în piețe

Sursa: INS, calcule BNR

<sup>5</sup> Ponderea este calculată pentru trimestrul III 2008 și corespunde clasificării standard pe destinații a cheltuielilor de consum (COICOP).

<sup>6</sup> Venitul disponibil al populației este aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la rezidenți.

<sup>7</sup> Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, deflate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.

uz curent (până la 7 la sută) și nici ritmul destul de ridicat, deși în decelerare, al cifrei de afaceri aferente producției de bunuri durabile destinate pieței interne (13,4 la sută). În privința achizițiilor auto, revigorarea observată în trimestrul III la încasările din producția locală de autovehicule (+4,2 la sută, față de -5,7 la sută în intervalul precedent) nu a putut împiedica restrângerea în continuare a cotei de piață a produselor de fabricație românească, atribuită în bună măsură expansiunii vânzărilor de mașini *second hand*<sup>8</sup>.

### **Cererea de consum guvernamental**

Consumul final guvernamental s-a majorat cu 4,9 la sută, traiectorie asociată efectuării de noi angajări de personal în sectorul administrației publice.

### **Evoluții bugetare**

Deficitul bugetului general consolidat a continuat să se adâncească în trimestrul III, însă relativ mai lent, astfel încât la finele primelor nouă luni ale anului a atins o valoare de circa 7 170 milioane lei, care reprezintă aproximativ 1,4 la sută din PIB proiectat pentru anul 2008 și aproape două treimi din deficitul anual programat<sup>9</sup>. Decalajul negativ înregistrat între veniturile și cheltuielile bugetare la sfârșitul primelor trei trimestre din 2008 este cel mai pronunțat din ultimii ani, mărimile relative ale soldurilor bugetare consemnate în perioada similară a anilor 2004-2007 variind între -0,2 și +1,7 la sută din PIB.

Deficitul bugetului general consolidat s-a cifrat în trimestrul III la circa 1 980 milioane lei, în condițiile în care ambele componente ale balanței consolidate au înregistrat o temperare a ritmurilor anuale de creștere. Astfel, dinamica veniturilor bugetare s-a redus de la 13 la 10 la sută, pe seama declinului ritmului de creștere a accizelor, taxelor vamale și veniturilor nefiscale – care au atins în acest interval valori negative –, precum și a pierderii de ritm aferente încasărilor din contribuțiile de asigurări sociale de stat. În același timp, dinamica cheltuielilor publice s-a diminuat de la 27 la 21 la sută, în contextul în care cheltuielile cu bunuri și servicii și toate categoriile de transferuri și-au încetinit ritmul de creștere.

Deficitul lunar al bugetului general consolidat și-a accentuat însă tendința de adâncire în octombrie, mărimea lui relativă (circa 0,2 la sută din PIB) fiind dublă comparativ cu cea consemnată în aceeași perioadă a anului anterior. În aceste condiții, în primele

---

<sup>8</sup> În primele 9 luni ale anului 2008, numărul înmatriculărilor de autoturisme rulate a fost aproape dublul celui din perioada corespunzătoare a anului anterior, conferind acestui segment o creștere substanțială de cotă în detrimentul autoturismelor noi (până la circa 40 la sută).

<sup>9</sup> Acesta a fost menținut la 2,3 la sută din PIB la cea de-a patra rectificare bugetară efectuată în luna noiembrie.



zece luni ale anului, bugetul general consolidat a înregistrat un sold cumulat negativ de peste 8 100 milioane lei (circa 1,6 la sută din PIB proiectat pentru acest an), contrastând cu surplusul de circa 0,1 la sută din PIB, consemnat în intervalul corespunzător al anului precedent. Cele mai recente estimări ale cifrelor de execuție pentru luna noiembrie indică o relaxare fiscală și mai amplă, deficitul bugetului general consolidat ajungând la finele acestei luni în jurul valorii de 2,9 la sută din PIB.

În ultima parte a lunii noiembrie s-a efectuat cea de-a patra rectificare bugetară din acest an, prin care s-a realizat o redistribuire de fonduri între ordonatorii principali de credite și o majorare a sumelor defalcate de la bugetul de stat către bugetele locale, în condițiile menținerii la nivelul de 2,3 la sută din PIB a țintei de deficit pentru anul 2008.

### 1.1.2. Cererea de investiții

Decelerarea dinamicii anuale consemnate de formarea brută de capital fix (cu 5,7 puncte procentuale, până la 24,3 la sută) a fost atribuită tuturor categoriilor majore de cheltuieli.

- (i) Achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții) au consemnat o nouă încetinire de ritm, avansul din trimestrul III (15,1 la sută) reprezentând mai puțin de jumătate din performanța aferentă primului trimestru al anului și generând coborârea la cel mai scăzut nivel din ultimii doi ani a contribuției acestui segment la creșterea cheltuielilor totale de investiții (6 puncte procentuale).
- (ii) O decelerare a fost consemnată și de volumul lucrărilor de construcții noi și reparații capitale (până la circa 28 la sută). Chiar dacă panta traiectoriei a fost mai puțin abruptă comparativ cu cea corespunzătoare achizițiilor de utilaje, comprimarea puternică înregistrată în mod constant de volumul comenzilor noi pe tot parcursul anului 2008 sugerează diminuarea efortului investițional pe acest segment în perioada următoare.
- (iii) Poziția „alte investiții” a înregistrat din nou dinamica cea mai alertă (36,7 la sută), însă și în acest caz s-a observat o încetinire de ritm, asociată probabil reducerii numărului de tranzacții pe piața imobiliară.

Acumulările de capital au continuat să fie finanțate în principal din veniturile proprii ale companiilor și ale populației. Merită de asemenea menționat aportul în creștere al resurselor guvernamentale, sugerat de intensificarea puternică a ritmului real de creștere a cheltuielilor de capital de la bugetul public (până la 61 la sută, față de circa 35 la sută în intervalul precedent).

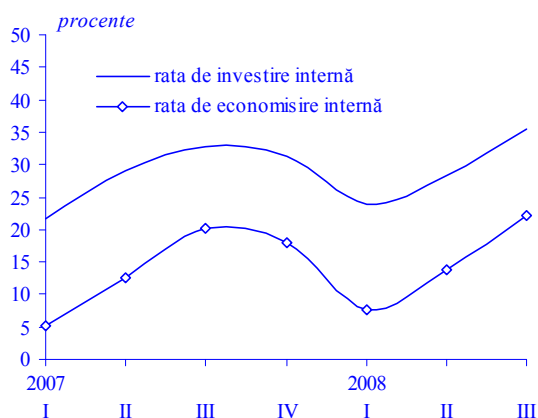
#### Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
<b>Total</b>	2007	22,8	28,3	31,9	29,5
	2008	34,9	30,0	23,6	
- lucrări de construcții noi	2007	27,9	32,8	38,9	26,4
	2008	32,5	34,8	27,9	
- utilaje	2007	19,0	22,7	25,3	32,1
	2008	35,5	23,8	15,1	
- alte cheltuieli*	2007	20,3	48,5	24,3	29,8
	2008	49,1	45,2	36,7	

\*) plantații de vii, pomi, împăduriri, cumpărări de animale, servicii legate de transferul de proprietate asupra mijloacelor fixe existente și terenurilor preluat cu plată de la alte unități sau de la populație

Sursa: INS

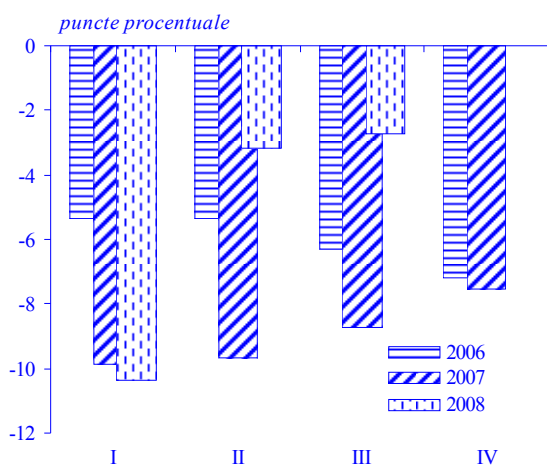
### Rata de investire și rata de economisire



Notă: Rata de investire internă este calculată ca raport între formarea brută de capital și PIB, iar rata de economisire internă este calculată ca diferență între PIB și consum final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR

### Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Din perspectiva resurselor împrumutate, trimestrul III a marcat menținerea trendului descendent al dinamicii creditului bancar<sup>10</sup>. Evoluția este vizibilă în cazul ambelor obiective majore de investiții. Astfel, la nivelul perioadei analizate, ritmul mediu de creștere a împrumuturilor pentru achiziții de echipamente (8 la sută) a reprezentat mai puțin de jumătate din nivelul trimestrului anterior și doar o cincime din cel înregistrat în perioada corespunzătoare din anul 2007. În privința creditului imobiliar, deși soldul aferent și-a păstrat dinamica anuală alertă (52,2 la sută în trimestrul III), nu poate fi ignorată comprimarea trimestrială a acestuia înregistrată sistematic de la începutul anului (cu un ritm mediu de circa 9 la sută).

Și piața locală de *leasing* s-a înscris pe o traiectorie descrescătoare, mai accentuată pe segmentul imobiliar (ca urmare a deciziilor de amânare sau chiar anulare a proiectelor de investiții de tip *greenfield*). Pe segmentul auto, declinul suferit de finanțarea achizițiilor de autoturisme a fost parțial compensat de interesul în creștere pentru investiții în vehicule comerciale, în timp ce portofoliul pentru echipamente a fost stabil, potrivit estimărilor formulate de operatorii de profil.

Apelul la resurse externe<sup>11</sup> pentru finanțarea proiectelor de investiții a continuat să se tempereze, în condițiile în care fluxul aferent creditelor nete pe termen mediu și lung acordate sectorului neguvernamental nebancaar a consemnat o nouă încetinire de ritm (până la 30,7 la sută), iar fluxul net sub forma investițiilor străine directe efectuate de nerezidenți și-a accelerat panta descendentă (-14 la sută).

Analiza pe piețe de proveniență a cererii de bunuri de capital indică o posibilă accentuare a înclinației către produsele de fabricație autohtonă. Concluzia are la bază frânarea puternică a ratei anuale de creștere aferente volumului importurilor<sup>7</sup> la principalele categorii de bunuri de investiții și extinderea mult mai rapidă a volumului cifrei de afaceri pentru producția industrială destinată pieței interne de profil (+14 la sută, nivel ușor superior celui din trimestrul II).

#### 1.1.3. Cererea externă netă

În trimestrul III au fost înregistrate încetiniri de ritm atât în cazul exporturilor, cât și în cel al importurilor de bunuri și servicii (până la 17,4 la sută, respectiv 18,7 la sută). În consecință, contribuția cererii externe nete la creșterea PIB și-a menținut semnul negativ (-2,7 puncte procentuale).

<sup>10</sup> Variații în termeni reali, calculate pe baza datelor furnizate de Centrula Riscurilor Bancare.

<sup>11</sup> Calcule pe baza datelor din balanța de plăți; ritmuri medii pe ultimele patru trimestre (*rolling basis*).

Trebuie totuși precizat faptul că în versiunea preliminară a conturilor naționale, pentru determinarea variațiilor în termeni reali se utilizează estimări ale deflatorilor. Indicii de volum ar putea fi însă supradimensionați, afirmație susținută de faptul că, în urma recalculării deflatorilor aferenți exporturilor și importurilor pe baza indicilor valorii unitare în comerțul internațional (IVU) și a evoluției cursului de schimb al monedei naționale, indicii de preț obținuți sunt superiori celor estimați<sup>12</sup>.

Frânări ale dinamicii anuale reale aferente celor două componente ale balanței comerciale s-au observat și în urma deflării cu IVU, volumul fizic avansând însă cu viteze sensibil inferioare celor estimate în cadrul conturilor naționale (12,1 la sută, respectiv 9,5 la sută).

Pe partea exporturilor, avantajul creat de deprecierea monedei naționale la vânzarea produselor autohtone pe piețele externe a fost anihilat de restrângerea cererii principalilor parteneri comerciali, temperările de ritm înregistrate în trimestrul III fiind mai pronunțate în cazul livrărilor de combustibili și de mijloace de transport; aporturi negative la dinamica volumului fizic al exporturilor au consemnat și metalele comune (inversare de semn a ritmului anual de creștere), dar și produsele industriei ușoare, care și-au menținut declinul (cu circa 15 la sută), în condițiile în care stoparea creșterii costului unitar cu forța de muncă în industria confecțiilor și a încălțăminteii nu a reușit să genereze câștiguri de competitivitate externă, date fiind scumpirea materiilor prime și concurența agresivă a importurilor.

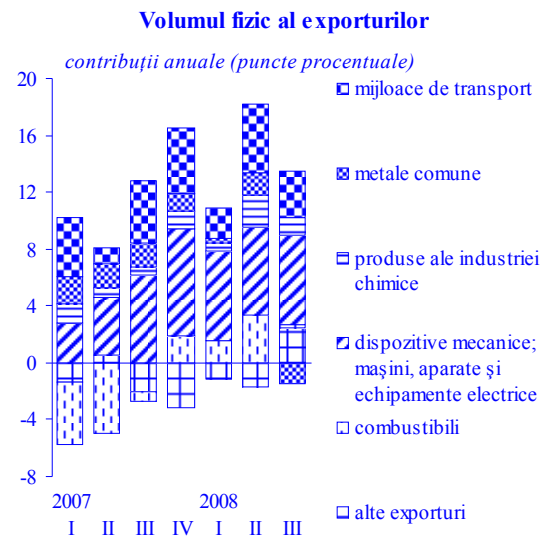
Decelerarea dinamicii volumului fizic al importurilor s-a produs pe fondul presiunii în scădere din partea cererii de bunuri de consum și de investiții, dar și a cererii de bunuri intermediare utilizate în producția pentru export. Merită însă din nou menționată influența efectului de bază asociat modificărilor intervenite începând cu data de 1 ianuarie 2007 în ceea ce privește formalitățile vamale și tehnica de înregistrare a importurilor din spațiul comunitar – la trecerea frontierei, renunțându-se la maniera înregistrării în momentul punerii în liberă circulație.

## 1.2. Oferta

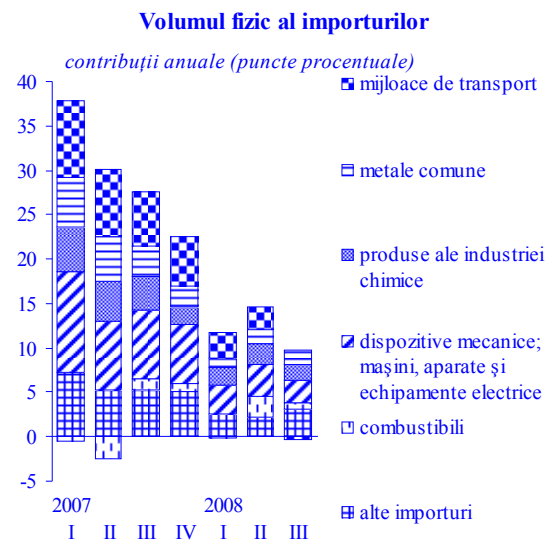
Ritmul alert de creștere economică din trimestrul III a fost susținut numai de agricultură și construcții. Situația nu este însă de natură să genereze semnale optimiste pentru evoluția viitoare a economiei, din următoarele motive:

- (i) rezultatele din agricultură sunt puternic dependente de factorii climaterici (creșterea cu 34,8 la sută a valorii adăugate brute

<sup>12</sup> În trimestrul III, indicii anuali ai valorii unitare în comerțul internațional au depășit 106 la sută atât în cazul exporturilor, cât și în cel al importurilor, iar moneda națională s-a depreciat cu 9,6 la sută în raport cu euro.



Sursa: INS, calcule BNR



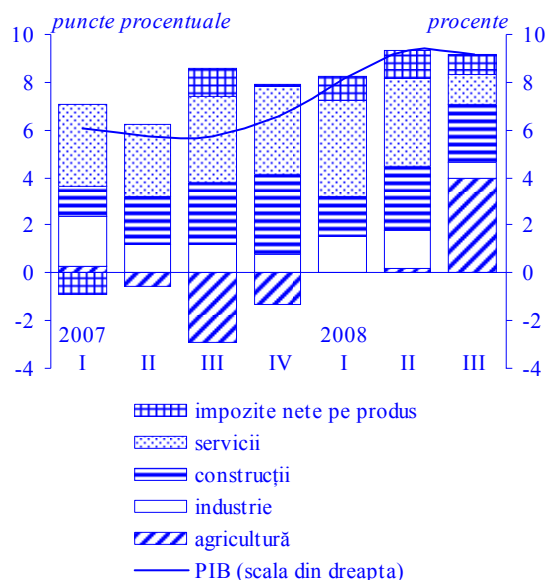
Sursa: INS, calcule BNR

în trimestrul III s-a datorat atât condițiilor meteorologice favorabile din anul 2008, cât și efectului de bază asociat producției slabe din 2007 pe fondul secetei persistente);

(ii) în sectorul construcțiilor se conturează tot mai clar o perspectivă puțin favorabilă (chiar dacă deocamdată doar timid sugerată de încetinirea cu 5,3 puncte procentuale a dinamicii anuale a valorii adăugate brute în trimestrul III, până la +28,6 la sută), în condițiile în care volumul comenzilor s-a restrâns într-un ritm accelerat de la începutul anului, iar creditul imobiliar continuă să-și tempereze dinamica reală;

(iii) industria și serviciile – sectoarele cu cea mai mare contribuție la formarea PIB – au cunoscut în trimestrul III decelerări consistente ale ritmurilor anuale – până la 2,9 la sută și respectiv 2,7 la sută<sup>13</sup>, niveluri reprezentând mai puțin de jumătate din cele corespunzătoare intervalului precedent. În ceea ce privește industria, principalele ramuri de activitate au înregistrat fie încetiniri ale dinamicii producției (îndeosebi industria alimentară, chimie, mașini și echipamente), fie scăderi de volum (prelucrarea țețeiului, metalurgie, mașini și aparate electrice). Reducerea puternică a contribuției serviciilor la creșterea PIB (până la 1,3 puncte procentuale – cel mai scăzut nivel înregistrat din anul 2001) este atribuită pierderilor de ritm consemnate de toate cele trei componente (comerț și servicii de piață inclusiv transport, tranzacții financiare și imobiliare, servicii publice), ratele anuale de creștere fiind cuprinse între 1,4 și 3,9 la sută.

**Contribuția componentelor  
ofertei la dinamica PIB**



Sursa: INS, calcule BNR

## 2. Piața muncii

În perioada septembrie-noiembrie 2008 au devenit tot mai clare indiciile de relaxare a pieței muncii, dar tendința nu s-a regăsit în evoluția indicatorilor statistici, care s-au menținut la niveluri comparabile cu cele din prima parte a anului: rata șomajului înregistrat nu a depășit 4,1 la sută, iar ritmul de creștere a câștigurilor salariale a rămas deosebit de alert. Deteriorarea costului unitar cu forța de muncă în industrie s-a accentuat vizibil, deși conotația negativă a evoluțiilor este amplificată de discrepanța dintre indicatorii de activitate și cei de analiză a pieței muncii: restrângeri ale producției însoțite în multe cazuri de șomaj tehnic, fără impact asupra numărului de salariați.

<sup>13</sup> Calcule BNR, constând în agregarea indicilor de volum aferenți celor trei segmente ale sectorului „servicii”, și anume: (i) comerț, reparații auto și articole casnice, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații; (ii) activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi; (iii) alte servicii (administrație publică și apărare, învățământ, sănătate, asistență socială, alte servicii prestate populației).

## 2.1. Forța de muncă

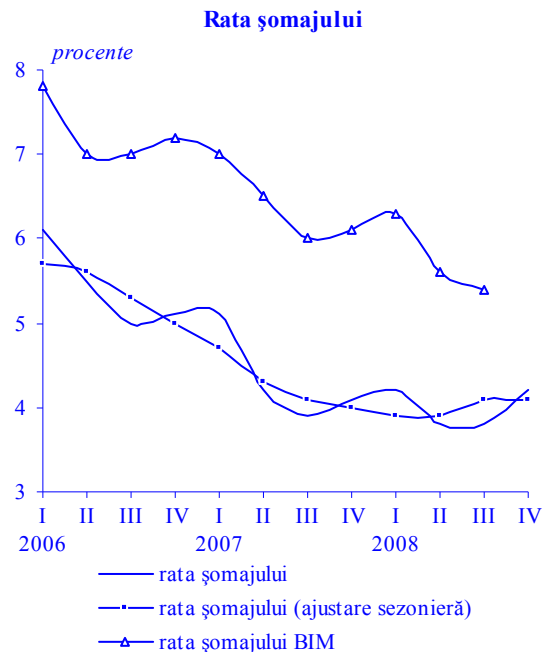
Semnalele de relaxare a pieței muncii s-au accentuat în perioada septembrie-noiembrie 2008, pe fondul anunțurilor tot mai frecvente de restrângere severă a activității în unele sectoare economice. Tendința nu se regăsește încă la nivelul cifrelor oficiale privind rata șomajului (valoarea ajustată sezonier nu a depășit 4,1 la sută), în principal datorită soluțiilor de ajustare a schemelor de personal pentru care au optat companiile de mari dimensiuni – șomaj tehnic, stoparea recrutărilor și decizia de neprelungire a contractelor de muncă încheiate pe perioadă determinată. Factori explicativi suplimentari constau în: (i) durata extinsă a formalităților necesare pentru efectuarea disponibilizărilor colective; (ii) posibilitatea întreruperii voluntare a contractelor de muncă, prin acordul părților, care este condiționată de acordarea unor pachete salariale compensatorii; în acest caz este posibil ca fostul angajat să amâne temporar formalitățile de înscriere în șomaj datorită confortului material imediat. Indicii privind comprimarea cererii de forță de muncă se regăsesc și în statisticile ANOFM cu privire la fluxul net al șomerilor, care s-a plasat pe o traiectorie constant ascendentă începând cu luna iulie, întrerupând trendul descrescător al ultimilor doi ani.

Potrivit datelor ANOFM, numărul concedierilor a crescut în perioada septembrie-noiembrie cu aproximativ o treime față de perioada similară din anul anterior (cu un maximum de 16,8 mii persoane atins în luna noiembrie); cele mai frecvente anunțuri de închidere a unor capacități de producție provin din sectorul industrial și cu deosebire din ramuri în care exportul deține o pondere importantă în producție: industria petrochimică, metalurgie și construcții metalice, mijloace de transport rutier și componente auto, mașini, echipamente și aparate electrice. Dat fiind gradul relativ ridicat de specializare a acestor segmente industriale, reangajarea sau reconversia profesională a celor disponibilizați este dificilă.

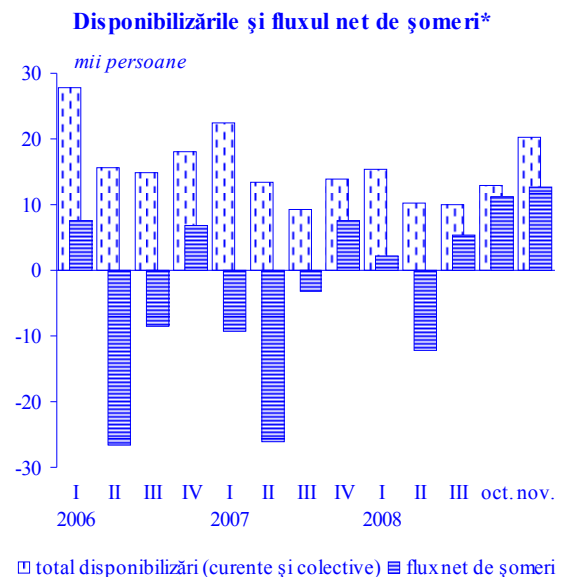
## 2.2. Venituri

În pofida indiciilor de relaxare conturate pe piața muncii în intervalul septembrie-noiembrie, dinamica anuală a câștigurilor salariale nete a rămas deosebit de alertă (22,8 la sută), scăderea comparativ cu media lunilor ianuarie-august (-1,1 puncte procentuale) fiind generată de manifestarea unui efect de bază la nivelul sectorului bugetar și de decelerările consemnate în construcții și agricultură (până la 4,5 puncte procentuale). În industrie și servicii nebugetare s-au înregistrat în continuare accelerări ale dinamicii.

La menținerea nivelului ridicat al ratelor de creștere a câștigurilor salariale a contribuit aplicarea în luna octombrie a celei de-a doua etape de majorare a salariilor din sectorul bugetar (în medie, cu 10,2 la sută, procent inferior celui din octombrie 2007); efectul intrării în vigoare, de la aceeași dată, a noului salariu minim pe

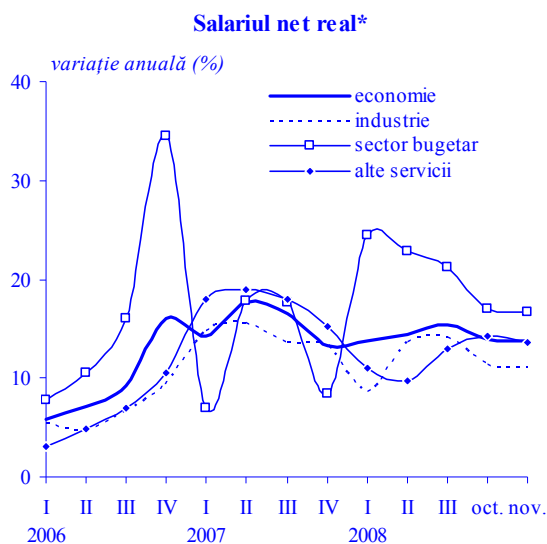


Sursa: INS, calcule BNR



\* calculat ca diferență dintre intrările în șomaj și ieșirile din rândul șomerilor

Sursa: ANOFM, calcule BNR



\*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

**Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie**

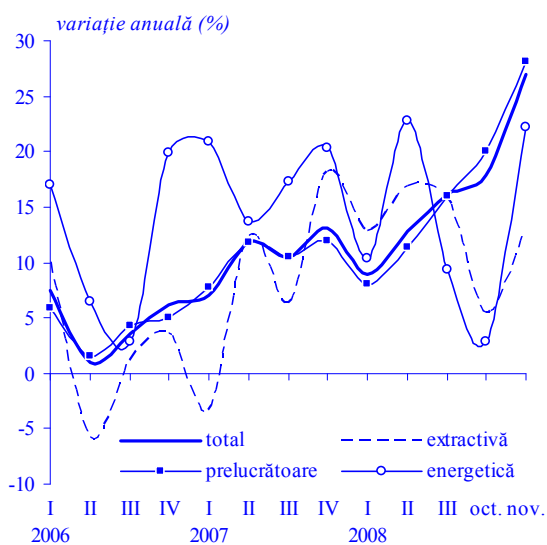
	variație anuală (%)						
	2007		2008				
	III	IV	I	II	III	oct.	nov.
Productivitatea muncii	9,4	8,6	8,8	10,3	6,2	1,1	-6,9
Salariul mediu brut real*	13,2	12,3	4,5	7,7	4,4	3,6	6,5
Salariul mediu brut real**	17,1	12,4	-0,02	0,4	-2,1	-3,3	3,4

\*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

\*\*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața externă

Sursa: INS, calcule BNR

**Costul unitar cu forța de muncă în industrie**



Sursa: INS, calcule BNR

economie (540 lei, în creștere de la 500 lei în intervalul ianuarie-septembrie) poate fi considerat neglijabil, în condițiile în care segmentul direct afectat reprezintă sub 2 la sută din numărul total de salariați<sup>14</sup>, iar schimbarea previzibilă a condițiilor pe piața muncii pune sub semnul întrebării propagarea – oricum limitată – la nivelul treptelor superioare de salarizare.

Ratele de creștere a salariului net în termeni reali au rămas consistente (14,6 la sută la nivel agregat), majorându-se chiar cu 0,2 puncte procentuale, pe fondul atenuării tendinței ascendente a prețurilor de consum.

Deteriorarea costului unitar cu forța de muncă în industrie, fenomen care a marcat constant piața muncii începând cu mijlocul anului 2006, s-a accentuat vizibil în perioada analizată (+9,7 puncte procentuale în cazul industriei prelucrătoare), însă nu poate fi ignorată influența fals agravantă exercitată de discrepanța dintre evoluția indicatorilor de activitate (ajustarea producției la nivelul cererii prin închiderea unor capacități) și cea a indicatorilor privind forța de muncă (apelul la șomaj tehnic, fără impact asupra numărului de salariați sau șomeri). Cu toate acestea, chiar în condițiile manifestării distorsiunii menționate, amplitudinea variației înregistrate la nivelul fiecărei ramuri poate fi considerată un indiciu al severității dificultăților întâmpinate. Astfel, măsuri de ajustare a dimensiunii și/sau a costului forței de muncă sunt foarte probabile în industria construcțiilor metalice, industria textilă, industria mobilei, metalurgie, prelucrarea cauciucului, industria altor mijloace de transport rutier, indicele anual al costului unitar cu forța de muncă înregistrat în perioada septembrie-noiembrie 2008 plasându-se cu 18-50 puncte procentuale peste media intervalului ianuarie-august.

Pe partea cererii, în trimestrul III 2008 nu s-au produs modificări notabile în ceea ce privește presiunile exercitate de venitul disponibil, dinamica anuală a indicatorului rămânând la un nivel comparabil cu cel din trimestrul precedent (19,4 la sută în termeni reali). Ritmuri reale de creștere marginal superioare celor din perioada anterioară (cu circa 1 punct procentual) au înregistrat veniturile salariale și remitențele din străinătate, transferurile sociale consemnând o decelerare de peste 4 puncte procentuale. În perioada octombrie-noiembrie, au apărut unele indicii privind o posibilă schimbare de tendință la nivelul transferurilor din străinătate, ritmul anual aferent acestei componente a venitului disponibil devenind pronunțat negativ (-15,5 la sută); o explicație probabilă o reprezintă deteriorarea situației curente și a expectațiilor asociate mediului economic în țările unde lucrătorii români au o pondere importantă. În cazul celorlalte două componente ale venitului disponibil, corecțiile au fost de mai mică amploare

<sup>14</sup> Conform cercetării statistice asupra salariilor în luna octombrie 2007 (INS).



(decelerări de până la 3 puncte procentuale), astfel că pe medie variația anuală reală a venitului disponibil a fost de 14,4 la sută.

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

În trimestrul III 2008, dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor industriale s-a plasat în continuare pe o traiectorie crescătoare, iar presiunile exercitate de inflația importată s-au accentuat atât ca urmare a mișcărilor de preț înregistrate pe piețele externe, cât și a deprecierei monedei naționale față de principalele valute. Un ritm anual ușor negativ au consemnat prețurile agricole, evoluția pozitivă limitându-se însă la segmentul cerealelor.

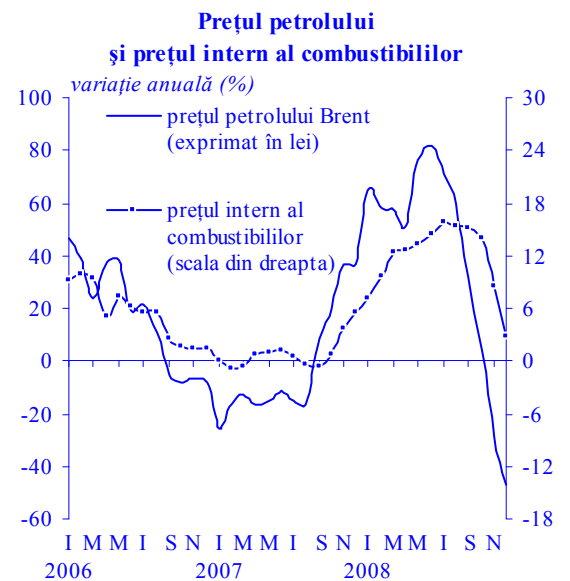
#### 3.1. Prețurile de import

Presiunile exercitate asupra prețurilor interne de inflația importată s-au intensificat în trimestrul III 2008, în condițiile majorării indicelui anual al valorii unitare a importurilor până la 106,9 la sută (+2,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior) și ale persistenței aportului nefavorabil al evoluției cursului de schimb.

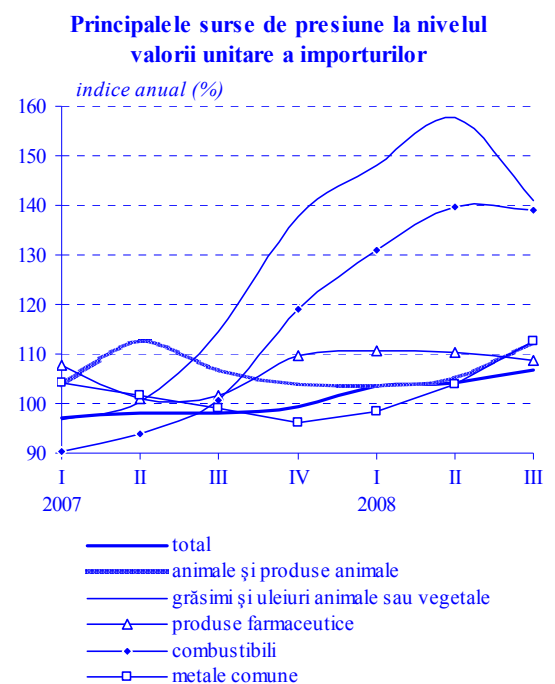
Înteruperea tendinței de apreciere a monedei naționale față de dolarul SUA (de la 4,2 la sută în trimestrul II la -1,2 la sută în perioada iulie-septembrie) a afectat cu precădere prețurile de import ale materiilor prime, atenuând influența pozitivă a relaxării observate pe piețele externe de profil începând cu luna august. Totuși, dat fiind că atât prețul petrolului, cât și cel al principalelor categorii de metale au atins maxime istorice pe parcursul trimestrului III, variațiile anuale ale valorii unitare a importurilor s-au menținut la niveluri consistente: 12,7 la sută în cazul metalelor (+8,8 puncte procentuale față de intervalul precedent) și 39 la sută în cazul combustibililor.

Mișcări de sens similar ale IVU s-au observat și pe relația cu Uniunea Europeană, chiar dacă nivelurile atinse în acest caz au fost mai mici (102,4 la sută, comparativ cu o medie de 100,6 la sută în primul semestru al anului). Tendința a fost confirmată de evoluția prețurilor producției industriale pentru piața externă la nivelul Uniunii Europene, segmentele implicate fiind cele ale bunurilor intermediare și de capital<sup>15</sup>.

Similar intervalelor precedente, prețurile externe ale bunurilor de consum au continuat să exercite presiuni importante, grupele cu contribuție la această tendință fiind carnea, fructele, alimentele procesate și unele produse ale industriei chimice (în principal



Sursa: INS, AIE, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>15</sup> Ritmul anual de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața externă în UE27 s-a majorat în trimestrul III 2008 cu 1,9 puncte procentuale în cazul bunurilor intermediare și cu 0,5 puncte procentuale în cazul celor de capital.

săpun, detergenți); în cazul cărnii, rata anuală de creștere a prețului extern a atins cel mai ridicat nivel din ultimii trei ani, depășind de aproape trei ori media importurilor (18,7 la sută). Fără a exercita presiuni suplimentare comparativ cu trimestrul II, variații anuale importante ale prețurilor de achiziție s-au consemnat și în cazul grăsimilor (+41,1 la sută) și al produselor farmaceutice (8,8 la sută).

Tendențele observate la nivelul prețurilor de import pe parcursul primelor trei trimestre par să se fi inversat în trimestrul IV 2008, ieftinirea sensibilă a materiilor prime fiind de natură a contracara efectul deteriorării suplimentare a poziției cursului de schimb față de principalele valute.

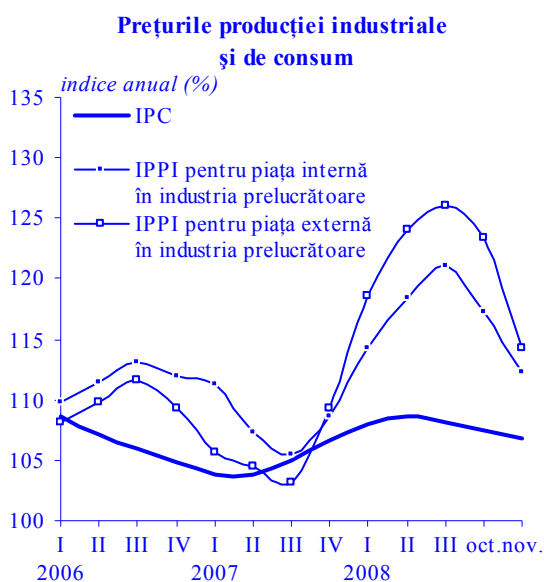
## 3.2. Prețurile de producție

### 3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul III 2008, variația anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a majorat cu 2,5 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent (până la 18,1 la sută), contribuția decisivă revenind industriei prelucrătoare, unde ritmul de creștere a atins 21,1 la sută. Costurile ridicate cu materia primă au continuat să reprezinte principalul factor de presiune, influența acestuia fiind mai pronunțată în lunile iulie și august, când prețurile resurselor energetice și ale metalelor au atins maxime istorice pe piețele internaționale.

În luna septembrie însă, dinamica anuală a prețurilor de producție din sectorul manufacturier s-a redus cu 1,7 puncte procentuale față de valoarea maximă atinsă în august (21,8 la sută), semnalele de relaxare apărute fiind rezultatul unui complex de factori interni și externi: (i) ieftinirea accelerată a prețului petrolului pe piețele internaționale a determinat reducerea cu peste 6 puncte procentuale a vitezei anuale de creștere a prețurilor de producție din ramura de prelucrare a țicleului; (ii) producția agricolă bună a condus la atenuarea presiunilor în cazul industriei alimentare. O mișcare de sens contrar s-a consemnat însă la nivelul industriei metalurgice, unde rata anuală de creștere a prețurilor de producție a continuat să se majoreze, ajungând la 45,6 la sută. O posibilă explicație constă în faptul că detensionarea piețelor externe ale metalelor s-a produs mai târziu, cu corecții de mai mică amploare, iar influența favorabilă a acestora a fost atenuată de aprecierea dolarului SUA.

Pe acest fond, la nivelul trimestrului III, cele mai importante accelerări de ritm (cu până la 5 puncte procentuale) au survenit în cazul bunurilor intermediare și al celor energetice (variații anuale de peste 20 la sută în ambele cazuri), ponderea dominantă a materiei prime în structura costurilor accentuând influența majorării prețurilor pe piețele de profil.



Sursa: INS



Variații anuale în creștere s-au consemnat și în cazul prețurilor de producție ale bunurilor de capital (+1,5 puncte procentuale, până la 12,6 la sută), în directă asociere cu evoluția prețurilor metalelor. Cu toate acestea, la nivelul trimestrului III 2008, traiectoria a fost imprimată numai de industria mijloacelor de transport nerutier, în principal pe seama efectului generat de caracteristicile ciclului de fabricație<sup>16</sup>. La nivelul principalelor industrii producătoare de bunuri de capital (mașini și aparate electrice, mijloace de transport rutier), ritmurile anuale consemnate de prețurile de producție s-au menținut la valori comparabile cu cele din trimestrul II 2008, ambele segmente confruntându-se cu semnale de temperare a cererii.

Bunurile de consum au reprezentat singura categorie în care nu au survenit accelerări ale dinamicii prețurilor de producție față de intervalul precedent (-0,1 puncte procentuale, până la 15 la sută). Tendința de aplatizare s-a conturat mai clar la nivelul evoluțiilor trimestriale (atenuare a variației medii de la 3,9 la sută în trimestrul II la 2,8 la sută) și s-a datorat în principal industriei alimentare, favorizată de redresarea producției agricole; în cazul bunurilor de folosință îndelungată, o contribuție este posibil să fi revenit ajustării marjelor de profit, în contextul deteriorării cererii.

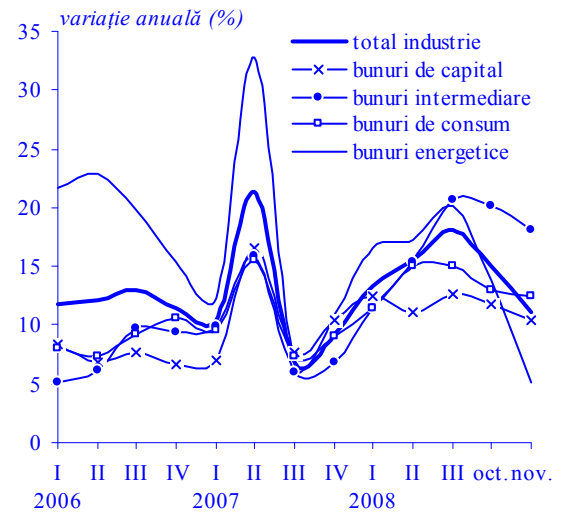
Ultimele luni ale anului par să fi păstrat panta descrescătoare pe care s-au înscris prețurile de producție pentru piața internă în luna septembrie, aportul favorabil al costurilor materiale fiind potențat de nevoia adaptării prețurilor la noile dimensiuni ale cererii; aceste influențe sunt probabil mai pronunțate în cazul bunurilor intermediare și al celor energetice, unde ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție au fost în ultimele două trimestre deosebit de alerte.

### 3.2.2. Prețurile producției agricole

În trimestrul III 2008, prețurile producției agricole și-au atenuat sensibil rata anuală de creștere (cu aproximativ 15 puncte procentuale față de trimestrul II), materializarea așteptărilor optimiste cu privire la noua recoltă agricolă conducând la o inversare de tendință în cazul prețurilor produselor vegetale (rată anuală de -0,7 la sută, comparativ cu +27,3 la sută în trimestrul anterior). Mișcarea a fost antrenată de grupa cerealelor, în care au predominat variațiile anuale negative (în medie, -12 la sută); în cazul plantelor oleaginoase, ritmurile anuale au rămas pozitive, dar au consemnat reduceri consistente (cu până la 79 puncte procentuale).

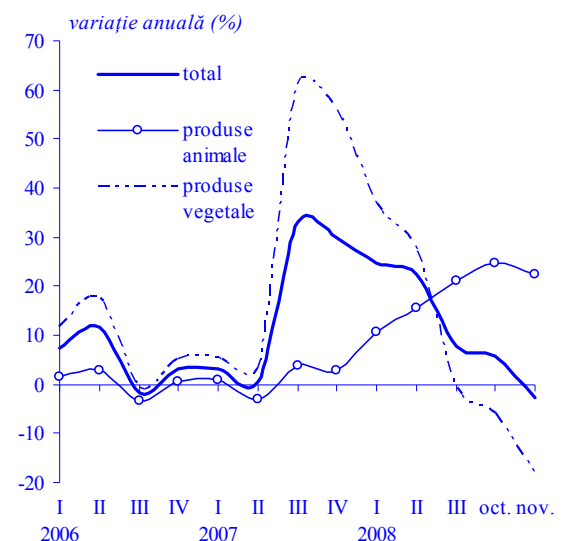
<sup>16</sup> Durată lungă ce determină salturi bruște ale producției și, respectiv, ale vânzărilor, cu impact direct asupra prețurilor de producție. În luna august, volumul cifrei de afaceri pentru piața internă din industria mijloacelor de transport nerutier a crescut cu 75,5 la sută față de perioada similară din anul anterior; pe ansamblul trimestrului III, variația a fost însă de 31,2 la sută.

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



Sursa: INS, Eurostat

#### Prețurile producției agricole



Sursa: INS

Presiuni în creștere, reflectate mai ales de evoluțiile curente, s-au observat în cazul unor legume cu pondere în coșul de consum (fasole și cartofi); în primul caz, acestea au fost de mică amploare, rata medie lunară de creștere a prețurilor majorându-se la 2,8 la sută în perioada august-septembrie, comparativ cu 0,2 la sută în primele șapte luni ale anului. În cazul cartofilor însă, prețurile au crescut în luna septembrie cu 74,8 la sută comparativ cu august. Mișcarea a încorporat o componentă conjuncturală importantă indusă de temerea că temperaturile foarte scăzute înregistrate în perioada de recoltare ar putea afecta semnificativ recolta; aceasta în condițiile în care producătorii reclamau pierderi importante, în bună măsură din cauza concurenței importurilor (în primele șapte luni ale anului, rata medie lunară de creștere a prețurilor a fost de -8,2 la sută).

În ceea ce privește produsele de origine animală, trimestrul III 2008 a continuat traiectoria pronunțat ascendentă care a marcat evoluția dinamică anuală a prețurilor de producție pe parcursul ultimelor două trimestre (+5,7 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 21 la sută). Cel mai afectat segment a rămas cel al cărnii, toate sortimentele monitorizate înregistrând ritmuri în creștere comparativ cu intervalul precedent (cu până la 15 puncte procentuale în cazul cărnii de vită). Principalul factor explicativ îl reprezintă reducerea efectivelor de animale (îndeosebi bovine și porcine) pe fondul scumpirii furajelor și al acumulării de pierderi de către producători, ceea ce a condus la o rată scăzută de înlocuire a animalelor sacrificate; cu aceeași problemă se confruntă și principalii furnizori din cadrul Uniunii Europene (Polonia, Danemarca și Ungaria).

La nivelul trimestrului IV 2008, este previzibilă menținerea tendințelor actuale, cu aportul decisiv al segmentului produselor vegetale, în timp ce produsele de origine animală ar putea cunoaște noi intensificări de ritm, date fiind persistența problemelor cu care se confruntă producătorii și perspectiva scumpirii în continuare a importurilor.

## IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

### 1. Politica monetară

*În intervalul octombrie 2008 - ianuarie 2009, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,25 la sută pe an, dar a redus de la 20 la 18 la sută rata rezervelor minime obligatorii aplicabilă pasivelor în lei ale instituțiilor de credit, începând cu 24 noiembrie 2008. În aceeași perioadă, tendința de depreciere a leului și volatilitatea cursului său de schimb s-au accentuat în contextul intensificării crizei financiare internaționale și al creșterii aversiunii față de risc a investitorilor.*

Decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,25 la sută pe an adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 30 octombrie 2008 a fost motivată, pe de o parte, de ușoara încetinire a dezinflației prognozate pe orizontul apropiat de proiecție, comparativ cu exercițiul anterior de prognoză a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu. Sursa majoră a acestei înrăutățiri temporare a prognozei inflației a constituit-o intensificarea pe termen scurt a presiunilor inflaționiste ale cererii agregate, decurgând în principal din semnificativa accelerare a creșterii economice în trimestrul II și din sporirea impactului expansionist așteptat în perioada imediat următoare al politicii fiscale, precum și al dinamicii înalte a salariilor. Creșterea ratei anuale a inflației prognozate a mai fost indusă de preconizata ajustare mai amplă a prețurilor administrate, precum și de ameliorarea relativ mai lentă a anticipațiilor inflaționiste.

Pe de altă parte, decizia BNR a fost justificată de creșterea la un nivel fără precedent a gradului de incertitudine asociată prognozei evoluțiilor economice – în condițiile continuării amplificării crizei financiare globale și ale anticipării propagării efectelor acesteia asupra economiei mondiale și a celei naționale –, context în care balanța riscurilor de abatere a inflației într-un sens sau altul de la traiectoria prognozată a devenit relativ echilibrată. Astfel, riscului de creștere peste nivelul prognozat a inflației, generat de posibila creștere a salariilor semnificativ mai rapidă comparativ cu dinamica productivității muncii și de potențiala relaxare mai puternică a politicii fiscale, i se opunea cel al unei decelerări mai rapide a inflației, pe fondul potențialei încetiniri mai puternice a creșterii economice, ca efect al extinderii crizei economice internaționale.

Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 10,25 la sută pe an și în ședința din 6 ianuarie 2009 a Consiliul de administrație al BNR. Argumentul major al deciziei l-a constituit

de această dată riscul persistenței presiunilor inflaționiste exercitate de deprecierea leului, în condițiile amplificării și prelungirii efectelor crizei financiare și economice internaționale, precum și ale ajustării graduale a dezechilibrului extern și a celui intern ale economiei românești.

În schimb, analiza a pus în evidență o relativă diminuare a riscului inflaționist indus de evoluția cererii agregate, în condițiile în care s-a conturat perspectiva accelerării în cursul trimestrului IV a închiderii *gap*-ului pozitiv al PIB, cu toate că în trimestrul anterior acesta a continuat să înregistreze o valoare ridicată, ca urmare a menținerii la un nivel înalt a dinamicii anuale a creșterii economice (9,1 la sută, față de 9,3 la sută în trimestrul II). Amplitudinea declinului așteptat al dinamicii PIB în trimestrul IV, dar mai ales viteza reducerii potențialului inflaționist al cererii erau însă dificil de evaluat, date fiind eterogenitatea recentelor evoluții ale indicatorilor relevanți ai cererii agregate – în speță, ai cererii de consum – dar și incertitudinile legate de propagarea efectelor crizei economice internaționale. Astfel, la începutul trimestrului IV, cadrul macroeconomic s-a caracterizat, pe de o parte, prin menținerea dinamicii înalte a salariului mediu net real, dar mai ales prin prefigurarea unui deficit bugetar mult mai amplu decât cel programat și, pe de altă parte, prin scăderea sensibilă a ritmului anual de creștere a cifrei de afaceri a sectorului comerțului de mărfuri cu amănuntul, prin accelerarea declinului dinamicii anuale în termeni reali a creditului acordat populației – în special a celui de consum – și prin reculul amplu al dinamicii anuale a plasamentelor bancare ale acestui segment, dar și a principalelor agregate monetare.

Reducerea în perioada octombrie-noiembrie 2008 a dinamicii anuale reale a creditelor acordate populației până la un nivel mediu de 37,4 la sută (cu 12,1 puncte procentuale sub media trimestrului III) pare să fi fost determinată preponderent de factori ai ofertei, cei mai importanți fiind: (i) restrângerea accesului băncilor la finanțarea externă în contextul crizei internaționale, (ii) epuizarea excedentului de lichiditate din sistemul bancar, (iii) reorientarea băncilor către alte categorii de plasamente cu grad relativ mai ridicat de lichiditate (titluri de stat și, într-o oarecare măsură, active externe), (iv) creșterea prudenței băncilor (reflectată de sporirea restrictivității termenilor și standardelor de creditare, posibil și ca efect al intrării în vigoare a Regulamentului BNR nr. 11/2008), inclusiv în contextul sporirii riscului de selecție adversă, precum și (v) reducerea gradului și a sferei de eligibilitate a potențialilor clienți. Pe partea cererii, un efect constrângător au avut: (i) creșterea ratelor dobânzilor la creditele noi (în unele cazuri neașteptat de amplă), dar și la cele contractate anterior, precum și (ii) deprecierea leului și sporirea incertitudinilor legate de evoluția cursului de schimb. În aceste condiții, toate categoriile de credite ale populației au înregistrat scăderi de ritm în primele două luni ale trimestrului IV 2008, cele mai afectate fiind însă creditele în valută

pentru consum (un declin al ratei anuale medii de creștere de 24,4 puncte procentuale față de media trimestrului III, până la un nivel mediu de 50,5 la sută), respectiv pentru locuințe (-10,4 puncte procentuale, până la 46,1 la sută); o scădere mai moderată (5,2 puncte procentuale) a înregistrat dinamica anuală medie a creditelor în lei acordate persoanelor fizice, care a coborât la 18,8 la sută.

La rândul lor, plasamentele din bănci ale populației au înregistrat o scădere amplă a ritmului anual de creștere în lunile octombrie-noiembrie 2008 – evoluție similară celei a depozitelor companiilor –, cel mai mare recul fiind consemnat în cazul depozitelor ON ale acestui segment; variația anuală reală a celor din urmă s-a redus cu 13,8 puncte procentuale față de media trimestrului III (până la 50,1 la sută), în special pe seama componentei în devize, reflectând, cel mai probabil, debutul unui proces de dezechilibru asociat menținerii unei dinamici încă relativ înalte a consumului și a prețurilor corespunzătoare, precum și creșterii serviciului datoriei aferente împrumuturilor bancare. Posibilitatea declanșării unui asemenea proces pare a fi sugerată și de diminuarea puternică a ritmului mediu de creștere a depozitelor la termen pe scadența sub doi ani ale populației (care a ajuns la doar 1,4 la sută), ca urmare a pierderii sensibile de dinamică pe care a consemnat-o componenta în devize, a cărei valoare medie a devenit negativă în acest interval (-0,7 la sută, cu 16,5 puncte procentuale sub media trimestrului III); în schimb, depozitele la termen în lei cu scadența sub doi ani ale populației și-au întrerupt încetinirea ratei anuale de creștere – care s-a menținut însă la un nivel relativ modest (1,7 la sută) – evoluția corelându-se cu recente creșteri mai puternice ale randamentelor operate de instituțiile de credit pentru această categorie de plasamente. În același interval, depozitele la termen pe scadență mai mare de doi ani ale populației au consemnat la rândul lor o scădere a dinamicii, ce a contrastat cu evoluția acestor plasamente din trimestrul III.

Decizia referitoare la rata dobânzii de politică monetară a avut în vedere și riscul accentuării persistenței anticipațiilor inflaționiste nefavorabile, alimentată în principal de accelerarea creșterii cursului de schimb leu/euro, precum și de sporirea la un nivel fără precedent a volatilității acestuia. Determinantul major al acestor evoluții – relativ similare celor consemnate de alte economii emergente, inclusiv europene – a fost noul val de creștere a aversiunii față de risc și de accentuare a neîncrederii investitorilor care s-a manifestat începând cu finele trimestrului III în contextul adâncirii crizei financiare și economice internaționale și al extinderii efectelor acesteia. Situația de pe piețele financiare ale acestor economii a fost complicată în acest interval de acutizarea crizei din Islanda, care a evidențiat creșterea riscului producerii unor ieșiri masive de capital în țările confruntate cu dezechilibre macroeconomice majore. În acest context, considerentele legate de

dimensiunea ridicată a deficitului contului curent al balanței de plăți, respectiv a celui bugetar, precum și cele referitoare la dependența sistemului bancar de finanțarea externă au făcut ca România să fie inclusă de investitori, alături de alte țări din regiune, în categoria economiilor cu grad relativ mai ridicat de vulnerabilitate. Această nouă degradare rapidă de percepție – confirmată și de acțiunile de reducere a calificativelor acordate României inițiate de unele agenții de *rating* – a fost de natură să amplifice presiunile în sensul deprecierei leului; temporar, acestea au fost alimentate și de intensificarea operațiunilor cu caracter speculativ derulate în principal de nerezidenți pe piața valutară interbancară.

Acestea din urmă au accentuat și tensiunile de pe piața monetară interbancară ce s-au manifestat în luna octombrie ca urmare a relativei contaminări cu neîncredere a operatorilor (a se vedea subsecțiunea 2.1. *Ratele dobânzilor*), dar mai ales a restrângerii excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar și a trecerii băncilor în poziție netă de deficit de lichiditate. Urmărind să asigure funcționarea adecvată a pieței monetare interbancare în acest context dificil, banca centrală și-a flexibilizat maniera de gestionare a lichidității din sistem, injecțiile de rezerve derulându-se prin intermediul facilității de creditare, al operațiunilor de *swap* valutar și al celor *repo*; sporadic, banca centrală a drenat lichiditate prin intermediul facilității de depozit, precum și prin atragerea de depozite. În acest context, piața monetară s-a detensionat treptat, la aceasta contribuind și măsura de reducere de la 20 la sută la 18 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei (începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie - 23 decembrie 2008) pe care banca centrală a adoptat-o în vederea îmbunătățirii gestionării lichidității din sistemul bancar.

Cu toate că a resimțit relativ puternic efectele indirecte ale amplificării crizei financiare internaționale, sistemul bancar românesc nu a fost afectat până în prezent de probleme de solvabilitate. În aceste condiții, nu s-a impus recurgerea la implementarea unor măsuri speciale de întărire a sistemului bancar de natura celor introduse în schemele naționale adoptate în alte țări (care au inclus intervenții ale statului prin recapitalizări ale instituțiilor de credit, garantarea unor categorii de împrumuturi atrase de bănci sau cumpărarea anumitor active deținute de acestea). Unica măsură – adoptată în concordanță cu recomandările Consiliului ECOFIN – a fost cea de majorare la echivalentul sumei de 50 000 euro a plafonului garantat pentru depozitele persoanelor fizice, începând cu data de 15 octombrie 2008 (Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 129/14.10.2008).

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

*Randamentele pieței interbancare au continuat să crească în trimestrul IV, într-un context marcat de schimbarea poziției nete a lichidității sistemului bancar autohton, dar și de influențe ale accentuării crizei financiare internaționale. Cursul de schimb al leului și-a accelerat însă creșterea, receptând, alături de paritățile celorlalte monede naționale din regiune, efectul deteriorării severe a apetitului față de risc al investitorilor. Masa monetară și-a comprimat mai rapid dinamica anuală, pe fondul continuării încetinirii vitezei de creștere a creditului acordat sectorului privat.*

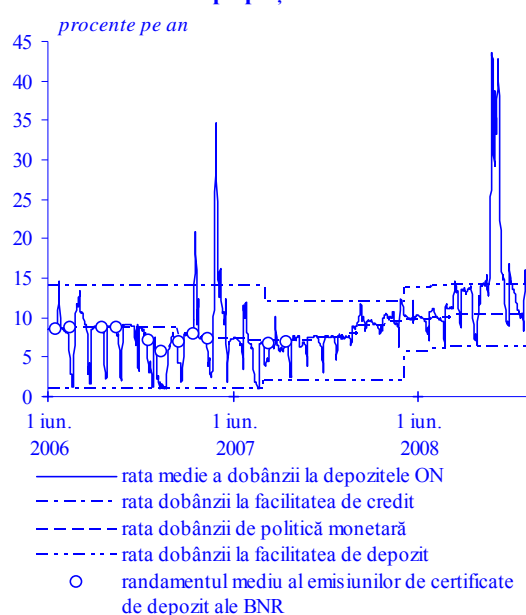
### 2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare s-au poziționat la niveluri înalte în prima jumătate a trimestrului IV 2008, resimțind influența schimbării structurale pe care a reprezentat-o trecerea sistemului bancar în poziție netă deficitară a lichidității. Efectele acestora au fost însă amplificate de acțiunea unor factori externi – decurgând din prelungirea și accentuarea recentă a crizei financiare internaționale – care s-a concretizat în creșteri sporadice neobișnuit de ample ale randamentelor interbancare și implicit în sporirea sensibilă a volatilității acestora. În a doua parte a intervalului, ratele dobânzilor au înregistrat o relativă normalizare, astfel încât media aferentă perioadei octombrie-decembrie s-a situat la 15,1 la sută, nivel ce l-a devansat cu 3,6 puncte procentuale pe cel din trimestrul III.

În debutul lunii octombrie, randamentele interbancare s-au plasat în partea superioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor facilităților permanente, iar ulterior au urcat abrupt și au rămas la valori deosebit de ridicate până în primele zile ale lunii următoare. La originea acestei evoluții s-a aflat un cumul de factori precum: (i) „contaminarea cu neîncredere” a instituțiilor de credit, în contextul intensificării turbulențelor de pe piețele financiare internaționale; (ii) relativa segmentare a pieței interne și posibila ajustare descendentă a limitelor de expunere între unele bănci<sup>17</sup>; (iii) creșterea incertitudinii operatorilor privind condițiile lichidității – curente și pe termen scurt; (iv) amplificarea cererii speculative de lei a nerezidenților, mai ales în a doua parte a lunii octombrie.

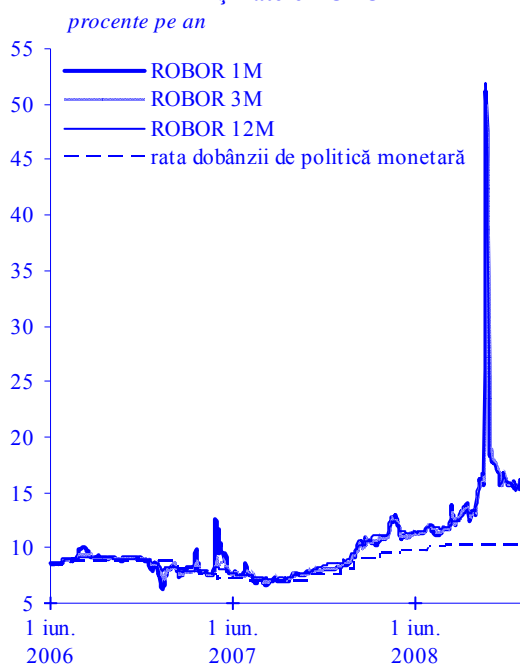
Atenuarea parțială a unora dintre aceste constrângeri, precum și adaptarea flexibilă de către BNR a manierei de gestionare a lichidității au diminuat într-o oarecare măsură presiunile asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt, acestea intrând ulterior într-un proces de relativă normalizare, în condițiile accentuării preferinței băncilor pentru plasamentele pe scadența ON. Activitatea de

**Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară**



<sup>17</sup> Disfuncționalitățile temporare ale pieței ce au avut ca efect ineficienta redistribuire a lichidității în sistem s-au reflectat inclusiv în apelarea simultană de către bănci a facilității de depozit și a celei de credit.

### Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR

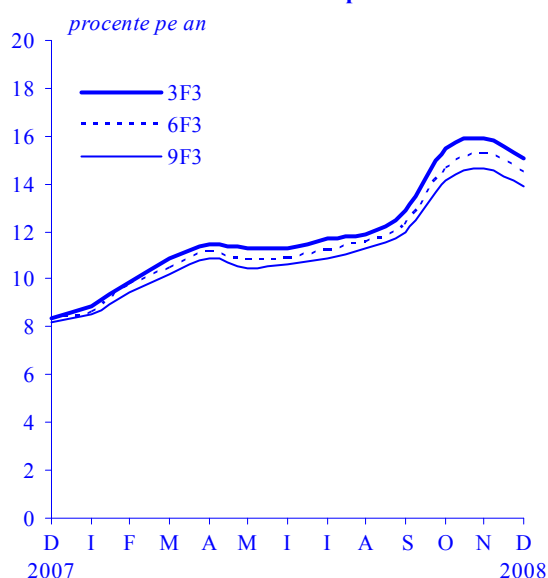


tranzacționare pe segmentul interbancar a înregistrat la rândul său o revigorare, volumul zilnic al depozitelor nou-constituite revenind la valori obișnuite, după restrângerea episodică înregistrată de rulajul pieței în ultimele zile ale lunii octombrie și la începutul lunii noiembrie. Ecarterul randamentelor interbancare față de rata dobânzii de politică monetară s-a diminuat astfel gradual pe parcursul perioadelor de constituire a rezervelor minime obligatorii încheiate în lunile noiembrie și decembrie. Acest proces a fost influențat benefic și de decizia de reducere a ratei RMO aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit adoptată de Consiliul de administrație al BNR în vederea îmbunătățirii gestionării lichidității.

Ratele dobânzilor pe termen scurt și-au redus volatilitatea, dar aceasta a rămas încă la niveluri relativ ridicate în ultima parte a trimestrului, reflectând persistența incertitudinii privind condițiile lichidității. Una dintre principalele surse de alimentare a acestora a constituit-o de această dată comportamentul Trezoreriei, care, în condițiile intensificării fără precedent a recursului autorității publice la atragerea de depozite de pe piața monetară în vederea finanțării sporului substanțial de cheltuieli bugetare, a devenit deosebit de impredictibil.

Disfuncționalitățile temporare ale pieței din prima parte a trimestrului s-au repercutat însă în forță și asupra cotațiilor ROBOR, conducând la creșterea neobișnuit de amplă și la distanțarea semnificativă a acestora de randamentele efective ale tranzacțiilor. Riscul ca aceste creșteri ale cotațiilor să fie încorporate în ratele dobânzilor la credite – care începuse să se materializeze – a determinat banca centrală să modifice regulile de stabilire a cotațiilor ROBOR, fiind instituită posibilitatea suspendării temporare a publicării acestor indici calculați pe baza cotațiilor băncilor participante, dacă acestea depășesc cu peste 25 la sută rata dobânzii la facilitatea de creditare<sup>18</sup>. Ulterior, ratele ROBOR au înregistrat o corecție descendentă graduală, cele pe scadențele 1M-12M stabilizându-se în luna decembrie la aproximativ 15,5 la sută (media lor fiind superioară cu circa 2 puncte procentuale celei din ultima lună a trimestrului precedent).

### Rate forward implicite



Potrivit ratelor *forward* implicite (calculate pornind de la cotațiile medii din decembrie), se anticipa un trend descendent al cotațiilor ROBOR 3M pe parcursul anului 2009, acestea urmând să se diminueze până la niveluri medii de 15,0 la sută în luna martie, 14,5 la sută în iunie și 13,9 la sută în septembrie. Valorile astfel calculate trebuie însă interpretate cu prudență, având în vedere că o parte dintre factorii care au generat perturbări în funcționarea normală a pieței au continuat să se manifeste, inducând potențiale

<sup>18</sup> În acest caz, ratele ROBOR pe toate scadențele se vor stabili la nivelul ratelor dobânzilor la facilitatea de depozit/credit.



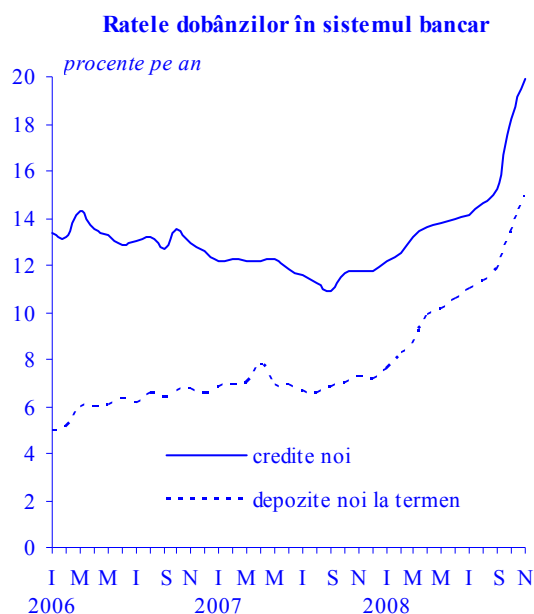
distorsiuni ale curbei randamentelor și afectând conținutul informațional al acesteia.

Și ratele dobânzilor titlurilor de stat au continuat să crească, autoritatea publică efectuând două majorări semnificative ale randamentelor maxime acceptate la toate categoriile de înregistrări (cu valori cuprinse între 1 și 2,7 puncte procentuale); acestea au ajuns la nivelul de 14,25 la sută în cazul certificatelor de trezorerie și la 13 la sută în cel al obligațiunilor de stat de tip *benchmark* cu maturitatea de 3 și 5 ani. În același timp, ratele medii ale dobânzilor titlurilor de stat au crescut, cu valori cuprinse între 0,4 și 2,3 puncte procentuale, astfel încât la sfârșitul trimestrului IV înregistrările cu maturitatea de cel mult un an erau remunerate cu 14,23 la sută, iar cele cu scadența mai mare de un an cu 13 la sută.

În ultimul trimestru al anului, Ministerul Finanțelor Publice a emis un volum de titluri de stat de circa 6 711 milioane lei, în condițiile în care suma anunțată a fost de 9 900 milioane lei. În acest interval s-a consemnat cel mai ridicat grad de adjudecare (67 la sută, față de o medie a primelor trimestre de 19 la sută), în condițiile în care, la două dintre cele șase licitații organizate în luna decembrie, autoritatea publică a acceptat un volum de titluri de stat superior celui anunțat. MFP a reintrodus în ultimele două luni ale anului emisiunile de certificate de trezorerie cu scadența la 3 luni (după o întrerupere de peste 3 ani), adaptându-se preferinței crescute a investitorilor pentru plasamente pe termen mai scurt. Nerezidenții au depus oferte de cumpărare doar la primele două licitații din luna octombrie, în valoare de circa 22 milioane lei, care au fost acceptate în proporție de 97 la sută.

Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat a înregistrat aproape o triplare comparativ cu trimestrul precedent, ajungând la peste 7 900 milioane lei (exclusiv BNR), ca urmare a sporirii numărului și valorii tranzacțiilor încheiate între bănci și clienți. Cele mai tranzacționate au fost titlurile cu scadența reziduală la 1, 3 și 5 ani, ale căror randamente medii s-au plasat între 9,6 și 12,5 la sută (mai ridicate decât cele din trimestrul anterior cu valori cuprinse între 0,1 și 2,8 puncte procentuale).

Pe fondul intensificării mișcării ascendente a randamentelor interbancare și al sporirii necesităților de resurse interne ale băncilor, dar și al accentuării prudenței băncilor în contextul incertitudinilor crescute legate de repercutarea efectelor crizei financiare internaționale asupra economiei românești, ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și la depozitele la termen noi și-au accentuat creșterea în perioada septembrie-noiembrie 2008, acumulând cele mai ample variații pozitive din ultimele 22 de trimestre. În contrast cu perioada anterioară, ajustările au fost mai mari în cazul ratelor dobânzilor aferente creditelor noi, unde cel mai mare avans s-a înregistrat pe segmentul societăților



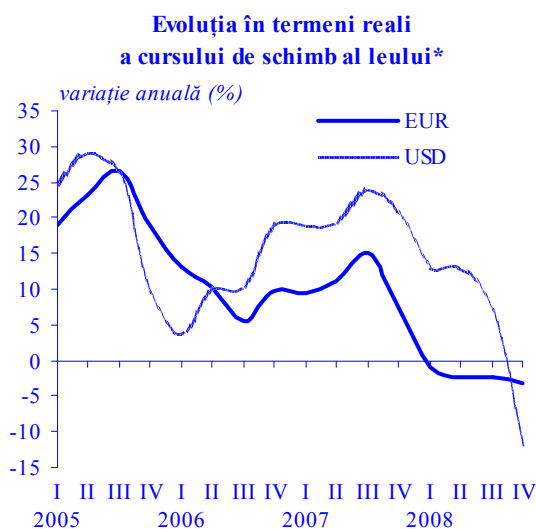
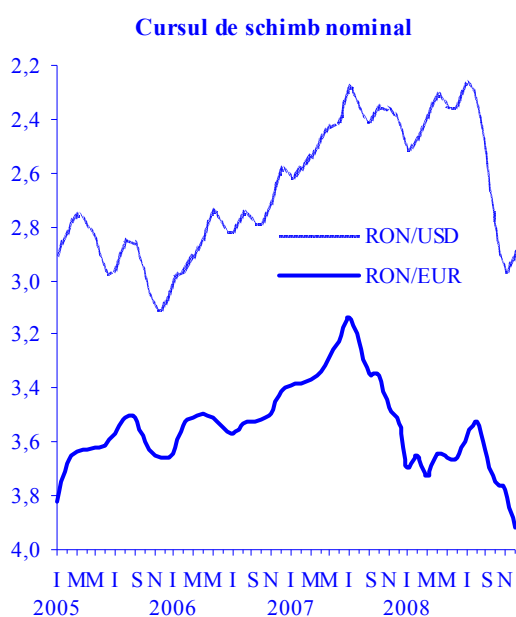
nefinanciare: o creștere față de august cu 5,29 puncte procentuale (la 20,49 la sută); pe segmentul populației, creșterea a fost de 3,75 puncte procentuale (nivelul atins fiind de 17,45 la sută). Amplitudinea modificării a fost și mai mare în cazul creditelor noi cu rata dobânzii variabilă și perioada inițială fixă sub un an<sup>19</sup> (4,05 puncte procentuale, până la 17,48 la sută la populație, respectiv 5,32 puncte procentuale, până la 20,51 la sută la societăți nefinanciare). La rândul său, randamentul mediu al depozitelor noi la termen a avansat pe segmentul societăților nefinanciare cu 3,62 puncte procentuale (până la 15,24 la sută), respectiv cu 3,46 puncte procentuale (până la 14,13 la sută în noiembrie) pe cel al populației.

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a accelerat în trimestrul IV mișcarea ascendentă începută în luna septembrie și și-a sporit sensibil volatilitatea, sub influența extinderii ariei și magnitudinii crizei financiare internaționale, dar, mai ales, a manifestării și amplificării efectelor negative exercitate de aceasta asupra economiilor emergente.

În aceste condiții, în intervalul octombrie-decembrie, leul a acumulat în raport cu euro o depreciere de 7,2 la sută în termeni nominali și de 6,0 la sută în termeni reali (comparativ cu o apreciere de 0,8 la sută și, respectiv, 1,8 la sută în trimestrul III); în raport cu dolarul SUA însă, în condițiile în care valoarea acestuia a crescut semnificativ pe piețele financiare externe, leul s-a depreciat în același interval cu 12,6 la sută în termeni nominali și cu 10,7 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat ușor deprecierea nominală în raport cu euro (9,5 la sută), dar și-a accelerat-o considerabil față de dolarul SUA (17,6 la sută).

Trendul alert ascendent pe care s-a plasat cursul de schimb leu/euro la finele trimestrului III s-a prelungit în prima parte a lunii octombrie în contextul deteriorării severe a apetitului față de risc al investitorilor financiar, pe fondul: (i) trenării formulării unui răspuns comun al autorităților la problemele cu care se confruntă sistemul financiar european<sup>20</sup>; (ii) întezirii semnalelor privind iminența unei recesiuni globale severe, dar mai ales (iii) al acuti-



\*) apreciere (+), depreciere (-); deflatat cu IPC

Sursa: INS, BNR

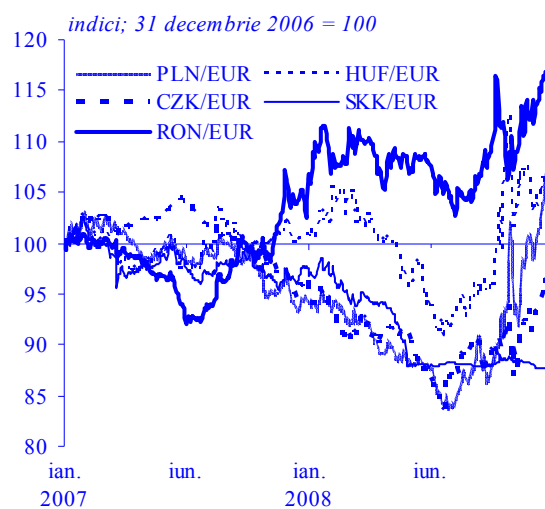
<sup>19</sup> În perioada analizată, aceste credite au reprezentat în medie circa 60 la sută din creditele noi în lei acordate populației, respectiv 98 la sută din cele acordate companiilor.

<sup>20</sup> Deși în data de 8 octombrie 2008 BCE și alte bănci centrale au operat scăderi ale ratelor dobânzilor de politică monetară, iar în data de 12 octombrie la nivelul zonei euro a fost redactat un plan de măsuri menit să asigure inclusiv recapitalizarea băncilor și garantarea împrumuturilor interbancare, acestea au fost considerate insuficiente de investitorii financiar, contextul global continuând să fie marcat de neîncredere și volatilitate accentuată.

zării crizei financiare și economice în unele țări emergente<sup>21</sup>. Piața financiară internă a resimțit impactul înrăutățirii percepției investitorilor, soldul negativ al operațiunilor derulate de nerezidenți pe piața valutară locală atingând o valoare record, iar portofoliul de titluri de stat și de acțiuni al acestora diminuându-se sensibil. În schimb, pasivele externe ale sistemului bancar au consemnat în intervalul analizat o creștere amplă, în principal pe seama împrumuturilor financiare și a depozitelor furnizate de străinătate. Presiuni în direcția creșterii cursului de schimb leu/euro au exercitat și cumpărările record de devize ale rezidenților – efectuate cel mai probabil în scopul achitării serviciului datoriei externe și a importurilor – dar și intensificarea în acest context a operațiunilor speculative ale unor operatori valutari, a căror tendință de exacerbare a fost însă contracarată de banca centrală, inclusiv prin intervenții verbale și prin înăsprirea condițiilor de lichiditate de pe piața monetară. În aceste condiții, cursul de schimb leu/euro s-a poziționat, temporar, pe o traiectorie descendentă – în data de 22 octombrie acesta a atins minimum trimestrului IV – separându-se astfel de tendința consemnată de ratele de schimb ale principalelor monede din regiune.

Ulterior însă, leul și-a reluat deprecierea în raport cu euro, evoluția sa reflectând impactul informațiilor negative privind evoluția economiei globale (confirmarea intrării în recesiune a principalelor economii ale lumii și înrăutățirea perspectivelor pe termen scurt ale acestora<sup>22</sup>) dar, mai ales, efectele avertizărilor privind iminența propagării crizei economice în țările emergente, precum și ale scăderilor operate de către principalele agenții de evaluare financiară<sup>23</sup> asupra *rating*-ului de țară. O relativă și temporară ameliorare a percepției investitorilor asupra perspectivelor economice ale regiunii a fost produsă de măsurile luate de principalele bănci centrale pentru stabilizarea piețelor financiare, precum și de implicarea activă a FMI în diminuarea efectelor crizei financiare, inclusiv prin majorarea limitei de creditare pentru țările emergente și încheierea acordurilor cu Ungaria, Ucraina și Serbia. Pe acest fond, pe piața valutară interbancară s-a produs o restrângere sensibilă a componentei speculative a operațiunilor derulate de

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



Sursa: BNR, BCE

<sup>21</sup> Ulterior acutizării crizei financiare și economice din Islanda, zvonurile privind dificultățile cu care s-a confruntat una dintre principalele instituții financiare din Ungaria și diminuarea *rating*-ului acestei țări au declanșat ieșiri importante de capital de pe piața financiară regională și deprecieri considerabile ale monedelor naționale. De asemenea, în acest interval situația financiară și cea economică din Ucraina și Serbia s-au deteriorat abrupt.

<sup>22</sup> Comisia Europeană, OCDE și FMI au prognozat scăderi semnificative ale economiilor dezvoltate pentru anul 2009.

<sup>23</sup> În cazul României, *rating*-ul de țară a fost coborât de agenția Standard&Poor's (27 octombrie), respectiv de Fitch (10 noiembrie) sub categoria „*investment grade*”.

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

	milioane euro	
	2007	2008
	11 luni	11 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>14 856</b>	<b>16 832</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>6 898</b>	<b>8 645</b>
rezidenți în străinătate	-172	214
nerezidenți în România	7 070	8 431
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>315</b>	<b>-202</b>
rezidenți în străinătate	-45	33
nerezidenți în România	360	-235
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>12 295</b>	<b>8 498</b>
pe termen mediu și lung	3 825	5 252
pe termen scurt	413	-720
numerar și depozite pe termen scurt	5 984	483
altele	2 152	3 484
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b>		
("-" creștere/"+"scădere)	<b>-4 652</b>	<b>-109</b>

operatorii valutari<sup>24</sup>, care, coroborată cu diminuarea cererii de deize a persoanelor juridice – asociată ameliorării în continuare a deficitului balanței comerciale – a limitat creșterea cursului de schimb leu/euro în luna noiembrie la numai 0,8 la sută.

Cursul de schimb al leului și-a reaccelerat însă creșterea în ultima lună a anului 2008, receptând, alături de paritățile celorlalte monede naționale din regiune, influența adversă a creșterii neîncrederii investitorilor pe fondul înrăutățirii sensibile a evoluției unor indicatori economici ai statelor din zonă<sup>25</sup>. În cazul cursului de schimb leu/euro, acest impact a fost potențat de creșterea temerilor legate de evoluția nefavorabilă a deficitului bugetar, precum și de sporirea relativă a incertitudinilor privind perspectivele imediate ale economiei – inerente perioadei electorale și celei postelectorale. Drept consecință, cursul de schimb leu/euro a urcat în data de 29 decembrie la cea mai mare valoare înregistrată după noiembrie 2003 (3,9964), valoarea medie aferentă acestei luni consemnând totodată al doilea vârf de creștere din anul 2008 (3,6 la sută).

**2.3. Moneda și creditul****Moneda**

În perioada septembrie-noiembrie 2008, masa monetară (M3) și-a accentuat declinul dinamicii<sup>26</sup>, aceasta atingând astfel minimul ultimilor doi ani (17,7 la sută). Evoluția a fost însă caracteristică doar ultimelor două luni ale intervalului, în care viteza de creștere anuală în termeni reali a M3 a coborât (înregistrând succesiv cea mai mică valoare a ultimilor doi ani, respectiv minimul absolut al seriei de date disponibile), după ce în septembrie aceasta consemnase o reaccelerare temporară. Scăderea dinamicii principalului agregat monetar a reflectat efectele exercitate de accentuarea constrângerilor de lichiditate ale companiilor și ale populației – în condițiile creșterii mai rapide a serviciului datoriei aferente creditelor și ale reducerii dinamicii împrumuturilor noi atrase de la bănci –, precum și încetinirea creșterii economice. Dintre contrapartide, în sensul frânării ritmului de creștere a M3 au acționat continuarea descreșterii dinamicii principalei surse de creație monetară – creditul acordat sectorului privat – și, într-o măsură mai mică, accelerarea vitezei de creștere a pasivelor

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

	variație procentuală în termeni reali						
	2007	2008				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
	ritm mediu al trimestrului						
M3	24,1	26,5	28,2	22,1	17,4	13,3	
M1	53,0	42,2	39,8	29,7	25,3	18,9	
Numerar în circulație	29,7	38,0	30,2	19,4	23,5	20,0	
Depozite overnight	63,9	43,7	43,6	33,8	26,0	18,5	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	2,4	12,6	16,7	13,7	8,3	6,5	

Sursa: INS, BNR

<sup>24</sup> În luna noiembrie, atât rulajul pieței valutare interbancare, cât și volumul tranzacțiilor derulate de nerezidenți s-au redus la aproximativ 50 la sută față de valorile consemnate în luna precedentă.

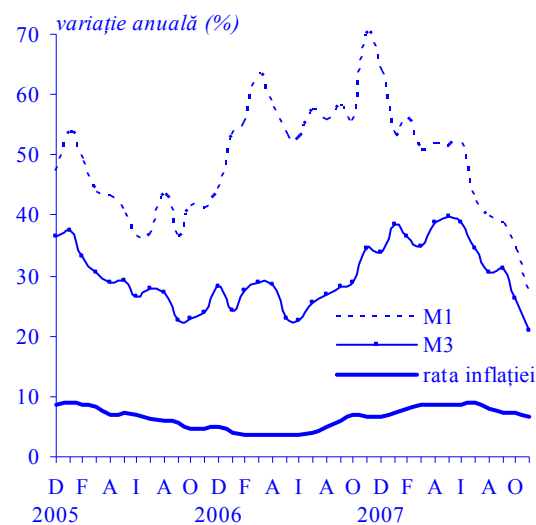
<sup>25</sup> Datele publicate în acest interval au relevat încetinirea creșterii economice în Ungaria, Cehia și Polonia și deteriorarea balanței comerciale în Cehia și Ungaria. Totodată, Letonia a demarat negocierile cu UE și FMI în vederea obținerii de împrumuturi financiare.

<sup>26</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada septembrie-noiembrie 2008, exprimate în termeni reali.

financiare pe termen lung (îndeosebi a conturilor de capital<sup>27</sup>). O influență opusă ca sens au exercitat sporirea mai rapidă a creditului acordat sectorului public, dar mai ales declinul mai accentuat pe care l-a înregistrat rata de creștere a depozitelor administrației publice centrale (care a atins minimumul seriei de date disponibile).

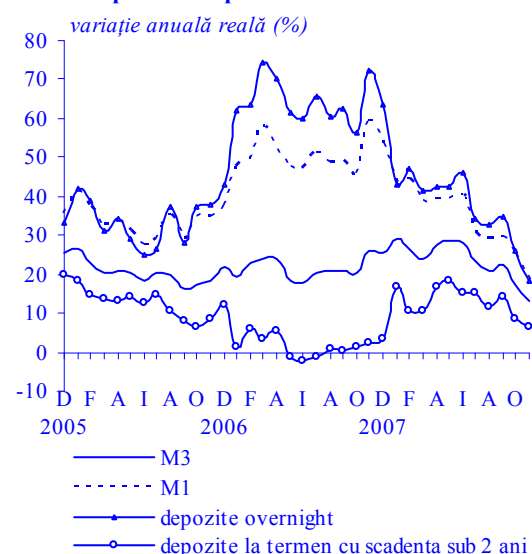
Principalele componente ale masei monetare – agregatul monetar M1 și depozitele la termen sub doi ani – au continuat să-și tempereze creșterea, în timp ce dinamica instrumentelor financiare tranzacționabile a consemnat o majorare semnificativă, ca urmare a sporirii numărului de fonduri de piață monetară și, implicit, a celui al acțiunilor emise; ponderea medie a acestora în M3 s-a menținut însă foarte redusă (0,2 la sută). Atât ritmul de creștere a numerarului în circulație, cât și dinamica depozitelor *overnight* și-au prelungit traiectoria descendentă, declinul celui dintâi fiind însă mult mai lent comparativ cu perioada anterioară. Reducerea ritmului de creștere a depozitelor *overnight* a caracterizat atât plasamentele în lei, cât și pe cele în valută, evoluția reflectând în principal majorarea serviciului datoriei aferente creditelor; alți posibili factori i-au constituit, în cazul populației, reorientarea parțială către depozitele la termen în lei, iar în cel al companiilor, slăbirea creditării și a creșterii economice în trimestrul IV 2008. Temperarea vitezei de creștere a depozitelor la termen sub doi ani a reflectat evoluția similară a plasamentelor în valută ale populației – care s-a corelat cu scăderea dinamicii remiterilor din străinătate<sup>28</sup> –, dar și a celei a depozitelor în lei și în valută ale companiilor<sup>29</sup>; scăderea dinamicii acestora din urmă s-a datorat, cel mai probabil, diminuării volumului creditelor noi și contracției relative a profiturilor firmelor și a încasărilor de devize (exporturile au consemnat în luna noiembrie prima variație anuală negativă din ultimii cinci ani). În schimb, dinamica depozitelor la termen sub doi ani în lei ale populației s-a reaccelerat sub impulsul majorării ratelor dobânzilor la economiile bancare și, posibil, pe seama achitării în această perioadă a despăgubirilor acordate persoanelor fizice care au constituit depozite la CEC în vederea achiziționării de autoturisme<sup>30</sup>.

#### Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

#### Principalele componente ale masei monetare



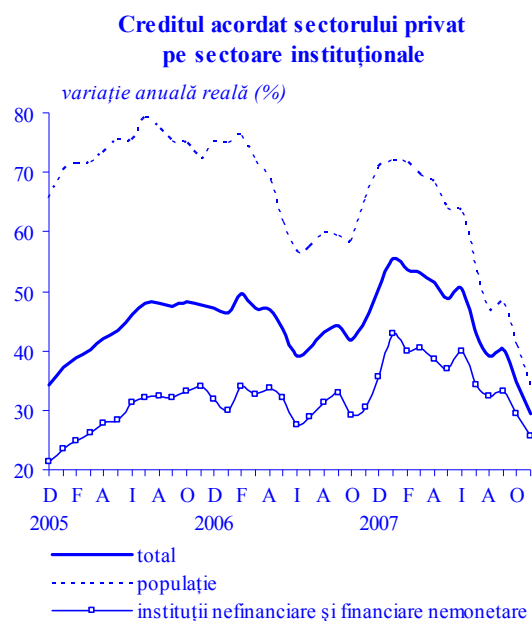
Sursa: INS, BNR

<sup>27</sup> O mare parte din majorarea conturilor de capital s-a datorat însă înregistrării diferențelor favorabile din reevaluarea activelor în valută.

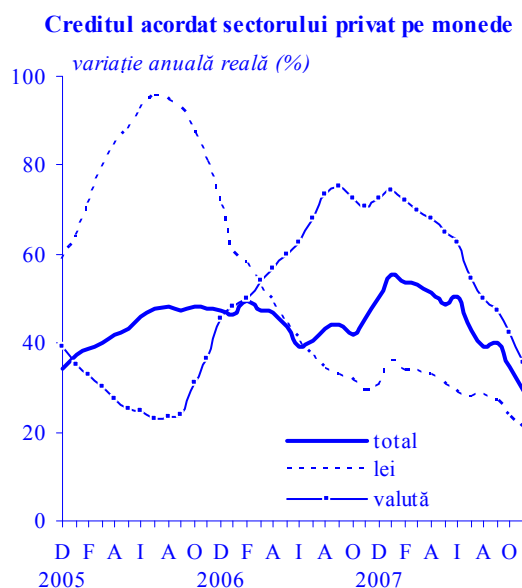
<sup>28</sup> Conform calculelor pe baza datelor din bilanța de plăți, ritmul de creștere a veniturilor din muncă și a transferurilor curente și-a menținut trendul descendent.

<sup>29</sup> Dinamica depozitelor la termen sub doi ani în valută ale companiilor a continuat să fie înaltă din perspectivă istorică, exclusiv datorită încorporării efectului *one-off* generat de decontarea privatizării S.C. Electrica în luna aprilie 2008 (826,4 milioane euro).

<sup>30</sup> Plăți în valoare de 760,6 milioane lei, conform OUG nr. 156/2007.



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR

## Creditul

În intervalul septembrie-noiembrie 2008, viteza de creștere<sup>31</sup> a creditului acordat sectorului privat a continuat să se diminueze rapid, atingând astfel cel mai mic nivel din ultimii trei ani (-9,3 puncte procentuale, până la 34,9 la sută)<sup>32</sup>. Tendința de declin a caracterizat atât dinamica împrumuturilor în lei, cât și pe cea a creditelor în devize, acestea consemnând minimul ultimilor trei ani și jumătate și respectiv pe cel al ultimilor doi ani. Cu toate că și-au decelerat mai rapid creșterea, creditele în valută au continuat să fie mai dinamice decât cele în monedă națională (în special în cazul populației), astfel încât ponderea medie a împrumuturilor în devize în totalul creditelor acordate sectorului privat a înregistrat un vârf al ultimilor trei ani (55,9 la sută).

Cauzele acestor evoluții s-au regăsit atât la nivelul cererii, cât și, mai ales, pe partea ofertei de credite. Cea din urmă a resimțit acțiunea tot mai intensă a unor factori care au început să se manifeste anterior, precum: (i) înăsprirea condițiilor de finanțare externă a băncilor și (ii) reducerea excedentului de lichiditate din sistemul bancar, cărora li s-au adăugat (iii) sporirea prudenței instituțiilor de credit, inclusiv pe fondul creșterii riscului de selecție adversă, (iv) declinul gradului și/sau al sferei de eligibilitate a clienților (în parte și ca efect al intrării în vigoare a Regulamentului BNR nr. 11/2008<sup>33</sup>), (v) sporirea restrictivității termenilor și a standardelor de creditare<sup>34</sup>, precum și (vi) creșterea interesului băncilor pentru titlurile de stat și activele externe (deși ponderea acestora în bilanțul monetar a rămas modestă). În același timp, cererea de împrumuturi a fost negativ influențată de: (i) creșterea puternică a ratelor dobânzilor la credite, (ii) deteriorarea așteptărilor operatorilor economici privind condițiile economice<sup>35</sup> și, implicit, financiare, (iii) deprecierea monedei naționale și sporirea incertitudinilor legate de evoluția acesteia, dar și de

<sup>31</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada septembrie-noiembrie 2008, exprimate în termeni reali la finele lunii.

<sup>32</sup> Evoluția s-a consemnat în pofida efectului statistic al deprecierei leului față de euro (acesta a fost însă mai important în septembrie, când a constituit unicul factor explicativ al creșterii temporare a dinamicii anuale a creditului privat).

<sup>33</sup> Regulamentul nr.11/2008 pentru modificarea și completarea Regulamentului nr. 3/2007 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice, cu aplicare din luna octombrie.

<sup>34</sup> Conform rezultatelor *Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, publicat în luna noiembrie.

<sup>35</sup> Conform Sondajului DG ECFIN, indicele încrederii în economia românească a scăzut în octombrie și, îndeosebi în noiembrie, iar conform Sondajului INS, pentru perioada noiembrie 2008-ianuarie 2009 se conturează reducerea activității în industria prelucrătoare și construcții.

(iv) menținerea la un nivel ridicat a finanțării din străinătate a sectorului nebanca<sup>36</sup>.

În această perioadă, toate categoriile de credite ale populației și ale companiilor au consemnat un nou recul al dinamicii, care s-a corelat cu reducerea semnificativă a volumului creditelor noi<sup>37</sup> acordate persoanelor fizice – pentru consum și pentru locuințe –, respectiv societăților nefinanciare. În cazul populației, cea mai drastică pierdere de ritm a fost înregistrată de soldul împrumuturilor în franci elvețieni, instituțiile de credit renunțând aproape în totalitate, în luna noiembrie, la creditarea în această monedă<sup>38</sup>. La nivelul companiilor, cea mai afectată categorie a fost cea a creditelor cu scadența mai mare de cinci ani (28,5 la sută din soldul împrumuturilor totale acordate acestui segment), a căror componentă în valută a înregistrat, în premieră, trei reduceri lunare consecutive de volum.

Creditul net acordat administrației publice centrale și-a menținut efectul expansionist exercitat asupra M3, ca urmare a reaccelerării creșterii portofoliului de titluri de stat al instituțiilor de credit și, îndeosebi, a noii scăderi record consemnate de dinamica depozitelor administrației publice centrale.

---

<sup>36</sup> Conform datelor din bilanța de plăți, în perioada septembrie-noiembrie 2008 creditele financiare nete contractate în străinătate de sectorul nebanca au fost superioare celor din intervalul precedent, iar investițiile directe nete ale nerezidenților în sectorul nebanca s-au menținut semnificative, în pofida continuării declinului.

<sup>37</sup> Calcule pe baza datelor de la CRB și a datelor din Raportările privind ratele medii ale dobânzilor (Norma BNR nr. 14/2006).

<sup>38</sup> Conform calculelor pe baza datelor de la CRB, ponderea creditelor în franci elvețieni în totalul creditelor noi ale populației a scăzut de la 17,5 la sută în luna august la 1,6 la sută în luna noiembrie 2008.



## V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

---

*Începutul anului 2009 este marcat de efectele acutizării la sfârșitul anului trecut a crizei financiare internaționale la nivelul activității economice globale. Potențarea reciprocă a evoluțiilor negative de pe piețele financiare și din economia reală întreține un mediu volatil, accentuând dificultățile de previzionare a magnitudinii impactului pe termen scurt și mediu al crizei globale asupra evoluțiilor macroeconomice pe plan intern. Ca urmare, proiecția curentă este grevată de incertitudini majore legate de evoluțiile viitoare de pe piețele internaționale. Similar proiecției anterioare, balanța riscurilor de abatere a inflației în sus sau în jos față de traiectoria din scenariul de bază apare drept relativ echilibrată.*

Scenariul de bază al proiecției curente, sub rezerva gradului neobișnuit de incertitudine asociat evaluărilor cantitative, plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2009 la nivelul de 4,5 la sută, similar celui prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2008. Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației la 3,2 la sută.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, factorii determinanți ai inflației IPC sunt proiectați a exercita efecte parțial contradictorii, prevăzute însă a se atenua reciproc, mai ales pe parcursul anului curent. Deprecierea monedei naționale, cu începere din trimestrul IV 2008 și având ca efect repoziționarea cursului leului la niveluri mai înalte față de proiecția anterioară, contribuie la o traiectorie mai ridicată a inflației anuale CORE2. Rolul major revine în acest sens dinamicii proiectate a prețurilor de import. Influența adversă a cursului de schimb este de așteptat să fie compensată de o deviație negativă mai amplă a PIB de la nivelul său potențial pe parcursul anului 2009. În același sens acționează și dinamica mai favorabilă a prețurilor combustibililor din prima parte a anului curent, respectiv cea a scenariului exogen privind prețurile administrate. Pentru o parte a anului 2010, pe fondul unor creșteri comparativ mai ample ale prețurilor combustibililor, compensate doar parțial de dinamicile mai favorabile proiectate pentru inflația CORE2 și prețurile administrate, scenariul de bază prevede o traiectorie a inflației anuale IPC situată ușor peste cea prezentată în *Raportul anterior*.

Conduita politicii monetare va rămâne, pe întreg intervalul proiecției, consecventă obiectivului său fundamental, de asigurare a stabilității prețurilor pe termen mediu și lung, acordând în același timp atenție sporită pe termen scurt ajustării controlate a dezechilibrelor macroeconomice, în condițiile menținerii stabilității sistemului financiar. Această conduită echilibrată a politicii monetare va permite, cu condiția unei cooperări adecvate din



partea celorlalte politici macroeconomice și în lipsa unor abateri substanțiale de la coordonatele scenariului de bază, reintrarea inflației în intervalul de variație din jurul țintei încă din prima parte a anului 2010.

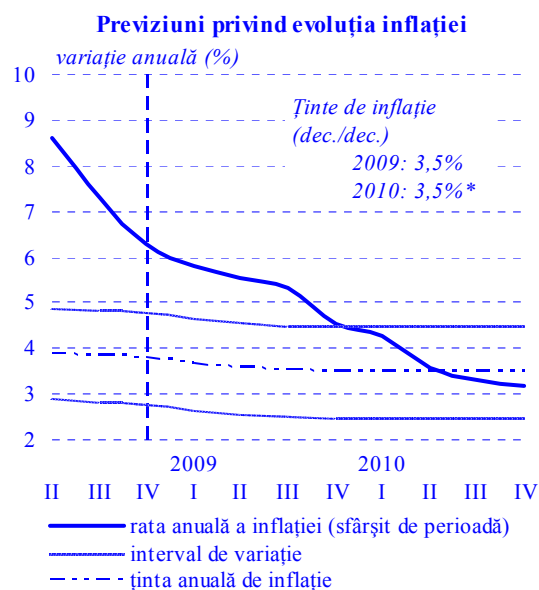
Incertitudinea ridicată asociată propagării efectelor crizei financiare internaționale se transmite inevitabil asupra coordonatelor scenariului de bază al proiecției și face dificilă atribuirea unor probabilități specifice de manifestare diverșilor factori de risc. În acest context, considerăm relevante pentru proiecția curentă riscurile care ar putea determina o derulare mai puțin ordonată a ajustărilor dezechilibrelor macroeconomice decât cea implicată de coordonatele scenariului de bază, și anume: accentuarea penuriei resurselor interne și externe de finanțare a activității economice în cazul amplificării substanțiale a efectelor crizei globale; scăderea competitivității exporturilor românești în cazul menținerii decalajului dintre creșterea salariilor reale și cea a productivității muncii; manifestarea unei politici incomplet ajustate a veniturilor din sectorul public; restrângerea sectorului productiv privat ca urmare a concurenței pentru resursele de finanțare limitate din partea unei politici fiscale insuficient consolidate și/sau insuficient orientate către cheltuieli care să genereze externalități pozitive. Materializarea acestor riscuri poate genera fluctuații semnificative ale inflației comparativ cu traiectoria proiectată.

Riscurile asociate evoluțiilor prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare sunt considerate a fi relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC din scenariul de bază.

## 1. Scenariul de bază

### 1.1. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează în anul 2009 rata anuală a inflației bunurilor de consum la o valoare similară celei proiectate în Raportul din noiembrie 2008 (4,5 la sută), în timp ce pentru anul 2010 se prevede atingerea unui nivel de 3,2 la sută<sup>39</sup>. Validitatea acestor evaluări este condiționată de cea a ipotezelor utilizate. În aceste condiții, pe fondul incertitudinilor neobișnuite cu privire la perspectivele de evoluție a economiei atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu,



Notă: Lățimea intervalului de variație este de  $\pm 1$  punct procentual \*) ipoteză de lucru  
Sursa: INS, calcule BNR

<sup>39</sup> Pentru fundamentarea proiecției inflației în cadrul rundeii actuale de prognoză a fost utilizată ipoteza unei ținte centrale de inflație de 3,5 la sută pentru anul 2010.

abateri în ambele sensuri de la traiectoria prognozată a ratei inflației sunt apreciate ca fiind posibile<sup>40</sup>.

**Tabelul nr. 5.1. Rata anuală a inflației în scenariul de bază**

Perioada	procente							
	T1 2009	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010
Țintă				3,5				3,5*
Proiectată	5,8	5,5	5,3	4,5	4,3	3,6	3,3	3,2

\* Ipoteză de lucru.

Mentținerea ratei proiectate a inflației IPC pentru 2009 la 4,5 la sută are loc în pofida reconfigurării substanțiale a coordonatelor unora dintre ipotezele utilizate în proiecția precedentă:

- *revizuirea (în sens descendent) a presiunilor inflaționiste provenind din partea cererii agregate*; pe de-o parte, aceasta este rezultatul unui scenariu mai puțin favorabil asociat dinamicii cererii externe din zona euro (cu impact direct asupra exporturilor de produse românești), iar pe de altă parte, al proiectării unei încetiniri – în trimestrele IV 2008 și I 2009, dar cu efecte propagate ulterior – a ritmului de evoluție a componentelor interne ale cererii agregate. În contextul materializării unora dintre riscurile la adresa creșterii economice menționate în Raportul anterior, dar și al menținerii incertitudinilor asociate evoluțiilor de pe piețele internaționale, ritmul de creștere a PIB conține încă, *ceteris paribus*, potențialul unor abateri în sens descendent de la valorile proiectate în scenariul de bază, cu consecințele inerente asupra evoluției viitoare a ratei inflației;
- *reconfigurarea (în sens ascendent a) traiectoriei proiectate a inflației de bază CORE2*, rezultat al influențelor contradictorii atribuite dinamicii proiectate a activității economice (impact favorabil), respectiv a celei a cursului de schimb al leului (impact nefavorabil);
- preconizarea unor ajustări de mai mică amplitudine ale prețurilor administrate și, pentru prima parte a anului curent, a unui scenariu mai favorabil privind prețurile combustibililor<sup>41</sup>.

<sup>40</sup> În mod similar raportului din noiembrie 2008, spectrul elementelor de risc este ilustrat cu ajutorul unei benzi de variație construite în jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC din scenariul de bază. Pentru informații suplimentare, a se vedea *Caseta 3. Construirea intervalului de incertitudine asociat proiecției privind inflația din scenariul de bază* din Raportul anterior și subsecțiunea 1.4. *Riscuri asociate proiecției* din prezentul Raport.

<sup>41</sup> Pentru anul 2009, prețul mediu al petrolului din scenariul de bază (55 \$/baril) este substanțial mai redus comparativ cu valoarea utilizată în Raportul din noiembrie (90 \$/baril).

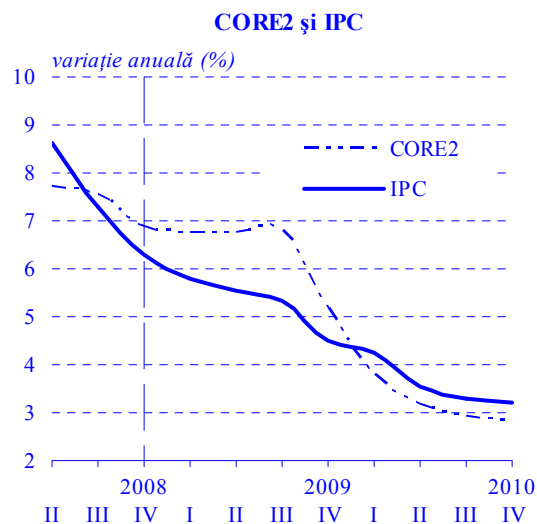
În condițiile în care scenariile privind evoluția pe termen scurt a activității economice reale, a componentelor inflației IPC și a majorității variabilelor externe reflectă valori ce se abat, în unele cazuri, substanțial de la tendințele de evoluție ale acestora din perioadele recente, interpretarea rezultatelor proiecției trebuie realizată cu o anumită doză de precauție<sup>42</sup>. Pe acest fundal, al unor ample incertitudini, ancorarea pe o traiectorie favorabilă a anticipațiilor agenților economici urmează a fi condiționată în bună măsură de consistența și predictibilitatea setului politicilor macroeconomice de pe parcursul orizontului proiecției.

Conform scenariului de bază al proiecției, scăderea ratei anuale a inflației IPC va continua pe parcursul următoarelor opt trimestre. Pe termen scurt (trimestrul I 2009), influența mai puțin favorabilă exercitată de inflația CORE2 asupra prețurilor bunurilor de consum (comparativ cu Raportul din noiembrie) este compensată de proiectarea unui scenariu mai favorabil asociat evoluției prețurilor combustibililor (valori mai mici față de noiembrie). Ulterior, atât scenariul mai optimist de evoluție a prețurilor administrate, cât și traiectoria mai favorabilă a prețurilor combustibililor de pe parcursul următoarelor trimestre permit convergența inflației IPC, la finele anului 2009, la marginea superioară a intervalului de variație din jurul țintei de inflație (4,5 la sută).

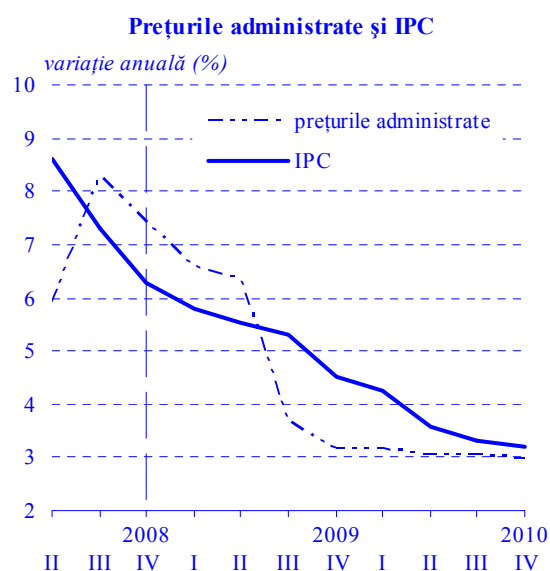
Comparativ cu proiecția din noiembrie 2008, reevaluarea poziționării ciclice a componentelor cererii agregate și persistența unor niveluri mai puțin stimulative ale acestora la adresa evoluției prețurilor sunt contrabalansate de impactul, acționând în sens invers, al dinamicii cursului de schimb al leului asupra prețurilor de import. În aceste condiții, o influență favorabilă a indicatorului CORE2 asupra prețurilor bunurilor de consum este așteptată a se manifesta abia începând din prima parte a anului viitor (rată anuală de creștere de 2,8 la sută). Cu excepția prețurilor combustibililor, a căror proiecție reflectă ipoteza unui preț în creștere<sup>43</sup> al petrolului, celelalte componente ale coșului înregistrează în 2010 rate anuale inferioare celei a inflației totale. Reflectând influența întregului set de determinanți, inflația anuală IPC este de așteptat să se situeze, la finele anului viitor, la nivelul de 3,2 la sută.

<sup>42</sup> De exemplu, o comparație directă între dinamica proiectată a variabilelor macroeconomice din scenariul de bază curent și cea din raportul anterior este evident posibilă, însă unele schimbări de natură metodologică sau formularea unor ipoteze de tip expert, necesare pentru a surprinde particularitățile mediului economic în care se derulează proiecția, ar putea genera unele interpretări eronate ale diferențelor astfel determinate.

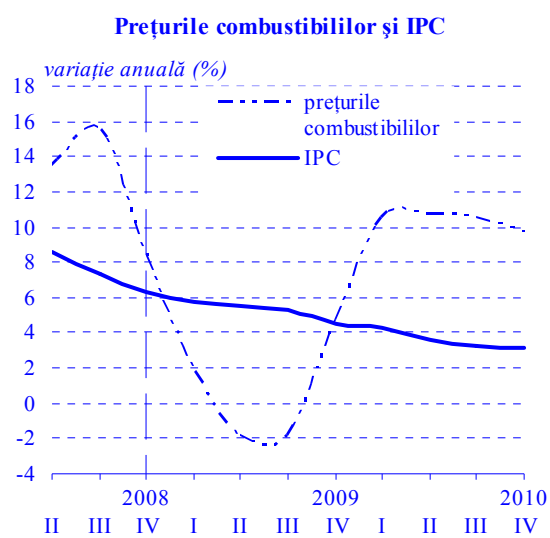
<sup>43</sup> Cu 18 la sută pe parcursul anului 2010 (valoare în trimestrul IV 2010 raportată la trimestrul IV 2009).



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

## 1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Mediul macroeconomic supus modelării în runda curentă de proiecție se anticipează a fi unul volatil, susceptibil de unele reconfigurări substanțiale pe măsura eliminării treptate a numeroaselor elemente de incertitudine din prezent. Ca urmare, utilizarea unor scenarii exogene, a căror validitate condiționează acuratețea proiecției pentru următoarele opt trimestre, reprezintă o constrângere metodologică suplimentară, dar consistentă cu valorificarea întregului set al informațiilor disponibile în momentul realizării proiecției.

Față de proiecția anterioară, contribuția scenariilor exogene ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor (LFO) la inflația IPC este mai puțin amplă în scenariul de bază curent. Cumulat pentru cele două componente, diferențele față de raportul din noiembrie 2008 sunt de -0,5 puncte procentuale în 2009, respectiv -0,2 puncte procentuale în 2010 (contribuții la inflația anuală totală). În timp ce aportul prețurilor administrate este relativ omogen distribuit în 2009 și 2010 (aproximativ 0,66 puncte procentuale din inflația anuală IPC), prețurile volatile LFO au o contribuție mai ridicată în 2009 (0,3 puncte procentuale) și aproximativ neutră (0,03 puncte procentuale) în 2010; pentru anul curent, aceste diferențe provin dintr-un efect de bază nefavorabil<sup>44</sup>.

**Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate și a celor volatile**

*procente*

	Prețuri administrate		Prețuri volatile ale alimentelor	
	2009	2010	2009	2010
Proiecția curentă	3,2	3,0	4,6	0,4
Proiecția anterioară	5,9	3,0*	4,1	1,62*

\* Inflație anuală în T3 2010 (în raportul din noiembrie, T4 2010 nu era inclus în orizontul de proiecție)

Ipotezele externe ale proiecției curente diferă substanțial de cele utilizate în Raportul anterior. Aceasta confirmă, încă o dată, volatilitatea mediului economic internațional care resimte impactul crizei financiare. Într-o perioadă caracterizată prin încetinirea semnificativă a ritmului de evoluție a componentelor cererii agregate interne din zona euro, pentru anul curent s-a avut în vedere ipoteza unei decelerări a ritmului anual de creștere a PIB extern până la valoarea de -0,2 la sută<sup>45</sup>. Decurgând din această

<sup>44</sup> Prin comparație cu prețurile înregistrate în 2008, în condițiile unei producții agricole situate peste medie.

<sup>45</sup> Această ipoteză este utilizată pentru aproximarea, pe perioada proiecției, a influenței cererii externe asupra dinamicii exporturilor românești.

ipoteză și având în vedere și anticiparea unei moderări a influenței exercitate de prețurile materiilor prime, inflația din zona euro este proiectată la niveluri mai reduse în anul curent (1,5 la sută) și marginal mai ridicate în 2010 (2,9 la sută), ambele față de valorile din noiembrie 2008.

În scenariul de bază, ipoteza menținerii constante a prețului petrolului pe parcursul întregului orizont al proiecției a fost relaxată. Renunțarea la această ipoteză nu reflectă, însă, anticiparea unei diminuări a incertitudinilor asociate dinamicii viitoare a prețului petrolului. În aceste condiții, creșterea presupusă – de la 51,1\$/baril în trimestrul I 2009 la 70\$/baril în trimestrul IV 2010 – este corelată cu nivelul recent extrem de redus al prețului acestei materii prime, la care s-a adăugat o ipoteză expert cu privire la evoluția cererii mondiale de petrol<sup>46</sup>.

Evoluția așteptată a variabilelor externe incluse în proiecție este prezentată în Tabelul nr. 5.3.

**Tabelul nr. 5.3. Evoluția așteptată a variabilelor externe**

	2009	2010
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (%)*	1,8	2,8
Prețul petrolului (\$/baril)**	55,1	65,9
Cursul euro/dolar SUA*	1,33	1,32
Inflația anuală din zona euro (%)**	1,5	2,9

\* Valoare în trimestrul IV

\*\* Valori anuale

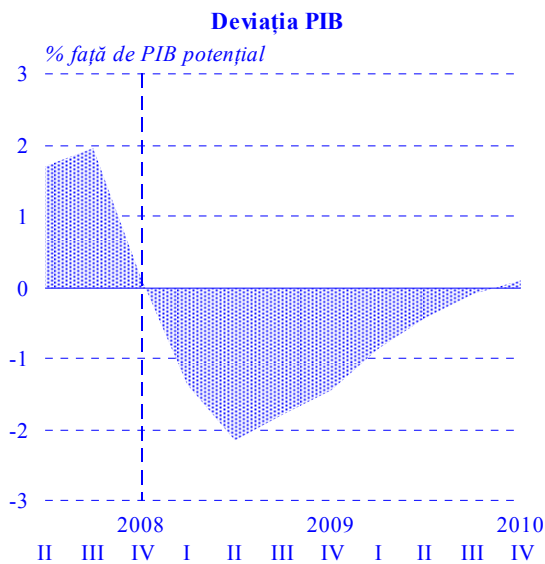
### 1.3. Presiuni din partea cererii agregate

#### 1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Unul dintre efectele principale și imediate ale crizei financiare internaționale a fost amplificarea incertitudinilor asociate evoluțiilor pe termen scurt și mediu ale variabilelor economice, cu impact negativ asupra gradului de predictibilitate a acestora.

Dinamica anuală a PIB real în cel de-al treilea trimestru al anului 2008, respectiv de 9,1 la sută, a fost inferioară valorii considerate pentru evaluarea excesului de cerere în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2008. În condițiile manifestării cu intensitate crescândă a efectelor crizei financiare internaționale în trimestrul IV, ritmul anual de creștere proiectat pentru această perioadă este semnificativ inferior valorilor prognozate anterior. Se apreciază că, începând cu trimestrul IV 2008, restrângerea

<sup>46</sup> Aceasta este anticipată să își revină treptat pe măsura epuizării celor mai ample efecte ale crizei financiare asupra economiei reale.



Sursa: INS, calcule BNR

activității investiționale ca efect al reducerii disponibilității resurselor și al creșterii costurilor de finanțare are impact negativ asupra ritmului de creștere a PIB potențial comparativ cu perioadele anterioare. În aceste condiții, excesul de cerere coboară în această perioadă la un nivel semnificativ inferior celui din trimestrul anterior, fiind practic eliminat, spre deosebire de anticipările runde anterioare de prognoză.

În trimestrul IV al anului 2008, consumul final al populației este preconizat a fi avut în continuare o dinamică superioară celei a PIB real, dar inferioară ritmurilor înregistrate anterior. Deși rămâne componenta cu cea mai mare influență asupra dinamicii PIB, diminuarea ratelor anuale de creștere a consumului final al populației contribuie la reducerea, față de trimestrul anterior, a deviației pozitive a PIB de la nivelul de trend al acestuia și astfel la o reducere a presiunilor inflaționiste atribuite cererii agregate din economie. Comparativ cu trimestrul anterior, reducerea presiunilor inflaționiste este sugerată și de continuarea dinamicii descendente a ratelor anuale de creștere a unor indicatori mențiți să aproximeze cuantumul resurselor aflate, pe termen scurt, la dispoziția populației. În condițiile menținerii unui ecart pozitiv relativ constant între ritmurile de creștere a salariilor reale și productivitatea muncii la nivelul economiei, decelerarea resurselor menționate anterior decurge din diminuarea semnificativă a dinamicii anuale a stocului de credite acordate populației<sup>47</sup>, reflectându-se, la rândul său, într-o decelerare a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul de mărfuri<sup>48</sup>.

Încetinirea activității de creditare, deși dificil de atribuit univoc unor factori ce acționează de partea cererii sau a ofertei de produse și servicii bancare, reflectă într-o manieră substanțială și acțiunea unor factori precum limitarea accesului instituțiilor financiare la surse de finanțare externe, dificultatea comutării către creditarea bazată pe atragerea de resurse financiare interne, precum și dificultățile alegerii de către bănci a debitorilor lichizi, cu bonitate puțin afectată de evoluțiile negative anticipate a avea loc pe termen scurt și mediu. În plus, resursele disponibile agregate ale populației vor fi afectate negativ și de dinamica anticipat descendentă a numărului de angajați din economie.

<sup>47</sup> Ritmul real anual de creștere a stocului de credite acordate populației pe termen scurt a fost în trimestrul IV 2008 de 22,1 la sută, continuând tendința de reducere comparativ cu perioadele anterioare; în plus, rata reală de creștere a creditului de consum s-a situat în aceeași perioadă la nivelul de 29,8 la sută, în încetinire față de 43,0 la sută în trimestrul precedent.

<sup>48</sup> Comerțul cu amănuntul de mărfuri, cu excepția autovehiculelor și carburanților a continuat tendința de decelerare a ritmului anual în noiembrie 2008, până la 2,8 la sută, comparativ cu o rată anuală de creștere de peste 16 la sută în luna septembrie.

Consumul public prezintă o dinamică anuală ascendentă comparativ cu valorile anterioare, continuând să se situeze peste nivelul său de trend. Dinamica deficitului bugetului general consolidat în trimestrul IV (situat la 2,94 la sută din PIB în luna noiembrie) reflectă atât expansiunea cheltuielilor, luna noiembrie fiind cea la sfârșitul căreia au avut loc alegerile parlamentare, cât și reducerea veniturilor încasate ca urmare a accentuării efectelor pe care criza financiară internațională le produce asupra economiei românești.

În trimestrul III 2008 rata anuală de creștere a formării brute de capital fix a fost de 24,3 la sută, valoare inferioară celor înregistrate în trimestrele anterioare, fiind rezultatul scăderii atât a dinamicii investițiilor în construcții noi, cât și a investițiilor în utilaje<sup>49</sup>. Pentru trimestrul IV 2008, este anticipată o încetinire semnificativă a ratei anuale de creștere a formării brute de capital fix, generând situarea acestei variabile la un nivel apropiat de cel aferent trendului. În aceste condiții, se anticipează reducerea accentuată a contribuției pozitive a acestei componente la creșterea PIB real. Cererea în scădere din partea agenților economici pentru creditele reale pe termen mediu și lung indică atât un grad ridicat de prudență din partea acestora, cât și costuri în creștere aferente contractării unor astfel de credite. Ambii factori s-au reflectat în trimestrul IV 2008 într-o rată anuală de creștere aflată pe o pantă descendentă<sup>50</sup>. Continuarea încetinerii dinamicii investițiilor este sugerată și de reducerea componentei importurilor de bunuri de capital, aceasta având o dinamică inferioară celei aferente importurilor agregate<sup>51</sup>.

Se anticipează că pentru trimestrul IV 2008 ritmul anual de creștere a importurilor și exporturilor se va reduce comparativ cu valorile înregistrate anterior. În cazul exporturilor, efectele pozitive datorate dinamicii favorabile a cursului de schimb sunt contrabalansate de scăderea semnificativă a ratelor anuale de creștere a producției industriale și, astfel, a productivității muncii din acest sector, acestea înregistrând în luna noiembrie 2008 rate

---

<sup>49</sup> Investițiile în construcții noi au avansat în trimestrul III 2008 cu 27,9 la sută, iar investițiile în utilaje cu 15,1 la sută, înregistrând decelerări comparativ cu ritmurile de creștere de 34,8 la sută, respectiv 23,7 la sută în trimestrul anterior.

<sup>50</sup> Ritmul real anual de creștere în trimestrul IV 2008 a fost de 26,4 la sută, în scădere comparativ cu ritmul corespunzător înregistrat în trimestrul III (37,2 la sută).

<sup>51</sup> Rata de creștere anuală a importurilor de bunuri de capital (exprimată în euro) a fost de 5,8 la sută în trimestrul III 2008, semnificativ mai redusă decât ratele anuale de creștere înregistrate în primele două trimestre, respectiv 16,0 la sută în trimestrul II 2008 și 17,6 la sută în trimestrul I 2008. În plus, ponderea în cel de-al treilea trimestru al anului 2008 în total importuri FOB a fost de 22,2 la sută, comparativ cu o medie de aproximativ 25 la sută pentru ultimele 6 trimestre (2007 trimestrul I – 2008 trimestrul II).

anuale de creștere de -11,5 la sută, respectiv de -6,9 la sută<sup>52</sup>. În plus, diminuarea și chiar intrarea în teritoriu negativ a dinamicii activității economice în țările partenere contribuie la reducerea cererii externe pentru exporturile românești<sup>53</sup>. Reducerea creșterii importurilor este susținută de încetinirea expansiunii resurselor disponibile la nivelul populației și al agenților economici, în timp ce creditul acordat sectorului privat<sup>54</sup> înregistrează rate de creștere încă ridicate (dar cu o tendință descrescătoare).

### **1.3.2. Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului de schimb al leului și ale ratelor dobânzilor asupra activității economice**

În trimestrul IV 2008 moneda națională s-a depreciat în termeni reali și nominali față de media trimestrului anterior pe fondul evoluțiilor înregistrate la nivel internațional și regional și al condițiilor specifice economiei românești. Aversiunea față de risc a investitorilor financiari s-a deteriorat în principal datorită semnalelor privind recesiunea globală și trenării formulării unui răspuns comun la problemele cu care se confruntă sistemul financiar global (deși ulterior principalele bănci centrale au redus ratele dobânzilor și au intensificat acțiunile în vederea îmbunătățirii condițiilor globale ale lichidității). Tot în sensul deprecierei leului au acționat și factori interni precum: perspectiva creșterilor salariale din domeniul public, nivelul încă ridicat al deficitului de cont curent al balanței de plăți, perspectivele negative cu privire la evoluția economiei românești (aspecte reflectate și de scăderea *rating*-ului de țară de către principalele agenții de profil, inclusiv sub categoria *investment grade*). Pe acest fond, intensificarea operațiunilor speculative ale unor operatori valutari a acționat în același sens, al deprecierei leului.

Ca urmare a deprecierei accentuate a monedei naționale din trimestrul IV, cursul de schimb a încetat să mai transmită un efect restrictiv asupra cererii agregate prin canalul exportului net, acesta devenind stimulat. Pe de altă parte, efectele de avuție și bilanț ale cursului de schimb au devenit restrictive, deprecierea leului conducând la creșterea puternică a costului în lei al creditelor contractate în valută. Cumulând efectele de sens contrar ale cursului real de schimb evidențiate mai sus, se estimează că pe termen scurt impactul acestuia asupra cererii agregate și, implicit,

---

<sup>52</sup> Comparativ, în trimestrul III 2008, productivitatea muncii în industrie a înregistrat o rată anuală de creștere de 6,1 la sută, rata similară în cazul producției industriale fiind de 2,4 la sută.

<sup>53</sup> Ritmul anual de creștere economică pentru zona euro în trimestrul III 2008 s-a redus până la 0,6 la sută, comparativ cu 1,4 la sută în trimestrul anterior (*Sursa: Eurostat*).

<sup>54</sup> Ritmul real anual de creștere în trimestrul IV 2008 s-a redus la 29,9 la sută față de un ritm de 40,7 la sută în trimestrul anterior.



asupra inflației, va fi unul restrictiv. Acest impuls ar putea fi amplificat de anticiparea unor șocuri negative la nivelul cererii externe asociate recesiunii economice globale și în particular din zona euro (principalul partener comercial al României). Din punct de vedere al impactului direct al cursului de schimb asupra inflației, evoluția din trimestrul IV a prețurilor de import a avut o contribuție inflaționistă de mai mare amploare comparativ cu cea din trimestrele II și III.

Este de așteptat ca pe termen mediu, cursul real de schimb să urmeze o traiectorie determinată de factori fundamentali, cum ar fi fluxurile sustenabile de capital și diferențialul de productivitate față de partenerii externi. Cu toate acestea, se anticipează că, cel puțin pe parcursul primei jumătăți a intervalului de proiecție, restrângerea lichidității pe piețele internaționale și persistența unei aversiuni foarte ridicate față de risc vor întrerupe tendința de apreciere reală a leului.

Pe piața monetară interbancară, pe parcursul trimestrului IV 2008, situarea ansamblului băncilor comerciale în poziție netă deficitară de lichiditate a plasat BNR în poziția de creditor față de sistemul bancar. Sub influența unor factori conjuncturali (a se vedea subsecțiunea IV.2.1. *Ratele dobânzilor*), ratele dobânzilor interbancare au crescut substanțial la începutul trimestrului. Gestionarea flexibilă de către BNR a lichidității din sistemul bancar a favorizat revenirea dobânzilor interbancare, către sfârșitul perioadei menționate, la niveluri similare celor din trimestrul anterior. Oricum, tensiunile manifestate în cursul trimestrului IV pe piața monetară interbancară au transmis presiuni de creștere asupra dobânzilor bancare.

Ratele nominale ale dobânzilor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții la credite și depozite au continuat să se majoreze pe parcursul trimestrului IV. Creșterea ratei nominale a dobânzii la depozite reflectă competiția tot mai acerbă la nivelul sistemului bancar pentru atragerea de resurse interne, în contextul în care accesul la sursele de finanțare externe este tot mai limitat (pe fondul crizei financiare internaționale), iar condițiile de pe piața monetară interbancară au fost încordate pe parcursul trimestrului IV. În același timp, dinamica comparativ mai amplă înregistrată de ratele nominale ale dobânzii la credite reflectă atât încorporarea costurilor suplimentare de finanțare, precum și creșterea aversiunii față de risc a băncilor comerciale în relațiile cu clienții. Majorările dobânzilor nominale în contextul reducerii anticipațiilor inflaționiste implică o creștere substanțială în termeni reali a ratelor dobânzilor la credite și depozite. Ca urmare, *ceteris paribus*, în trimestrul IV s-a intensificat impactul restrictiv asupra economiei al ratelor reale ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari.

Pe ansamblu, impactul cumulat exercitat în trimestrul IV 2008 de cursul real de schimb (prin intermediul celor două canale menționate

anterior) și de ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit la credite și depozite asupra cererii agregate și inflației viitoare își reduce, comparativ cu trimestrul III, caracterul restrictiv.

### 1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Efectele propagate treptat și cu intensitate sporită ale crizei financiare, vizibile deja în evoluția de pe parcursul trimestrului IV 2008 a unor indicatori conjuncturali ai economiei reale<sup>55</sup>, asociază incertitudini ample, implicând posibilitatea abaterilor în ambele sensuri, atât punctului de pornire al simulărilor<sup>56</sup>, cât și impactului proiectat al condițiilor monetare reale în orizontul relevant. În aceste condiții, menționăm că rezultatele prezentate în această secțiune sunt puternic condiționate de ipotezele utilizate, în timp ce implicațiile posibile ale unor abateri de la acestea sunt sintetizate, ca efect agregat asupra traiectoriilor posibile ale ratei inflației IPC, în subsecțiunea 1.4. *Riscuri asociate proiecției*.

Comparativ cu Raportul din noiembrie 2008, deviația PIB de la trend a fost revizuită în sens descendent atât în trimestrul IV 2008, cât și în trimestrul I 2009<sup>57</sup>. Aceasta reflectă, pe de-o parte, anticiparea unei comprimări substanțiale a dinamicii PIB din aceste trimestre, iar pe de altă parte, reconsiderarea impactului pe care criza financiară îl exercită asupra dinamicii proiectate a PIB potențial<sup>58</sup>. Sub influența întregului set al determinantilor și comparativ cu valorile din noiembrie, traiectoria proiectată a deviației PIB de la trend se plasează în scenariul de bază la valori compatibile cu o reducere semnificativ mai accentuată a presiunilor inflaționiste atribuite cererii agregate.

La configurarea deviației PIB de pe parcursul intervalului de prognoză contribuie dinamica proiectată a condițiilor monetare reale în sens larg<sup>59</sup>, conduita anticipată a politicii fiscale, precum și evoluția prognozată a cererii externe pentru producția internă.

---

<sup>55</sup> A se vedea și secțiunile anterioare.

<sup>56</sup> Deviația PIB de la nivelul său de trend din trimestrele IV 2008 și I 2009.

<sup>57</sup> O parte a decelerării de -1,6 puncte procentuale a deviației PIB din trimestrul I 2009 este atribuită anticipării unui efect ușor restrictiv al politicii fiscale asupra componentelor cererii agregate din economie în acest trimestru.

<sup>58</sup> Avansul semnificativ al creditării din ultimii ani a adăugat o componentă importantă creșterii potențiale a PIB intern, prin stimularea tuturor componentelor acestuia; o parte a acestui avans este presupusă a fi înlăturată parțial, în condițiile anticipării unei decelerări semnificative a ritmului de creștere a creditului acordat sectorului privat pe parcursul orizontului de proiecție.

<sup>59</sup> Conform definiției utilizate de BNR, condițiile monetare reale în sens larg evaluează influența exercitată de cursul de schimb real efectiv (atât prin canalul exporturilor nete, cât și prin efectul de avuție și bilanț) și de ratele reale ale dobânzilor practicate de instituțiile financiare asupra deviației PIB și, prin aceasta, asupra inflației. Evaluarea se realizează pe baza metodelor de filtrare și a modelului de prognoză utilizate în cadrul BNR. Atragem atenția asupra distincției dintre această definiție și cea a Indicelui Condițiilor Monetare consacrată în literatura de specialitate.

Ponderea ridicată a creditului neguvernamental denominat în valută acordat sectorului privat (societăți nefinanciare și gospodării ale populației) asociază deprecierea recentă a monedei naționale un puternic efect de contracție a cererii agregate, mai ales în prima parte a anului 2009. Această contracție se datorează creșterii, pentru agenții economici ce obțin venituri în monedă națională, a costului serviciului datoriei contractate în monedă străină<sup>60</sup>. Intensitatea acestui efect de bilanț este condiționată de magnitudinea și durata efectelor negative ale crizei financiare repercutate asupra evoluției monedei naționale.

Impulsuri de sens opus sunt proiectate în scenariul de bază din partea dinamicii exporturilor nete. Evoluția acestora este rezultatul unor influențe contradictorii ale factorilor determinanți. Pe de-o parte, comprimarea preconizată a dinamicii cererii externe, care este de așteptat să persiste pe întregul interval, va intensifica decelerarea PIB intern, acționând în sensul deteriorării balanței comerciale externe. În același timp, însă, este de așteptat ca re poziționarea cursului de schimb real efectiv al monedei naționale la niveluri mai ridicate ca urmare a deprecierei nominale inițiate pe parcursul trimestrului IV 2008 să impulsioneze balanța comercială externă (prin stimularea exporturilor și descurajarea importurilor) pe tot orizontul. Rezultatul net al influențelor menționate este proiectat să fie stimulativ la adresa cererii agregate, contribuind, în același timp, la o corecție a deficitelor externe<sup>61</sup>.

Eficacitatea propagării impulsurilor cursului real de schimb asupra variabilelor macroeconomice reale este supusă unei doze de incertitudine. Dinamica monedei naționale ca activ financiar reflectă, într-un anumit orizont de timp, atât acțiunea factorilor fundamentali (fluxuri sustenabile de capital, diferențial de productivitate etc.), cât și pe cea a unor factori cu influență tranzitorie (fluctuații ale diferențelor între randamentele oferite pe termen scurt de monede alternative, percepția asupra riscului suveran în perioade de reformulare a politicilor macroeconomice). În contextul manifestării cu intensitate din ce în ce mai amplă a crizei financiare, este de așteptat ca influența factorilor de natură tranzitorie să fie predominantă în trimestrele imediat următoare. În aceste condiții, dinamica cursului de schimb ar putea prezenta o

---

<sup>60</sup> Pe termen scurt, un leu mai depreciat are ca efect creșterea ponderii pe care cheltuielile asociate amortizării împrumuturilor contractate în valută o dețin în totalul bugetului agenților economici. Pe termen mediu, agenții economici s-ar putea proteja împotriva apariției unor situații similare economisind mai mult în monedă națională. În ambele situații, resursele disponibile pentru consum sau investiții se vor diminua în mod corespunzător, putând avea ca efect o contracție a cererii agregate.

<sup>61</sup> Ipoteza adoptată în mod implicit se referă la asigurarea finanțării ordonate a deficitului de cont curent pe tot parcursul realizării acestor ajustări.

volatilitate sporită în cadrul orizontului de proiecție<sup>62</sup>. În eventualitatea materializării unui asemenea scenariu, impactul unei depreciere/aprecieri viitoare a cursului real efectiv asupra fluxurilor comerciale s-ar putea dovedi a fi diferit de cel teoretic predictibil<sup>63</sup>.

În ipoteza persistenței pe perioade mai îndelungate a efectelor crizei, instituțiile financiare domestice vor resimți sensibil posibila reducere rapidă a surselor de finanțare externe, fiind nevoite să apeleze tot mai mult la atragerea compensatorie de resurse interne (de exemplu, prin asigurarea unei atractivități sporite a produselor de economisire de tipul depozitelor bancare). *Ceteris paribus*, în condițiile unor costuri mai ridicate asociate atragerii pasivelor bilanțiere, ratele dobânzilor la creditele bancare se vor ajusta în mod corespunzător, în special din perspectiva termenului scurt.

Reflectând aceste ajustări, posibilitățile de finanțare ale agenților economici se vor ajusta în mod corespunzător, putând influența în sensul scăderii activitatea economică reală<sup>64</sup>. Atât ratele dobânzilor la depozite, cât și cele aferente creditelor acordate de instituțiile financiare sunt proiectate, conform scenariului de bază, să acționeze restrictiv asupra deviației PIB, cu precădere în prima jumătate a orizontului de prognoză. Ulterior, pe măsura epuizării treptate a celor mai ample efecte ale crizei financiare, influența acestor variabile devine aproximativ neutră la adresa economiei reale, permițând manifestarea unui exces de cerere moderat către finele anului 2010.

Conduita politicii monetare va rămâne, pe întreg intervalul proiecției, consecventă obiectivului său fundamental, de asigurare a stabilității prețurilor pe termen mediu și lung. În același timp, pe perioada manifestării acute a efectelor crizei financiare globale asupra economiei naționale, banca centrală va acorda atenție sporită ajustării controlate a dezechilibrelor macroeconomice, asigurând condițiile bunei funcționări și stabilității sistemului financiar. Asigurarea unui volum adecvat al lichidității pe piața interbancară,

---

<sup>62</sup> Acest efect este dificil de surprins în cadrul unui model macroeconomic care utilizează valori trimestriale ale cursului de schimb al leului. Prin definiție, cursul trimestrial se calculează ca o medie a valorilor lunare ale acestuia, ceea ce atenuează, implicit, fluctuațiile variabilei de la un trimestru la altul.

<sup>63</sup> De exemplu, în situația în care agenții economici exportatori nu pot ajusta rapid – ca răspuns la variația cursului – volumul factorilor de producție utilizați (muncă, capital etc.), o volatilitate mai accentuată a cursului de schimb se va reflecta, *ceteris paribus*, într-o volatilitate corespunzătoare a profiturilor acestora, fără efecte semnificative asupra volumului exporturilor.

<sup>64</sup> Proiectarea unei dinamici a activității economice ce resimte mai pregnant impactul crizei financiare s-ar putea reflecta într-o diminuare corespunzătoare a valorii garanțiilor ce ar putea fi utilizate de agenții economici în momentul contractării de noi împrumuturi bancare sau al prelungirii liniilor de finanțare deja existente. În aceste condiții, am putea asista la amplificarea influenței exercitate de sectorul financiar asupra celui real, datorită legăturii relativ strânse dintre cele două sectoare.

în condițiile trecerii băncii centrale în poziția de creditor față de sistemul bancar, este proiectată să contrabalanseze o parte a efectelor restrictive ale dobânzilor bancare asupra activității economice. Conduita echilibrată de conducere a politicii monetare va permite, cu condiția unei cooperări adecvate din partea celorlalte politici macroeconomice și în lipsa unor abateri substanțiale de la coordonatele scenariului de bază, reintrarea inflației în intervalul de variație din jurul țintei încă din prima parte a anului 2010.

Pentru determinarea coordonatelor politicii fiscale din scenariul de bază au fost utilizate cele mai recente informații disponibile cu privire la configurația proiectului de buget pentru anul 2009. Revizuirea cea mai amplă comparativ cu ipotezele fiscale utilizate în Raportul anterior se datorează reconfigurării scenariului privind evoluția proiectată a activității economice. În aceste condiții, având în vedere și conduita politicii fiscale de pe parcursul anului 2008, impulsul fiscal aferent anului curent este anticipat a exercita efecte restrictive asupra activității economice. Pentru 2010, puținele informații disponibile în prezent, în contextul incertitudinilor majore legate de evoluția proiectată a activității economice, au configurat o conduită a politicii fiscale așteptată să aibă un efect relativ neutru asupra deviației PIB.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

După cum s-a menționat și în secțiunile precedente, scenariul de bază al proiecției este grevat de un spectru larg de elemente de incertitudine. O cuantificare explicită a impactului acestora asupra dinamicii variabilelor macroeconomice este dificil de realizat, date fiind dificultățile obiective de a asocia probabilități de apariție unei plaje atât de largi de evenimente posibile. Din rândul acestora, analiza din această secțiune se concentrează asupra celor apreciate ca având asociate probabilități mai ridicate de manifestare pe parcursul următoarelor opt trimestre. În sinteză, riscurile la adresa inflației sunt apreciate ca fiind relativ echilibrat distribuite în jurul traiectoriei indicatorului din scenariul de bază.

Conform celui mai recent sondaj privind creditarea companiilor și populației<sup>65</sup>, atât standardele, cât și termenii și condițiile de finanțare la adresa ambelor categorii de operatori au continuat să cunoască înrăutățiri pe parcursul trimestrului IV 2008. Ca efect colateral al menținerii sau chiar al agravării efectelor adverse ale crizei financiare internaționale, unul dintre riscurile considerate relevante în orizontul proiecției este o creștere mai accentuată decât cea compatibilă cu scenariul de bază a costurilor de finanțare ale instituțiilor financiare. În aceste condiții, înclinația mai redusă a agenților economici de a apela la împrumuturi bancare s-ar putea

<sup>65</sup> BNR, Sondaj privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, trimestrul IV 2008.

suprapune unei diminuări substanțiale a apetitului instituțiilor financiare de a se angaja în derularea activității de creditare percepute a avea, în noul context, un grad de risc mai ridicat. Acest comportament ar putea afecta considerabil activitatea economică în sectoarele puternic dependente de finanțarea prin intermediul creditului<sup>66</sup>.

Fără să beneficieze de susținere din partea politicilor macroeconomice, materializarea acestui risc ar implica o corectare severă, prin comprimare, a dinamicii componentelor cererii și ofertei agregate, ceea ce ar plasa economia în proximitatea unui scenariu cu corecții mai ample ale dezechilibrelor interne și externe. Ca urmare, creșterea economică s-ar putea abate în sens descendent de la traiectoria din scenariul de bază, în timp ce, în termeni relativi, inflația ar putea devia în sens ascendent<sup>67</sup>.

Coordonatele politicii fiscale de pe parcursul proiecției, dificultățile suplimentare de asigurare la timp și în condiții de cost rezonabile a finanțării datoriei externe a sectorului privat (cu precădere a celei pe termen scurt), diminuarea inevitabilă a intrărilor de investiții străine directe și, legat de aceasta, necesitatea unei corecții ample a deficitului balanței comerciale definesc surse posibile de risc la adresa ipotezei<sup>68</sup> unei finanțări ordonate a deficitului de cont curent. În contextul accentuării concurenței pentru menținerea cotelor de piață pe piețele externe, persistența sau chiar amplificarea decalajului dintre salariile reale și productivitatea muncii în cazul firmelor exportatoare<sup>69</sup> ar fi dificil de compensat de nivelul mai favorabil al prețurilor bunurilor de export (determinat de un curs al leului mai depreciat față de Raportul din noiembrie). În aceste condiții, comprimarea exporturilor s-ar suprapune diminuării deja preconizate – în scenariul de bază – a cererii externe pentru produsele românești, conturând un scenariu mai pesimist de creștere economică. În măsura în care costurile mai ridicate ale firmelor s-ar reflecta în prețuri mai mari de vânzare (ipoteza conservării marjelor de profit ale firmelor), efectele asupra inflației ar putea să fie nefavorabile comparativ cu scenariul de bază.

---

<sup>66</sup> Sectoarele instituționale care concentrează cea mai mare parte a creditelor acordate sectorului privat sunt serviciile, urmate de industrie și construcții.

<sup>67</sup> Aversiunea mai ridicată față de risc a investitorilor, împreună cu o posibilă ajustare dezordonată a dezechilibrelor macroeconomice, ar urma să transfere efectul șocurilor adverse ce afectează economia reală într-un nivel mai depreciat al monedei naționale și, astfel, în presiuni inflaționiste mai ample, care să contrabalanseze efectul dezinflaționist al reducerii cererii agregate.

<sup>68</sup> Din scenariul de bază.

<sup>69</sup> Dinamica anuală a costurilor unitare (denominate în euro) cu forța de muncă din industrie a înregistrat creșteri succesive pe parcursul anului precedent, semnalând o deteriorare a competitivității produselor destinate piețelor externe.

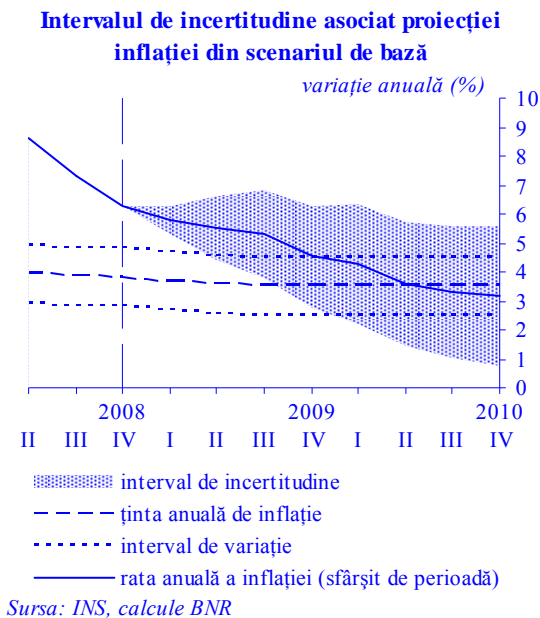
Pentru corectarea dezechilibrelor macroeconomice și/sau minimizarea probabilității unei amplificări a acestora pe parcursul orizontului de proiecție este necesară coordonarea politicilor macroeconomice, în special a celei fiscale și de venituri cu cea monetară. În plus, pentru a oferi un suport eficient ancorării anticipațiilor agenților economici, acestea trebuie să beneficieze de atributul predictibilității. O conduită mai puțin restrictivă a politicii fiscale față de coordonatele scenariului de bază, în măsura în care ar crea și unele probleme de finanțare a deficitului bugetar, s-ar reflecta într-o amplificare a competiției între sectorul public și cel privat pentru atragerea resurselor de finanțare disponibile. În condițiile proiectării unei reduceri autonome a surselor de finanțare totale (ca efect al crizei financiare), conduita autorității fiscale ar echivala parțial cu o înlăturare a sectorului privat de pe această piață (*crowding out*), având ca efect, *ceteris paribus*, și o deteriorare relativă a echilibrelor externe față de reperele scenariului de bază.

O mare parte a rezultatelor proiectate în scenariul de bază este condiționată de durata și intensitatea efectelor directe și indirecte ale crizei financiare internaționale asupra economiei naționale. Un scenariu alternativ, în care efectele crizei sunt considerabil mai moderate și/sau se disipează mai rapid, deși pare puțin probabil în momentul de față, nu poate fi ignorat în totalitate. Într-un astfel de scenariu, pe fondul unei percepții de risc îmbunătățite a investitorilor și în condițiile revigorării mai rapide a cererii externe adresate produselor românești, corecția dezechilibrelor externe s-ar putea realiza într-o manieră mai sustenabilă și beneficiind de o predictibilitate sporită a dinamicii viitoare a surselor de finanțare.

Ca un efect colateral, compresia de mai mică amplitudine a cererii agregate interne – consistentă cu atingerea noilor echilibre macroeconomice – s-ar reflecta într-un scenariu mai favorabil al dinamicii PIB<sup>70</sup>. Nu în ultimul rând, în condițiile unei volatilități mai reduse a monedei naționale, înclinația agenților economici de a transfera integral riscul de curs asupra prețurilor finale ale bunurilor și serviciilor s-ar putea diminua în mod substanțial, favorizând convergența ratei inflației către valori mai reduse.

În mod similar rapoartelor anterioare asupra inflației, reiterăm riscul unei abateri a dinamicii exogene a prețurilor administrate de la coordonatele scenariului de bază (pentru o comparație a scenariului curent cu cel inclus în Raportul din noiembrie, a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*). De asemenea, prețurile combustibililor ar putea diverge de la traiectoria prezentată în scenariul de bază, în condițiile unei dinamici a prețului petrolului care ar putea reflecta influența unui

<sup>70</sup> Aceasta s-ar produce pe fondul eliminării constrângerilor asociate nivelului redus al intermedierei financiare și, astfel, al stimulării realizării de noi proiecte investiționale.



spectru larg de factori. Aceștia pot viza fie modificări puțin previzibile în prezent ale ofertei viitoare de petrol din partea principalilor producători<sup>71</sup>, fie o dinamică a cererii având coordonate diferite față de cele presupuse în scenariul de bază al proiecției.

Pentru runda curentă, distribuția intervalului de incertitudine în jurul proiecției centrale a inflației din scenariul de bază este ilustrată în graficul alăturat. Informația pe care o furnizează intervalul de incertitudine privește mărimea medie cu care proiecția de inflație poate să devieze în ambele sensuri de la traiectoria inflației din scenariul de bază, ca efect al unor factori necuantificați explicit. Impactul acestor factori de risc este considerat a fi aproximat de o medie a erorilor de proiecție din trecut.

## 2. Evaluarea de politică monetară

Din perspectiva evoluțiilor macroeconomice recente, dar și a prognozei pe termen mediu a inflației, marcată în continuare de incertitudinile neobișnuit de înalte generate de adâncirea și prelungirea crizei economice internaționale, obiectivul readucerii și menținerii ratei inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei pe termen mediu continuă să fie o provocare pentru banca centrală. Una dintre dificultățile ce vor trebui surmontate de autoritatea monetară în perioada următoare o constituie potențialul impact advers exercitat asupra așteptărilor de plasarea și în 2008 a ratei anuale a inflației deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru decembrie (3,8 la sută  $\pm$  1 punct procentual). Un sprijin în acest sens îl poate oferi însă consecvența decelerare a inflației pe parcursul trimestrului IV, concretizată în coborârea ratei anuale a inflației în luna decembrie 2008 la un nivel inferior celui consemnat în intervalul similar al anului anterior (6,30 la sută, față de 6,57 la sută).

Caracterul complex și dificil al contextului în care se va implementa politica monetară derivă, însă, în principal, din necesitatea derulării ordonate a procesului de ajustare a dezechilibrelor macroeconomice (*soft landing*) – amorsat deja în 2008 sub impactul extinderii crizei economico-financiare globale – în vederea prevenirii producerii unei contracții masive și de durată a activității economice și a puterii de cumpărare a monedei naționale (*hard landing*), de natură să afecteze advers potențialul de creștere a economiei românești pe termen mediu și lung.

<sup>71</sup> În condițiile unui scenariu dat cu privire la evoluția cererii de petrol, coordonarea producției țărilor membre ale OPEC în vederea limitării ofertei disponibile de petrol ar putea conduce la majorări mai ample ale prețului acestei materii prime.



Pornind de la aceste imperative care presupun o anumită configurație a politicii monetare, dar și de la ipoteze considerate a avea o probabilitate mai mare de materializare în actualul context, scenariul de prognoză actualizat relevă o ușoară ameliorare a perspectivei inflației în prima parte a orizontului de prognoză, urmată însă de o relativă încetinire a consolidării dezinflației pe parcursul anului 2010. Revenirea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei se anticipează a se produce în trimestrul I 2010, similar proiecției anterioare.

Ușoara glisare descendentă consemnată de traiectoria ratei anuale prognozate a inflației pe parcursul anului 2009, comparativ cu proiecția anterioară, este rezultanta declinului pronunțat al ritmului prognozat al creșterii economice în acest an și implicit a deschiderii mai rapide și mai ample a deviației negative a PIB față de nivelul său potențial. Principalele premise și resorturi ipotetice ale apariției și amplificării pe termen scurt a deficitului de cerere agregată – evoluție ce reflectă în principal propagarea relativ rapidă a efectelor crizei economice globale – sunt: (i) performanța sub așteptări consemnată de dinamica anuală a PIB în trimestrul III 2008; (ii) scăderea amplă înregistrată în trimestrul IV de dinamica anuală a unor indicatori relevanți ai cererii interne și externe și implicit ai ofertei; (iii) înăsprirea semnificativă a condițiilor de creditare pe piața financiară internațională, dar mai ales pe cea internă asociată cu restrângerea substanțială a ofertei de credite; (iv) apariția și intensificarea fenomenului disponibilizărilor de personal și creșterea implicită a șomajului; (v) prezumarea întăririi corective a politicii fiscale și a celei de venituri.

Prognoza privind creșterea economică continuă însă să fie marcată de foarte mari incertitudini, cele mai semnificative fiind legate de perspectivele activității economice și ale sentimentului piețelor din UE, mai ales din zona euro, în condițiile în care economia internă s-a dovedit a fi în perioada recentă neașteptat de receptivă la efectele acutizării crizei în aceste state. Astfel, în ipoteza, de altfel foarte probabilă, a continuării revizuirii prognozelor economiilor europene dezvoltate în sensul adâncirii și creșterii duratei recesiunii așteptate, dar și pe fondul persistenței percepției nefavorabile a investitorilor asupra evoluției fundamentelor economiei românești – decurgând inclusiv din cele două scăderi deja operate ale *rating*-ului de țară – încetinirea creșterii economice ar putea fi mai severă, iar dimensiunea *gap*-ului negativ al PIB mai amplă.

Dinamica exporturilor, pe de o parte, și costul și volumul finanțării externe accesibile instituțiilor de credit locale, pe de altă parte, vor fi în continuare canalele majore prin care efectele amplificării recesiunii în zona euro se vor repercuta asupra activității economice interne. Este de așteptat ca pe termen scurt „efectul de volum” exercitat asupra exporturilor de restrângerea cererii externe să fie mai puternic decât cel potențial expansionist generat de

slăbirea recentă a monedei naționale în raport cu euro. Pe deasupra, impactul contracționist exercitat astfel asupra activității economice ar putea fi amplificat de semnificativa dimensiune a sectoarelor exportatoare care își vor restrânge activitatea și de capacitatea acestora de a produce efecte adverse în lanț la nivelul industriei prelucrătoare. În același timp, însă, dată fiind elasticitatea specifică, declinul dinamicii exporturilor va fi însoțit de un recul al dinamicii importurilor, care va fi accentuat, probabil cu un anumit *lag* de potențialul efect de substituție generat de prelungirea deprecierei monedei naționale.

Cel de-al doilea canal va continua să afecteze prioritar componenta internă a cererii agregate, influența sa manifestându-se în principal prin restricționarea ofertei de credite; o eventuală restrângere relativ mai rapidă a componentei în valută a acesteia ar fi de natură să crească rolul ratei dobânzii în cadrul mecanismului de transmisie monetară și implicit să sporească în perspectivă eficacitatea politicii monetare. Impactul restrictiv al canalului finanțării externe ar putea infirma însă așteptările nefavorabile, în ipoteza în care băncile-mamă – care dețin cea mai mare parte din pasivele externe ale sistemului bancar românesc – își vor reînnoi cvasiintegral plasamentele pe piața internă care ajung la scadență în perioada următoare.

În aceste condiții, un factor mai important de restricționare viitoare a creditării pare să devină neîncrederea băncilor în perspectivele pe termen scurt ale economiei și percepția semnificativ deteriorată a acestora asupra riscului asociat creditelor acordate companiilor și populației. Aceasta s-a reflectat deja în înăsprirea considerabilă a standardelor și termenilor de creditare, relaxarea acestora în perioada următoare fiind foarte puțin probabilă, în pofida recente revizuirii de către BNR a prevederilor referitoare la condițiile de acordare a creditelor pentru populație garantate cu ipotecă; în acest context, gradul efectiv de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg pare a fi mai ridicat decât cel reflectat de nivelul ratelor dobânzilor, al cursului de schimb și al ratelor rezervelor minime obligatorii.

Și factorii cererii de credite, în special a celei formulate de populație, vor continua să frâneze ritmul de creștere a creditului acordat sectorului privat, cei mai semnificativi fiind: (i) nivelul înalt al ratelor dobânzilor aplicate creditelor; (ii) deprecierea substanțială acumulată recent de moneda națională și creșterea volatilității și impredictibilității cursului de schimb al leului; (iii) înrăutățirea – pe fondul restrângerii activității în anumite ramuri și al reluării creșterii șomajului – a așteptărilor privind evoluția veniturilor; (iv) diminuarea capacității de îndatorare a persoanelor deja beneficiare de credite.

Este de așteptat ca impactul slăbirii semnificative a creditării să continue să se regăsească cu prioritate în temperarea cererii de consum, în condițiile în care în prima parte a trimestrului IV s-a evidențiat existența unei corelații strânse între frânarea creșterii creditului și scăderea abruptă a dinamicii indicatorilor consumului privat – produsă în pofida menținerii la un nivel relativ înalt a ritmului anual de creștere a salariilor. Posibila scădere a înclinației spre consum sugerată de aceste evoluții – benefică din perspectiva ajustării dezechilibrelor macroeconomice – va fi foarte probabil potențată de efectul de bilanț al ratelor dobânzilor aferente creditelor contractate, precum și de cel al deprecierei leului.

Aceste efecte vor afecta și activitatea curentă și investițională a companiilor, dar posibil, în mod indirect, și situația sistemului bancar. Astfel, probabilitatea ca serviciul datoriei bancare să excedă capacitatea de plată a unor debitori – persoane fizice dar posibil și companii – este în continuă creștere, ceea ce induce riscuri semnificative la adresa calității portofoliului de credite al unor bănci și posibil a indicatorilor de solvabilitate ai acestora. Aceștia din urmă ar putea recepta și efectul advers al creșterii excesive operate recent asupra ratelor dobânzilor la depozitele în lei, dar și asupra ratelor dobânzilor aplicate creditelor în lei, de instituțiile de credite dependente de finanțarea externă.

Dinamica investițiilor s-ar putea dovedi a fi însă mai rezilientă față de acțiunea contracționistă exercitată de evoluția creditului, în ipoteza prelungirii ritmului de creștere consemnat în prima parte a trimestrului IV de investițiile străine directe și de împrumuturile externe ale sectorului nebancaar. Această componentă a cererii interne va fi sprijinită și de potențiala materializare a intenției autorităților de a spori substanțial cheltuielile cu investițiile publice și de a crește volumul fondurilor europene absorbite.

Efectul de multiplicare a acestor investiții ar putea atenua impactul advers exercitat asupra cererii interne de previzibila scădere sensibilă a dinamicii veniturilor salariale din sectorul privat, precum și de prezumata întărire a politicii cheltuielilor bugetare cu salariile și achizițiile de bunuri și servicii. Atitudinea austeră a politicii fiscale și de venituri, care să se concretizeze în reducerea substanțială a deficitului bugetar și implicit a deficitului dintre economisire și investiții, reprezintă condiția *sine qua non* a minimizării costurilor economice și sociale ale parcurgerii procesului necesar de ajustare a dezechilibrelor macroeconomice într-un context global advers, marcat de o severă și prelungită criză economică și financiară.

O eventuală amânare a efectuării corecției fiscale – sub presiunea crescută exercitată de uniunile sindicale din sectorul bugetar – nu ar face decât să amplifice mai târziu magnitudinea, durata și implicit costurile procesului de ajustare macroeconomică, în condițiile în care neîncrederea mediului extern în perspectivele

economiei românești ar deveni cronică. Și consecințele imediate ale unei asemenea opțiuni ar fi adverse, constând în creșterea presiunilor inflaționiste ale cererii, deteriorarea așteptărilor privind evoluția prețurilor, complicarea și scumpirea finanțării deficitului bugetar, precum și în deprecierea consistentă a monedei naționale de natură să inducă riscuri majore la adresa stabilității financiare.

De altfel, chiar în ipoteza întăririi politicii fiscale și a încetării semnificative a creșterii economice, este de așteptat ca dezinflația să fie frânată în continuare într-o anumită măsură de persistența presiunilor inflaționiste, precum și de prelungirea anticipațiilor inflaționiste nefavorabile. Acestea din urmă vor fi alimentate în principal de deprecierea acumulată recent de moneda națională și de menținerea volatilității accentuate a cursului de schimb, în condițiile deteriorării continue a apetitului pentru risc și a percepției investitorilor asupra perspectivelor economiilor din regiune.

Având în vedere coordonatele prognozei actualizate pe termen mediu a inflației, precum și multitudinea și natura complexă a incertitudinilor asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 februarie 2009 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 10 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar prin utilizarea activă a operațiunilor de piață monetară, în vederea atenuării segmentării pieței și a reducerii volatilității ratelor dobânzilor, concomitent cu menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, celor în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat faptul că realizarea unei ajustări ordonate a dezechilibrelor macroeconomice pe termen scurt și atingerea obiectivului de asigurare a stabilității prețurilor pe termen mediu reclamă creșterea rapidă a coerenței și credibilității *mix*-ului de politici macroeconomice și accelerarea reformelor structurale.