



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Mai 2010

Anul VI, nr. 20

Serie nouă

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 3 mai 2010 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 mai 2010.

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

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
AMIGO	ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CD	certIFICATE DE DEPOZIT
CNP	Comisia Națională de Prognoză
COICOP	clasificarea consumului individual pe destinații
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
DAE	dobânda anuală efectivă
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBCF	formarea brută de capital fix
FED	Sistemul Rezervelor Federale al SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFI	instituții financiare internaționale
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMFPS	Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	16
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	23
2. Piața muncii	24
2.1. Forța de muncă.....	24
2.2. Venituri.....	25
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	27
3.1. Prețurile de import	27
3.2. Prețurile de producție.....	27
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	30
1. Politica monetară	30
2. Piețe financiare și evoluții monetare	34
2.1. Ratele dobânzilor	34
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	36
2.3. Moneda și creditul	38
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....	42
1. Scenariul de bază.....	44
1.1. Perspectivele inflației.....	44
1.2. Presiuni exogene asupra inflației	46
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	49
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	57
2. Evaluarea de politică monetară	62

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În luna martie 2010, rata anuală a inflației IPC a scăzut la 4,20 la sută, cu 0,54 puncte procentuale sub nivelul atins la sfârșitul anului 2009 (4,74 la sută). Rata inflației a revenit, astfel, în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintei (3,5 la sută), situându-se cu 0,3 puncte procentuale sub limita superioară a acestuia. Decelerarea creșterii anuale a prețurilor de consum s-a datorat cu precădere efectelor persistenței deficitului de cerere care au dominat influența majorării accizelor pentru produsele din tutun.

În cursul trimestrului I 2010, presiunile dezinflaționiste exercitate de menținerea la niveluri reduse a cererii agregate, volatilitatea relativ redusă a cursului de schimb și absența tensiunilor pe piețele materiilor prime agroalimentare au contribuit la consolidarea tendinței de reducere a ratei anuale a inflației CORE2 ajustate¹. În sens contrar a acționat însă dinamica prețurilor externe.

În condițiile conturării unei relative stabilizări a raportului dintre cerere și ofertă pe piața muncii, ritmul anual de creștere a salariului mediu brut nominal pe economie s-a majorat în perioada ianuarie-februarie 2010, atenuând tendința, manifestată pe parcursul anului 2009, de reducere a presiunilor inflaționiste din partea costurilor salariale. În industrie, însă, costurile unitare cu forța de muncă au continuat să înregistreze o dinamică semnificativ negativă, ritmul anual de creștere a salariilor fiind devansat de cel al productivității muncii.

În rândul factorilor exogeni, un puternic impact advers asupra inflației a provenit în trimestrul I 2010 din partea majorării atât a nivelului în euro al accizelor la produsele din tutun, cât și a cursului de schimb folosit la calcularea acestora. Ca urmare, mai mult de jumătate din rata anuală a inflației IPC la sfârșitul trimestrului s-a datorat contribuției majorării prețurilor acestor produse. O influență adversă semnificativă asupra inflației a fost generată și de accelerarea creșterii prețurilor combustibililor. În schimb, decelerarea creșterii prețurilor administrate și accentuarea scăderii prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare au contribuit favorabil la dinamica în termeni anuali a prețurilor de consum.

În trimestrul IV 2009, ritmul anual de scădere a PIB real a încetinit la -6,5 la sută, de la 7,1 la sută în trimestrul anterior. În favoarea atenuării declinului PIB au acționat încetinirea relativă a contracției consumului final și revenirea la o dinamică anuală pozitivă a exporturilor, aceasta din urmă contribuind, prin efect de antrenare, și la reducerea mai lentă a importurilor. Aceste influențe au fost însă parțial compensate de accelerarea contracției formării brute de capital fix. Ca rezultat cumulat al acestor evoluții, s-au redus atât contribuția negativă a absorbției interne, cât și cea pozitivă a exporturilor nete la dinamica PIB.

Persistența contracției cererii interne reflectă atât menținerea stringenței constrângerilor financiare cu care se confruntă populația și corporațiile, cât și percepția din partea sectorului privat al economiei a unui risc încă ridicat legat de angajarea de cheltuieli pentru consum și investiții. Incertitudinea cu privire la fluxurile viitoare ale veniturilor este alimentată de fluctuațiile recente ale creșterii PIB de la un trimestru la altul. Spre deosebire de dinamica anuală a PIB, ușor

¹ Măsură a inflației de bază, care elimină din calculul IPC total o serie de prețuri asupra cărora influența politicii monetare (prin gestionarea cererii agregate) este puțin semnificativă sau nulă: cele administrate, volatile (legume, fructe, ouă, combustibili), ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice.

îmbunătățită în trimestrul IV 2009, creșterea trimestrială a PIB în aceeași perioadă a revenit la o valoare negativă (-1,5 la sută), după întreruperea declinului în trimestrul III (+0,1 la sută)².

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În data de 3 februarie 2010, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,0 la sută de la 7,5 la sută pe an. Decizia a fost fundamentată de perspectiva – relevată de proiecția macroeconomică actualizată și consolidată de reactivarea aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale – a continuării convergenței ratei inflației către obiectivele stabilite pe termen mediu, după anticipata accelerare temporară din luna ianuarie, ca efect al șocului exogen al ajustării accizelor la tutun.

Ulterior deciziei de politică monetară din luna februarie, datele statistice au confirmat previziunile BNR privind reluarea dezinflației la nivelul indicelui agregat al prețurilor de consum. În paralel, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustate a continuat fără întrerupere evoluția descendentă, ca efect al presiunilor exercitate de deficitul de cerere și în absența unor influențe de sens contrar din partea volatilității cursului de schimb al leului, aceasta ajungând în luna martie a.c., conform calculului BNR, la nivelul de 1,63 la sută.

În același timp, publicarea în martie 2010 a datelor privind evoluția PIB în trimestrul IV 2009, odată cu revizuirea semnificativă a datelor istorice ajustate sezonier (începând din anul 2000) privind dinamica PIB și a componentelor acestuia, a condus la ajustarea corespunzătoare a unor evaluări anterioare.

Analiza datelor PIB revizuite și a altor indicatori ai activității economice a relevat existența unor semnale de ameliorare în unele sectoare ale economiei naționale, concomitent cu menținerea incertitudinii privind orizontul redresării în alte sectoare. Incertitudini relativ ridicate persistă, de asemenea, cu privire la evoluțiile viitoare ale mediului extern, ale fluxurilor de capital și ale factorilor de natură exogenă cu influență asupra prețurilor de consum.

În acest context, și ținând cont de proiecția câștigurilor dezinflaționiste viitoare, în data de 29 martie 2010, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,5 la sută de la 7,0 la sută pe an și a reiterat importanța critică a implementării consecvente a setului de politici macroeconomice convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale pentru atingerea obiectivelor BNR privind stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară.

Perspectivile inflației

Scenariul de bază al proiecției curente prevede convergența ratei anuale a inflației prețurilor de consum, pe parcursul intervalului de prognoză, către țintele stabilite de banca centrală. Continuarea dezinflației va fi susținută de menținerea PIB sub nivelul său potențial pe tot parcursul acestui

² În acest raport, comparativ cu cel precedent, sunt specificate în unele cazuri valori diferite pentru dinamica PIB și a componentelor acestuia în aceleași perioade de referință. Diferențele pot fi nu numai de magnitudine, ci și de semn algebric. Aceasta se datorează revizuirilor substanțiale operate de către INS în seriile de date ajustate sezonier în intervalul dintre cele două rapoarte.

interval. Proiecția prevede reducerea graduală a deficitului de cerere în măsura revenirii creșterii economice la valori pozitive în cursul anului 2010 și a accentuării acesteia în 2011. Se anticipează că până la orizontul proiecției deficitul de cont curent al balanței de plăți se va menține la niveluri compatibile cu relansarea sustenabilă a activității economice, fără generarea de presiuni inflaționiste din partea cursului de schimb al monedei naționale. Dată fiind persistența incertitudinilor asociate în special pe termen scurt evoluțiilor macroeconomice interne și internaționale, balanța riscurilor asociate proiecției inflației apare a fi relativ înclinată în direcția abaterilor în sus de la traiectoria prognozată.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2010 la nivelul de 3,7 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna februarie 2010. Pentru sfârșitul anului 2011 se prevede poziționarea ratei inflației sub ținta centrală (de 3,0 la sută), la 2,8 la sută, cu 0,1 puncte procentuale peste nivelul proiectat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației prețurilor de consum este consecința proiectării unei rate anuale mai ridicate a inflației de bază CORE2 și a majorării ponderii acestei componente în indicele prețurilor de consum. Această influență nefavorabilă, mai accentuată în cursul anului 2010, este preconizată a fi doar parțial compensată de proiectarea unei contribuții cumulate mai reduse din partea dinamicii anuale a celorlalte componente ale indicelui prețurilor de consum (prețuri administrate, prețuri ale combustibililor, prețuri volatile ale unor mărfuri alimentare).

Majorarea ratei prognozate a inflației CORE2 este în principal rezultatul poziționării deficitului de cerere din economia națională, pe întreg intervalul de referință, la niveluri relativ mai reduse decât în proiecția precedentă. Reevaluarea *gap*-ului negativ al PIB s-a realizat ca urmare a revizuirii semnificative de către INS, în martie 2010, a seriilor de date istorice ajustate sezonier referitoare la dinamica PIB și a componentelor acestuia. În pofida acestei reevaluări, persistența deficitului de cerere rămâne pe întreg intervalul proiecției sursa principală de presiuni dezinflaționiste.

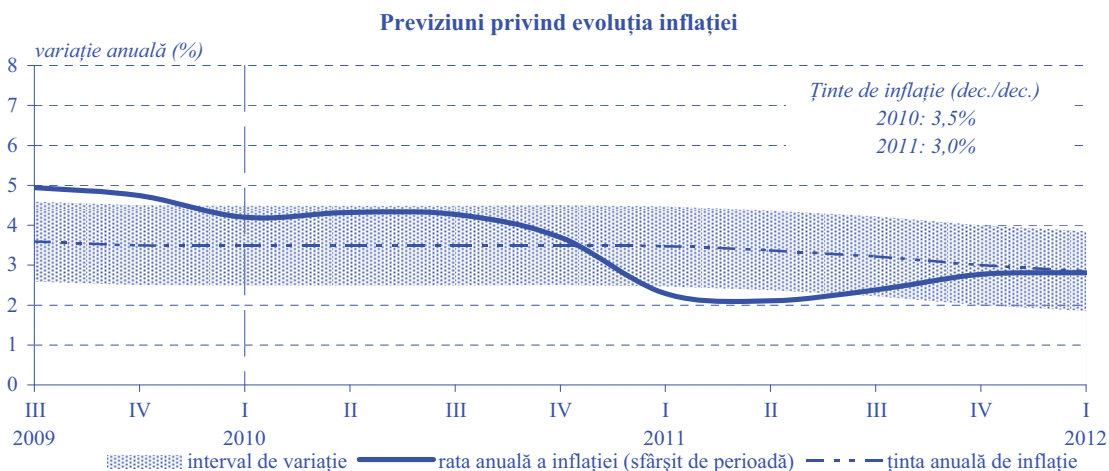
Similar proiecției anterioare, rata inflației CORE2 este prevăzută să coboare sub nivelul celei a inflației IPC cu începere din trimestrul II 2010, pe măsura disipării efectului creșterii accizei la tutun din trimestrul I și a manifestării unui efect de bază favorabil. De asemenea, dezinflația va fi susținută în cursul anului 2010 de dinamica moderată a prețurilor importurilor și de atenuarea treptată a anticipațiilor inflaționiste. Aceasta din urmă este însă strict condiționată de absența manifestării unor derapaje ale *mix*-ului politicilor macroeconomice de pe parcursul orizontului de proiecție. Proiecția anticipează coborârea ratelor anuale ale inflației IPC și inflației de bază la niveluri minime în prima parte a anului 2011, inclusiv datorită unui efect de bază favorabil. Ulterior, reducerea graduală a deficitului de cerere pe măsura consolidării creșterii economice și influența majorării treptate a inflației din zona euro asupra prețurilor importurilor vor induce o tendință de creștere moderată a ratei inflației CORE2, aducând rata inflației IPC către nivelul țintei stabilite pentru sfârșitul anului 2011.

Pe întreg intervalul de referință, conduita politicii monetare își va menține caracterul prudent, urmărind asigurarea în permanență a condițiilor monetare reale în sens larg adecvate consolidării perspectivelor de revenire a ratei inflației în apropierea țintelor stabilite pe termen mediu, în paralel cu relansarea sustenabilă a procesului de creditare a economiei naționale. Atingerea acestor obiective este în continuare strict condiționată de coordonarea tuturor componentelor *mix*-ului de politici macroeconomice pentru implementarea programului economic stabilit în cadrul aranja mentului de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale, precum și de absența unor abateri substanțiale de la ipotezele scenariului de bază al proiecției privind influența factorilor exogeni și evoluția mediului extern.

Evoluțiile macroeconomice recente, atât interne cât și internaționale, relevă persistența unui grad ridicat de incertitudine cu privire la orizontul depășirii consecințelor nefavorabile ale crizei globale asupra economiei naționale. Balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale apare a fi relativ înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile. Sursa acestei asimetrii par să fie mai degrabă riscurile asociate mediului intern.

Principalii factori de risc de proveniență internă sunt asociați politicilor fiscală și de venituri în sectorul public, precum și rigidităților structurale din economie. Întârzierea apariției unor semnale clare de revenire durabilă a economiei la rate de creștere pozitive implică posibilitatea abaterii politicii fiscale de la coordonatele incluse în scenariul de bază al proiecției. Efectele adverse ale unei astfel de abateri asupra creșterii economice și ratei inflației ar fi substanțial amplificate în absența unor măsuri corective care să permită derularea în bune condiții a acordului de finanțare externă. Incertitudinea percepută de agenții economici cu privire la fluxurile viitoare de venituri suprapusă anticipării unor efecte fiscale adverse asupra acestor venituri generează riscul menținerii sau accentuării rigidităților manifestate în comportamentul de formare a prețurilor. Gradul relativ ridicat de incertitudine asociat intervalului de referință al proiecției curente justifică atribuirea unei probabilități ceva mai mari unor abateri în sus de la traiectoria proiectată.

Riscurile legate de evoluția mediului extern sunt generate de fragilitatea manifestată deocamdată de redresarea economiei reale a zonei euro. În același timp, escaladarea problemelor de sustenabilitate a finanțelor publice în Grecia sau chiar potențiala propagare a acestora, prin contagiune, către alte țări membre ale zonei euro ce prezintă vulnerabilități similare, ar putea avea ca efect o schimbare de sentiment a investitorilor în defavoarea economiilor emergente, cu potențial de a afecta inclusiv percepția de risc asupra României. Întârzierea consolidării creșterii economice și reparația unor turbulențe pe piețele financiare internaționale ar putea propaga efecte adverse asupra economiei românești prin canalele comerțului exterior, financiar și al cursului de schimb. Pe de altă parte, o relansare economică mai fermă, tranziția la timp de la măsurile de stimulare fiscală și monetară la cele de consolidare fiscală întreprinse de autoritățile țărilor membre ale zonei euro, inclusiv configurarea unui program de ajustare și asistență în privința Greciei care să consolideze încrederea din punct de vedere al piețelor financiare, ar putea propaga efecte favorabile asupra economiei României. Ca urmare, riscurile asociate mediului economic extern apar a fi simetric distribuite în jurul traiectoriilor variabilelor macroeconomice din scenariul de bază.



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual

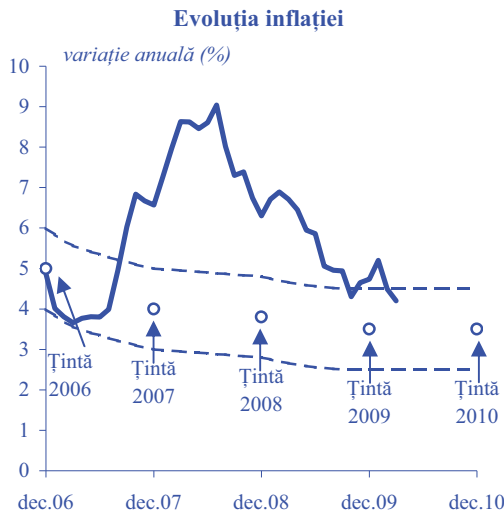
Sursa: INS, calcule BNR

Pentru runda actuală de prognoză, riscurile de abatere într-un sens sau altul de la traiectoriile incluse în scenariul de bază a prețurilor combustibililor, a prețurilor administrate și a prețurilor volatile ale unor bunuri alimentare apar a fi relativ echilibrate.

Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva continuării dezinflației, dar într-un ritm relativ mai lent decât cel previzionat anterior, precum și amplificarea într-o anumită măsură a riscurilor la adresa consolidării acestui proces, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 mai 2010 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că respectarea în continuare a obiectivelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale este de natură să faciliteze consecvența *mix*-ului de politici macroeconomice, esențială pentru asigurarea unui proces de dezinflație sustenabil, menținerea stabilității financiare și relansarea durabilă a activității economice.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI³

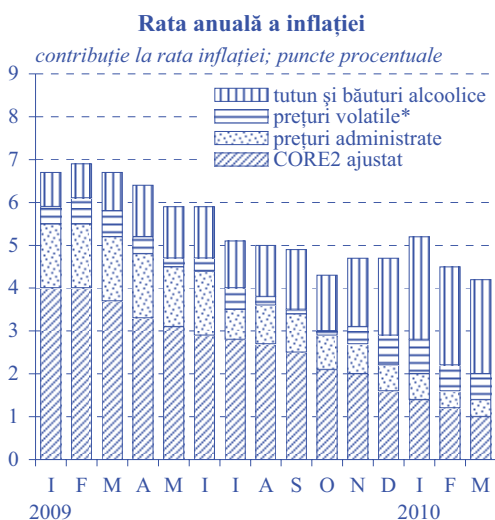


Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual

Sursa: INS, calcule BNR

În trimestrul I 2010, rata anuală a inflației a coborât cu 0,54 puncte procentuale până la 4,20 la sută, încadrându-se în intervalul de variație de ± 1 punct procentual corespunzător țintei anuale (3,5 la sută în 2010), pentru prima dată după o perioadă de zece trimestre. Tendința descendentă a ratei inflației, întreruptă temporar în noiembrie 2009, s-a reluat în luna februarie, după încorporarea integrală în prețurile produselor accizabile a influenței majorării accizelor⁴. În condițiile persistenței contracției cererii de consum, ale ofertei satisfăcătoare de bunuri agroalimentare și ale aprecierii monedei naționale față de euro, dezinflația a fost vizibilă atât la nivelul prețurilor volatile alimentare, cât și al inflației de bază CORE2 ajustat. În plus, în același sens au acționat ajustările de mai mică amploare consemnate în termeni anuali de prețurile administrate, singurele surse de presiune rămânând prețurile produselor din tutun și ale combustibililor.

Prețurile administrate au continuat să-și tempereze variația anuală cu încă 1,3 puncte procentuale (până la 2,2 la sută în martie 2010⁵), în pofida creșterilor de prețuri aplicate energiei electrice și termice, medicamentelor, precum și unor servicii de interes public. Scăderea ritmului anual se explică prin dispariția efectului de bază nefavorabil indus de scumpirea serviciilor de telefonie fixă la începutul anului 2009, independent de faptul că, din luna ianuarie 2010, aceste servicii nu mai fac parte din categoria produselor cu prețuri administrate.



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

Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor volatile și-a inversat tendința ascendentă înregistrată în trimestrul IV 2009 (-0,6 puncte procentuale, până la 4,7 la sută), pe fondul accentuării deflației la nivelul componentei mărfurilor alimentare⁶ (-2,8 la sută); principalii factori determinanți rezidă în: (i) evoluția favorabilă a prețurilor de import ale legumelor și fructelor⁷, susținută deopotrivă de aprecierea nominală a monedei naționale față de euro și de diminuarea prețurilor externe, și (ii) modificarea comportamentului de consum al populației, prin restrângerea volumului achizițiilor și sensibilitatea mai ridicată la nivelul prețurilor. În schimb, grupa

³ Variațiile anuale ale agregărilor speciale (cu excepția CORE1 și CORE2) și contribuția produselor din tutun la rata anuală a inflației reprezintă calcule realizate de BNR.

⁴ Care au determinat un vârf al ratei anuale a inflației de 5,2 la sută în luna ianuarie 2010.

⁵ Majorare realizată în totalitate în intervalul analizat, după o relativă stabilitate a prețurilor administrate în trimestrele II-IV 2009.

⁶ Legume, fructe, ouă.

⁷ Oferta de fructe și legume provine predominant din importuri în această perioadă a anului.

combustibililor și-a menținut ritmul alert (12,9 la sută), majorarea accizelor la benzină și motorină și, ulterior, resurgența presiunilor pe piața internațională a țițeiului⁸ fiind reflectate în creșteri succesive ale prețurilor carburanților.

Prețurile produselor din tutun au consemnat în luna ianuarie 2010 cea mai ridicată creștere lunară din ultimii zece ani (+13,9 la sută), ca urmare a majorării accizelor cu 10 euro/1000 țigarete și a modificării cursului de schimb de transformare în lei (de la 3,7364 RON/EUR în anul 2009 la 4,2688 RON/EUR), cu toate că o parte a acestui șoc a fost absorbită în avans în ultimele două luni ale anului precedent. În aceste condiții, ritmul anual de creștere a acestor prețuri a fost de 48,5 la sută la finele trimestrului analizat, cu 9,9 puncte procentuale superior celui din decembrie 2009, iar contribuția la rata anuală a inflației s-a ridicat la circa 2,5 puncte procentuale.

Având în vedere persistența distorsiunilor de semnal generate de măsurile fiscale menționate, relevantă pentru analiza inflației de bază rămâne măsura ajustată a CORE2, care și-a menținut tendința constant descendentă în termeni anuali. Similar trimestrului anterior, mișcarea cursului de schimb⁹ a reprezentat un factor explicativ important, influența acestuia fiind, în continuare, deosebit de vizibilă în cazul serviciilor cu prețuri libere, cu atât mai mult cu cât ponderea în cadrul grupei a serviciilor cu tarife direct legate la euro s-a majorat prin includerea serviciilor de telefonie fixă oferite de Romtelecom. În acest context, impactul nefavorabil al scumpirii asigurărilor auto obligatorii și cel al majorării prețurilor carburanților asupra tarifelor transportului rutier au fost pe deplin anulate.

În pofida reducerii alerte a dinamicii anuale a prețurilor libere ale serviciilor și a încetării vitezei de dezinflație în cazul prețurilor mărfurilor alimentare (exclusiv cele volatile), acestea din urmă au rămas categoria cu cea mai redusă inflație anuală dintre componentele măsurii ajustate a CORE2. Cu excepția prețurilor uleiului, a căror variație lunară a redevenit pozitivă în perioada analizată după cinci trimestre de valori constant negative, evoluțiile curente au fost, în general, favorabile, datorită atât absenței tensiunilor pe piața internă și internațională a materiilor prime agroalimentare (cereale, carne, zahăr), cât și cererii nestimulative¹⁰.

⁸ Prețul țițeiului Brent a atins valori zilnice de peste 80 dolari SUA/baril în lunile ianuarie și martie, iar valoarea medie din martie (78,8 dolari SUA/baril) a reprezentat un nivel maxim pentru ultimele 18 luni.

⁹ De la o depreciere anuală de 7,3 la sută față de euro în decembrie 2009, moneda națională a atins o apreciere de 4,8 la sută în martie 2010, parțial ca urmare a unui efect de bază.

¹⁰ În lunile ianuarie-februarie 2010, volumul cifrei de afaceri a comerțului cu amănuntul pentru produsele alimentare a fost cu 9,2 la sută mai mic decât în perioada corespunzătoare a anului 2009, variația față de trimestrul anterior (-1 la sută, date ajustate sezonier) indicând totuși o atenuare a vitezei declinului cererii pentru acest tip de produse.

Prețuri administrate versus prețuri libere

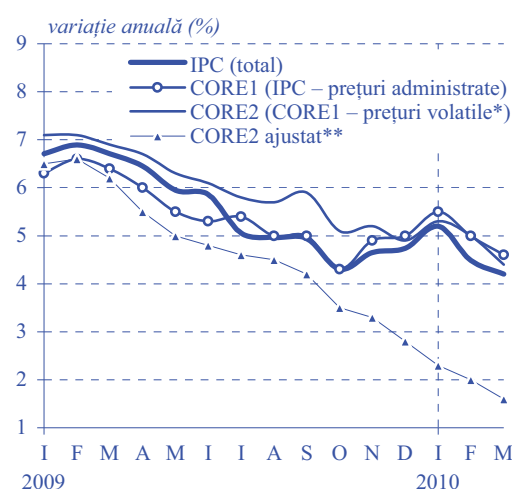
	2009				2010
	I	II	III	IV	I
Rata inflației	6,71	5,86	4,94	4,74	4,20
Prețuri administrate*	7,8	7,7	4,7	3,4	2,2
1. Mărfuri					
nealimentare*:	7,6	7,0	0,9	0,6	0,4
energie electrică	4,8	4,8	0,2	0,2	4,2
energie termică	12,0	11,8	11,8	4,2	2,8
gaze naturale	12,5	8,6	-8,4	-8,4	-8,4
medicamente	4,6	5,6	5,7	8,2	2,4
2. Servicii*,	7,9	9,1	13,5	9,9	6,0
din care:					
apă, canal,					
salubritate	12,8	14,7	16,3	15,0	11,3
telefonie fixă	5,7	5,9	16,6	7,9	x
transport de călători					
pe calea ferată	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
transport urban					
(de călători)	8,0	8,8	7,6	7,4	5,3
Prețuri libere (CORE1)	6,4	5,3	5,0	5,0	4,6
CORE2**	6,9	6,1	5,9	4,9	4,4
CORE2 exclusiv tutun					
și băuturi alcoolice	6,2	4,8	4,2	2,8	1,6
tutun și băuturi alcoolice	14,9	20,1	24,2	29,3	36,7

*) calcule BNR

**) CORE1 - prețuri volatile

Sursa: INS, calcule BNR

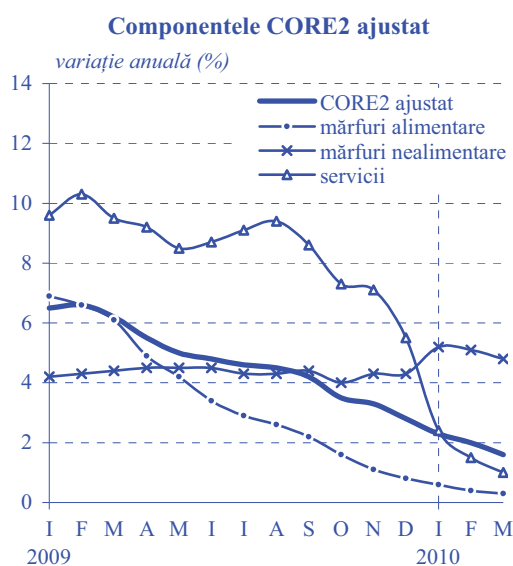
Inflația totală și inflația de bază



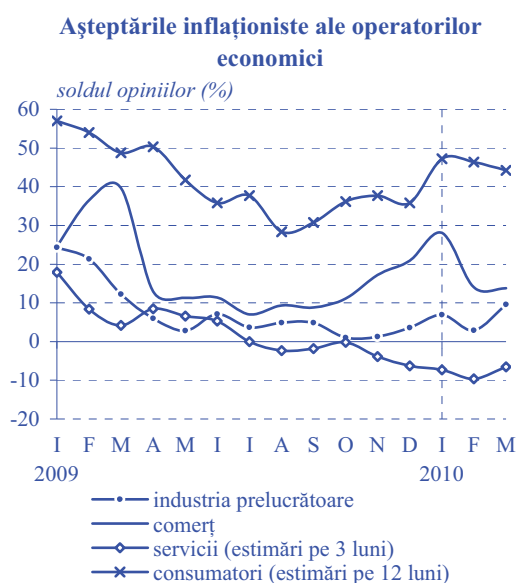
*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: CE - DG ECFIN

În ceea ce privește segmentul mărfurilor nealimentare incluse în CORE2 ajustat, temperarea ratei anuale de creștere a prețurilor a fost similară celei din trimestrul IV 2009 și relativ lentă, cu excepția componentelor cu reactivitate superioară la mișcările cursului de schimb (în principal, autoturisme și produse electronice). Dacă în a doua jumătate a anului 2009 tendința de ajustare descendentă a fost mai curând antrenată de importuri și de o politică de marketing mai flexibilă la nivelul marilor operatori comerciali, în perioada analizată o modificare de comportament devine vizibilă și în rândul producătorilor industriali autohtoni (ușoară scădere a variațiilor trimestriale ale prețurilor de producție ale bunurilor durabile după 14 intervale consecutive de ritmuri pozitive¹¹). În plus, au continuat să acționeze unii dintre factorii inhibitori identificați în trimestrul precedent – evoluția favorabilă a cursului de schimb și cererea trenantă; mai puțin suport pare să fi acordat dezinflației tendința prețurilor externe, dinamica anuală a prețurilor corespunzătoare producției de bunuri de consum pentru piața externă în UE-15 revenind la valori ușor pozitive în primele două luni ale anului 2010.

Anticipațiile inflaționiste ale operatorilor economici (companii din industria bunurilor de consum, operatori din comerț și servicii, consumatori) au fost, în general, volatile, influența de ansamblu exercitată la nivelul întregii perioade fiind, totuși, mai curând negativă – industria bunurilor de folosință îndelungată și serviciile au reprezentat singurele segmente în care așteptările au fost favorabile dezinflației.

Similar trimestrului anterior, analiza dinamicii prețurilor pe segmentul bunurilor comercializabile comparativ cu cel al bunurilor necomercializabile a pierdut în mare măsură din relevanță, traiectoriile fiind imprimate în ambele cazuri nu atât de intensitatea presiunilor concurențiale, cât de factori din afara pieței. Astfel, majorarea ratei anuale de creștere a prețurilor bunurilor comercializabile a fost asociată influenței creșterii accizelor, în timp ce atenuarea ritmului corespunzător bunurilor necomercializabile a fost determinată în esență de o serie de efecte de bază (manifestate în cazul componentelor cu prețuri corelate cu mișcările cursului de schimb).

Dezinflația a continuat și la nivelul ratei medii anuale a IAPC, care a coborât în trimestrul I 2010 cu încă 0,5 puncte procentuale, până la 5 la sută. Chiar dacă în scădere comparativ cu sfârșitul trimestrului precedent, decalajul față de media UE-27 s-a menținut considerabil (4 puncte procentuale), în condițiile în care, pe parcursul întregului an, o serie de rigidități existente pe piața

¹¹ Date ajustate sezonier.

produselor și pe piața muncii au întârziat ajustarea prețurilor în contextul crizei economice și financiare globale, iar efectul inflaționist al majorării unor taxe indirecte a fost substanțial. În ceea ce privește ecartul față de criteriul de la Maastricht, evaluarea acestuia este dificil de realizat dată fiind ambiguitatea asociată definirii valorii de referință în absența unei reguli clare de interpretare a ritmurilor negative ale inflației.

La sfârșitul trimestrului I 2010, rata anuală efectivă a inflației a fost cu 0,1 puncte procentuale inferioară proiecției prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna februarie, în condițiile unei evoluții a cursului de schimb mai favorabile decât cea anticipată.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

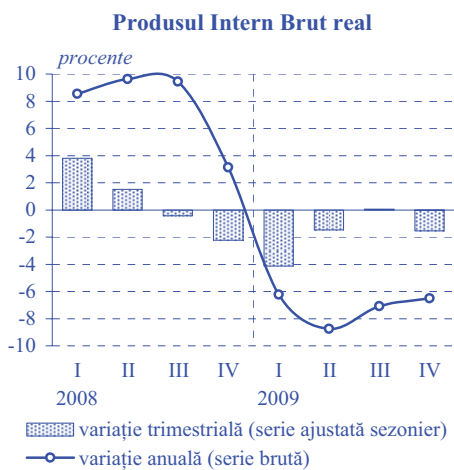
În trimestrul IV 2009, PIB real a înregistrat o nouă temperare a ritmului anual de scădere în comparație cu intervalul precedent (cu 0,6 puncte procentuale, până la -6,5 la sută¹²). Ecartul față de proiecția realizată în luna decembrie este marginal (-0,2 puncte procentuale), în pofida discrepanței înregistrate între prognoză și nivelul efectiv în cazul ritmurilor trimestriale (-0,1 la sută comparativ cu -1,5 la sută). Explicația constă în revizuirea considerabilă de către INS a seriei de date ajustate sezonier.

Din perspectiva cererii, atenuarea declinului economic a fost atribuită absorbției interne (încetinire cu 2,8 puncte procentuale a vitezei de scădere), în timp ce contribuția exporturilor nete, deși în continuare pozitivă, și-a diminuat amplitudinea. Pe partea ofertei, traiectoria a fost susținută de redresarea industriei, celelalte sectoare economice înregistrând performanțe inferioare perioadei precedente.

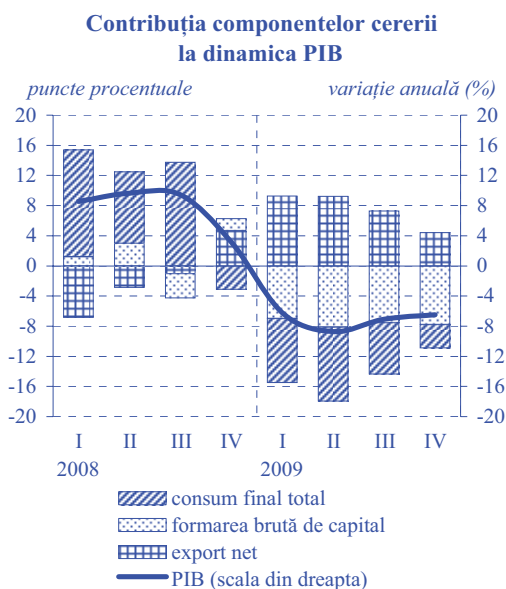
Analiza în termeni trimestriali¹³ a PIB real relevă faptul că ușoara revigorare înregistrată în intervalul iulie-septembrie 2009 (0,1 la sută, serie ajustată sezonier) nu s-a menținut, trimestrul IV marcând restrângerea cu 1,5 la sută a activității economice. Determinantă pentru această evoluție a fost contracția cererii de investiții (-2,7 la sută față de +5 la sută în trimestrul III). În plus, contribuția pozitivă a cererii externe nete la dinamica PIB s-a redus la 1,3 puncte procentuale, îndeosebi ca urmare a ritmului mai lent de creștere a exporturilor de bunuri și servicii. Se observă însă intensificarea cu un punct procentual a avansului trimestrial al cererii de consum. Pe partea ofertei, comprimarea PIB în trimestrul IV a fost consecința deteriorării rezultatelor la nivelul tuturor sectoarelor economice, declinul cel mai abrupt fiind din nou consemnat de valoarea adăugată brută aferentă construcțiilor (-6,3 la sută).

1.1. Cererea

În trimestrul IV 2009, absorbția internă s-a restrâns cu 9,9 la sută (față de -12,7 la sută în intervalul anterior), cele două segmente majore descriind traiectorii divergente:



Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

¹² În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor brute de conturi naționale.

¹³ Modificările față de trimestrul anterior înregistrate de PIB și de componentele acestuia sunt calculate pe baza seriilor ajustate în funcție de sezonitate.

- temperare a dinamicii anuale negative a consumului final, generată atât de evoluția din perioada curentă (intensificare a ritmului trimestrial de creștere până la 1,1 la sută), cât și de efectul de bază favorabil asociat contracției cu 5 la sută consemnate în trimestrul IV 2008;
- scădere mai abruptă a investițiilor, ca urmare a restrângerii trimestriale înregistrate în perioada curentă (cu 2,7 la sută).

Influența favorabilă imprimată de revigorarea exporturilor de bunuri și servicii a fost estompată de frânarea puternică a declinului importurilor, astfel încât aportul cererii externe nete la dinamica anuală a PIB a scăzut la +4,4 puncte procentuale în trimestrul IV 2009.

1.1.1. Cererea de consum

Atenuarea traiectoriei descendente a consumului final s-a datorat unei evoluții similare a componentei private, dar și inversării de semn consemnate de dinamica anuală a componentei publice.

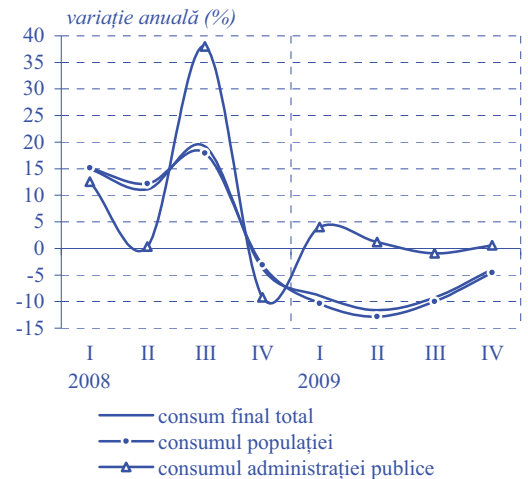
Cererea de consum a populației

În trimestrul IV 2009, consumul final al populației și-a redus viteza anuală de scădere la mai puțin de jumătate din cea înregistrată în intervalul precedent (până la -4,5 la sută). Evoluția a fost susținută, în principal, de:

- majorarea contribuțiilor pozitive ale segmentelor „autoconsum și achiziții de pe piața țărănească” și „alte consumuri” (în cel de-al doilea caz, un aport consistent a venit industriei casnice), ca urmare a accelerării de circa 4 ori a ritmului anual de creștere, până la aproximativ 13 la sută în fiecare caz, pe fondul rezultatelor favorabile din agricultură;
- încetinirea cu 6 puncte procentuale a declinului anual al achizițiilor de mărfuri și servicii (până la -12,2 la sută). Scăderi anuale de intensitate inferioară trimestrului precedent s-au înregistrat pe majoritatea segmentelor comerciale; categoriile de produse cele mai afectate de restrângerea cererii rămân bunurile de folosință îndelungată și carburanții, în timp ce achizițiile de bunuri de uz curent (cu excepția carburanților) s-au plasat la un nivel similar celui din trimestrul IV 2008.

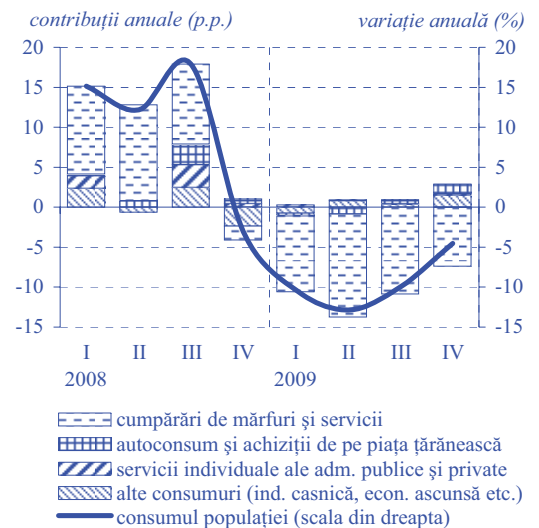
Din perspectiva influenței asupra prețurilor de consum, evoluțiile înregistrate în trimestrul IV de volumul cifrei de afaceri din comerț în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum sugerează în continuare absența presiunilor din partea cererii. Afirmația are la bază accentuarea declinului înregistrat de achizițiile de bunuri de uz curent (-2,4 la sută față de -0,6 la sută în trimestrul III, variații trimestriale). Traiectoria este și mai pronunțată

Consumul final efectiv



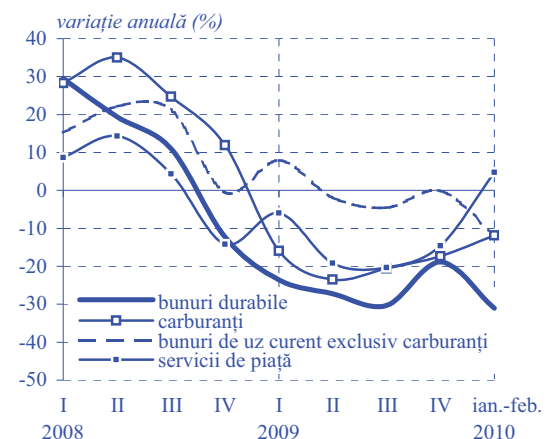
Sursa: INS

Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



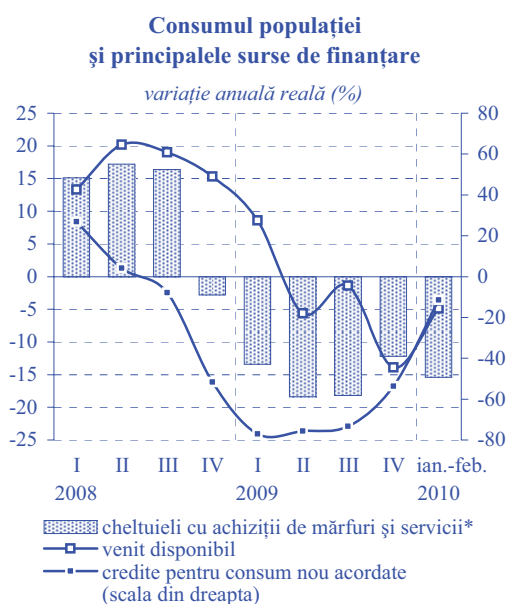
Sursa: INS, calcule BNR

Cumpărări de mărfuri și servicii*



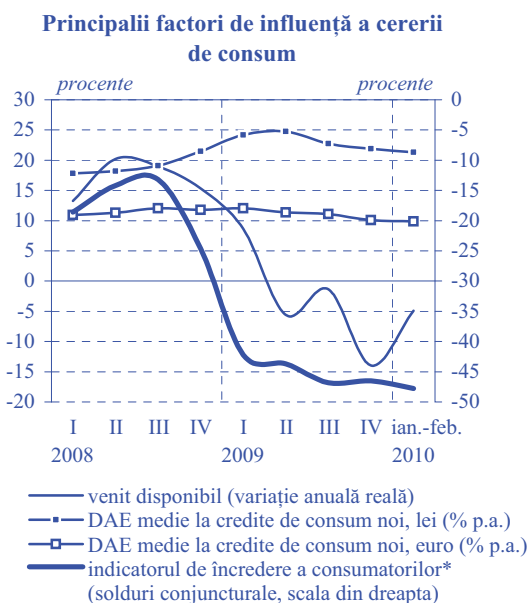
*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

Sursa: INS, calcule BNR



*) pentru ian.-feb.2010 s-a utilizat volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață

Sursa: INS, MFP, calcule BNR



*) date ajustate sezonier; ultima observație: trim. I 2010.

Sursa: INS, CE - DG ECFIN, MFP, calcule BNR

descendentă în cazul excluderii carburanților: de la +0,2 la sută în trimestrul III la -2,6 la sută în intervalul analizat.

Analiza surselor de finanțare relevă intensificarea substanțială a scăderii în termeni anuali a venitului disponibil al populației¹⁴ (de la -1,4 la sută la -13,9 la sută). În consecință, estomparea contracției consumului privat ar putea fi asociată evoluției canalelor bancare:

- (i) volumul creditelor de consum nou acordate s-a diminuat într-un ritm mai lent (cu circa 50 la sută, după ce în trimestrul III scăderea a fost de peste 70 la sută în termeni anuali) – nu trebuie ignorat însă faptul că acest rezultat se datorează în exclusivitate efectului de bază asociat inversării puternice de semn înregistrate de dinamica trimestrială a creditului de consum în intervalul octombrie-decembrie 2008, în timp ce variația curentă și expectațiile populației privind situația economică generală și potențialul financiar propriu au fost negative, în pofida reducerii în continuare a costurilor aferente împrumuturilor;
- (ii) înclinația către economisire s-a atenuat, traiectorie sugerată de frânarea vitezei de creștere a volumului depozitelor la termen nou constituite în trimestrul IV – scăderea interesului populației a fost alimentată de menținerea pe trend descrescător a nivelului mediu al ratelor dobânzilor atât la plasamentele în lei, cât și la cele în valută.

În ceea ce privește piețele de proveniență a bunurilor de consum (cu excepția autovehiculelor), în trimestrul IV nu s-au înregistrat îmbunătățiri ale evoluțiilor în termeni anuali – pe segmentul bunurilor de uz curent, volumul vânzărilor și-a menținut trendul descendent atât în cazul produselor de fabricație internă, cât și în cel al importurilor (reduceri cu 17 la sută¹⁵, respectiv cu circa 13 la sută¹⁶); pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată, produsele autohtone par să fi pierdut cotă de piață, în condițiile în care volumul încasărilor producătorilor de profil și-a intensificat ritmul de scădere (până la -37 la sută), în timp ce achizițiile din străinătate fie s-au majorat (cu 2,5 la sută, pe segmentul mașini și echipamente electrice), fie și-au atenuat contracția (în cazul celorlalte grupe de mărfuri). În schimb, declinul pieței auto s-a

¹⁴ 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 nerezidenți.

¹⁵ Analiza evoluției cererii de produse autohtone are la bază calculele privind variația volumului cifrei de afaceri pentru producția industrială destinată pieței interne.

¹⁶ 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.

atenuat semnificativ, îndeosebi pe segmentul intern, unde volumul cifrei de afaceri și-a redus de circa 13 ori viteza anuală de scădere (până la -2,5 la sută), o contribuție importantă revenind derulării, în ultima parte a anului 2009, a celei de-a treia etape a Programului de stimulare a înnoirii parcului auto.

Cererea de consum guvernamental

Datele provizorii de conturi naționale pentru trimestrul IV 2009 indică o ușoară majorare a consumului final guvernamental (cu 0,6 la sută în termeni anuali), rezultat corelat cu creșterea numărului de salariați din sectorul administrației publice.

Evoluții bugetare

Bugetul general consolidat a înregistrat la finalul anului 2009 un deficit de 36 401 milioane lei (echivalentul a 7,4 la sută din PIB¹⁷, din care sold primar 6,2 la sută), situat marginal sub pragul nominal de 36 500 milioane lei convenit în cadrul acordului încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale și asumat de autorități prin ultima rectificare bugetară din anul 2009. Deficitul bugetar (24 794 milioane lei, echivalentul a 4,8 la sută din PIB, din care sold primar 4,1 la sută), a fost superior celui din anul 2008¹⁸ în principal datorită faptului că veniturile s-au comprimat mult mai sever decât cheltuielile bugetare (-10,4 la sută¹⁹, respectiv -4 la sută).

În ultimul trimestru al anului 2009, execuția bugetului general consolidat s-a soldat cu un deficit de 10 838 milioane lei (echivalentul a 2,2 la sută din PIB, din care deficit primar 1,8 la sută din PIB), inferior cu 41 la sută celui înregistrat în perioada similară a anului anterior (17 463 milioane lei, respectiv 3,4 la sută din PIB, din care deficit primar 3,2 la sută). Din perspectiva tiparului cheltuielilor bugetare, anul 2009 s-a caracterizat printr-o evoluție ameliorată comparativ cu anul anterior, deficitul primar înregistrat în ultimul trimestru reprezentând 30 la sută din cel total (față de 78 la sută în 2008).

Ritmul de scădere a veniturilor bugetare totale s-a atenuat în ultimele trei luni ale anului 2009 (-5,9 la sută, față de -14 la sută în trimestrul anterior), în special ca urmare a reintrării în teritoriul pozitiv a dinamicii încasărilor din impozitul pe profit (9,5 la sută, față de -34,1 la sută în trimestrul anterior), precum și a menținerii unei rate înalte de creștere a încasărilor din accize (9,2 la sută, aflată însă în scădere față de nivelul din trimestrul III). Pe fondul

¹⁷ Pentru calcul s-a utilizat cel mai recent nivel al PIB comunicat de INS.

¹⁸ Datele aferente execuției bugetare din 2008 au fost recalculate de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2009.

¹⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

prelungirii dinamicii anuale negative a activității economice, încasările bugetare au fost afectate de accentuarea contracției anuale a încasărilor din contribuțiile sociale (-10,7 la sută, față de -6,6 la sută în trimestrul III) și respectiv din impozitul pe salarii și venit (-13 la sută, față de -8,8 la sută); la rândul ei, variația anuală a încasărilor din TVA a rămas pe palierul negativ (-10,1 la sută), consemnând însă o relativă ameliorare față de nivelul deosebit de redus din trimestrul anterior (-28,9 la sută).

În mod atipic, dinamica pozitivă a consumului final efectiv al administrației publice din trimestrul IV s-a asociat cu o comprimare sensibilă a cheltuielilor bugetare totale (-16,2 la sută, după o creștere cu 6,1 la sută în trimestrul III), respectiv a celor primare (-17,7 la sută, comparativ cu o majorare cu 5,2 la sută în intervalul iulie-septembrie), indusă în bună parte de măsurile de ajustare adoptate de autorități. Acestea s-au concretizat în reducerea cheltuielilor de capital (-28,1 la sută, față de creșterea de 8,1 la sută în trimestrul anterior), dar și a celor curente (-9,6 la sută, comparativ cu 6 la sută în trimestrul III)²⁰. Cea din urmă s-a efectuat preponderent pe seama accentuării diminuării cheltuielilor cu bunurile și serviciile (-34,5 la sută, față de -6 la sută în trimestrul anterior), dar și a celor de personal (-18,9 la sută, față de -1,6 la sută în trimestrul anterior)²¹; în schimb, cheltuielile cu asistența socială s-au majorat ușor (cu 0,7 la sută, după ce în trimestrul anterior acestea crescuseră cu 19,6 la sută), în condițiile în care punctul de pensie a fost indexat cu 2 la sută, iar pensia minimă a crescut la 350 de lei începând cu luna octombrie²².

Construcția bugetului general consolidat pentru anul 2010²³ prevede ajustarea deficitului până la un nivel de 5,9 la sută din PIB²⁴, ținta nominală indicativă agreată prin aranjamentul multilateral de finanțare externă fiind de 31 900 milioane lei. În condițiile în care se proiectează o scădere cu 0,6 puncte procentuale (până la 31,3 la sută) a ponderii veniturilor totale în PIB, preconizata consolidare fiscală se va realiza prin măsuri de reducere a

²⁰ Reducerea cheltuielilor s-a datorat și unei măsuri cu caracter temporar echivalentă cu 0,4 la sută din PIB (prin care volumul cheltuielilor bugetare totale a fost diminuat cu suma de 1 806 milioane lei reprezentând disponibilități aflate la data de 31 decembrie 2008 în soldul fondurilor administrate de Banca de Export-Import a României EXIMBANK-S.A., conform articolului 35 din Ordonanța Guvernului nr. 19 din 29.08.2009 cu privire la rectificarea bugetului de stat pe anul 2009).

²¹ Inclusiv ca urmare a economiilor realizate din concediul obligatoriu neplătit pentru personalul din sectorul public.

²² Influența acestor majorări a fost într-o anumită măsură atenuată de prezența efectului de bază datorat indexării cu 20 la sută a punctului de pensie în octombrie 2008.

²³ Aprobata prin Legea nr. 11, respectiv nr. 12 din 26/01/2010 a bugetului de stat, respectiv a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2010.

²⁴ Nivelul PIB nominal luat în considerare pentru 2010 este 538 917 milioane lei, conform execuției bugetare publicate de MFP în luna februarie.

cheltuielilor primare; astfel, acestea își vor restrânge ponderea în PIB cu 2,5 puncte procentuale (până la 35,5 la sută), în principal ca urmare a reducerii greutății relative a cheltuielilor cu asistența socială și de personal (cu câte un punct procentual, până la nivelul de 12, respectiv 8,5 la sută din PIB), precum și a ponderii sumelor alocate bunurilor și serviciilor (-0,7 puncte procentuale, până la 5,2 la sută din PIB).

În luna februarie 2010, Consiliul Uniunii Europene a emis o nouă recomandare la adresa României cu privire la măsurile necesare pentru a reduce deficitul bugetar (calculat conform metodologiei SEC'95) sub valoarea de referință de 3 la sută din PIB²⁵, termenul stabilit pentru atingerea acestui obiectiv fiind extins cu un an (2012); în termeni structurali, aceasta presupune un efort fiscal anual de consolidare echivalent, în medie, cu circa 1,75 la sută din PIB pe perioada următorilor trei ani.

1.1.2. Cererea de investiții

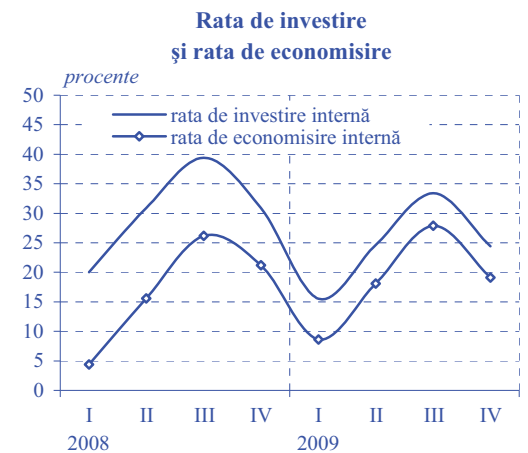
Formarea brută de capital fix și-a accentuat cu 3,8 puncte procentuale rata anuală de scădere (până la -31,4 la sută), comprimări severe continuând să se înregistreze pe toate segmentele principale – volumul investițiilor în utilaje (inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții) a reprezentat mai puțin de jumătate din nivelul aferent trimestrului IV 2008, iar activitatea de construcții noi și reparații capitale s-a restrâns cu aproximativ 22 la sută în termeni anuali.

În ceea ce privește sursele de finanțare a acumulărilor de capital în trimestrul IV 2009, performanțe inferioare față de intervalul precedent s-au înregistrat pe majoritatea canalelor:

- (i) indiciile referitoare la sursele proprii sunt negative atât în cazul segmentului corporatist (având în vedere rezultatele în general slabe înregistrate la nivelul principalelor sectoare economice), cât și în cel al populației, dată fiind tendința descrescătoare a venitului disponibil;
- (ii) volumul estimat al creditelor bancare noi²⁶ destinate investițiilor imobiliare a continuat să se restrângă (cu circa 30 la sută în trimestrul IV); în privința împrumuturilor pentru achiziții de echipamente, deși în termeni anuali se observă o revigorare, rezultatul se datorează exclusiv ajustării severe înregistrate în perioada de bază, când volumul creditelor nou acordate a fost aproape nul;

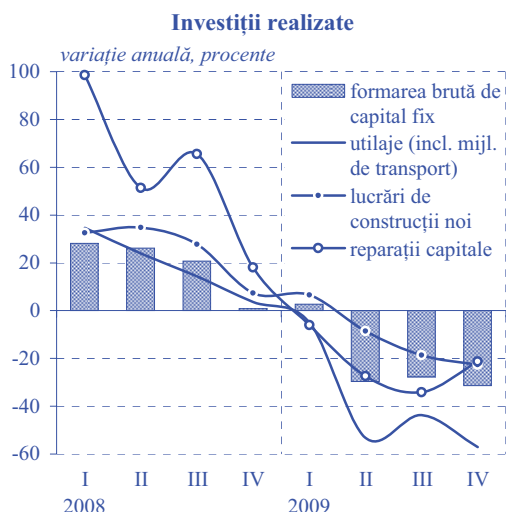
²⁵ România se numără printre statele membre UE aflate în procedură de deficit excesiv.

²⁶ Calcule pe baza datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare, fluxul aferent unui trimestru fiind aproximat ca diferență între soldul la sfârșitul și cel înregistrat la începutul perioadei respective.

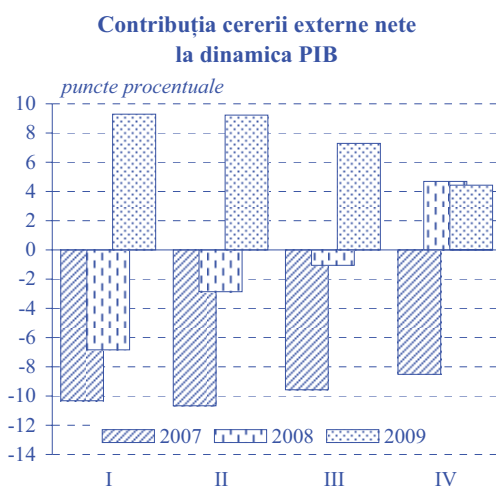


Notă: Rata de investire internă este calculată ca raport între formarea brută de capital și PIB, iar rata de economisire internă este calculată ca diferență între PIB și consum final, raportată la PIB.

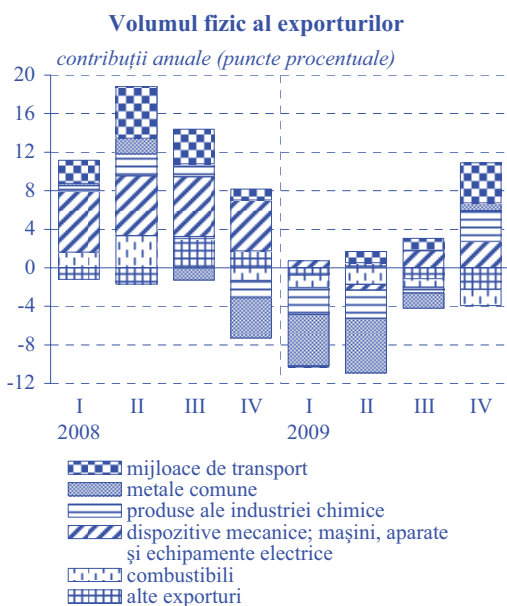
Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

(iii) finanțarea în sistem *leasing*, apelată în proporție de 90 la sută de sectorul corporatist, și-a păstrat traiectoria pronunțat descendentă care a caracterizat primele trei trimestre ale anului 2009, valoarea în euro a contractelor încheiate în intervalul octombrie-decembrie fiind cu 60 la sută mai scăzută decât în perioada similară a anului anterior;

(iv) investițiile străine directe și-au accentuat declinul, fluxurile înregistrate pe ansamblul anului 2009 reducându-se aproape la jumătate din nivelul anului precedent²⁷;

(v) volumul investițiilor efectuate din surse bugetare s-a restrâns în termeni anuali cu circa 4 la sută.

Contrații ale volumului achizițiilor de bunuri de capital au continuat să se înregistreze și în trimestrul IV, atât în cazul pieței autohtone, cât și în cel al importurilor, ritmurile anuale de scădere depășind din nou 20 la sută.

1.1.3. Cererea externă netă

Extinderea cererii principalilor parteneri externi în trimestrul IV a influențat favorabil situația balanței comerciale, evoluție reflectată și de datele provizorii de conturi naționale:

(i) volumul exporturilor de bunuri și servicii a crescut în termeni trimestriali pentru a doua oară consecutiv, astfel încât dinamica anuală a devenit pozitivă (2,9 la sută);

(ii) volumul importurilor și-a încetinit vizibil declinul, deși dinamica sa anuală (-11,1 la sută) a rămas puternic afectată de reducerea absorbției interne și de continuarea deprecierii în termeni anuali a monedei naționale (ambele fenomene marcând însă o scădere în intensitate).

Merită menționat faptul că o contribuție importantă la ameliorarea indicilor anuali de volum pentru exporturile și importurile de bunuri și servicii a revenit efectelor de bază asociate contracțiilor trimestriale semnificative înregistrate de cele două segmente în trimestrul IV 2008 (-7,2 la sută și respectiv -11 la sută, date ajustate sezonier).

Traectorii similare sunt relevate de indicii volumului fizic determinați prin deflatarea celor două componente ale balanței comerciale cu indicii valorii unitare în comerțul internațional.

În structură, revigorarea livrărilor pe piața externă a fost atribuită îndeosebi: (i) inversării tendinței de reducere a exporturilor de produse chimice și (ii) accelerării ritmului de creștere în cazul

²⁷ Calcule pe baza datelor din balanța de plăți.

grupelor „mijloace de transport” și „mașini și echipamente”, evoluție care a condus la consolidarea până la 46,1 la sută a ponderii deținute de produsele cu valoare adăugată mare în totalul exporturilor.

În privința importurilor, mai mult de o treime din atenuarea vitezei de scădere a volumului fizic s-a datorat frânării substanțiale a declinului achizițiilor de „mijloace de transport” (de la circa -57 la sută în trimestrul III 2009 la -36 la sută, variații anuale); contribuții în același sens, dar de amplitudine inferioară, au revenit și grupelor „metale comune” și „combustibili”.

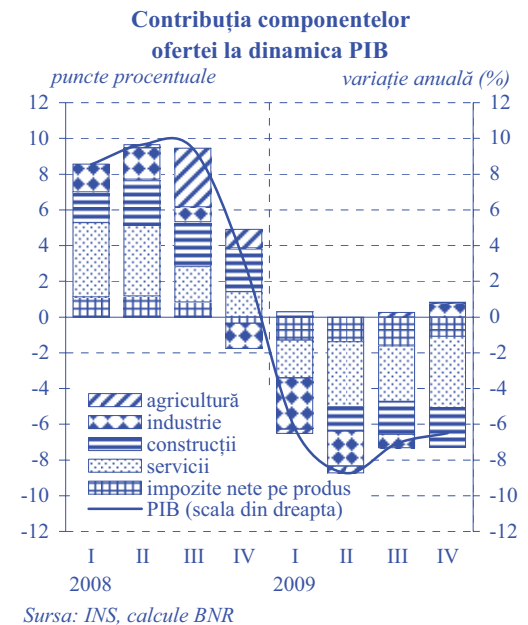
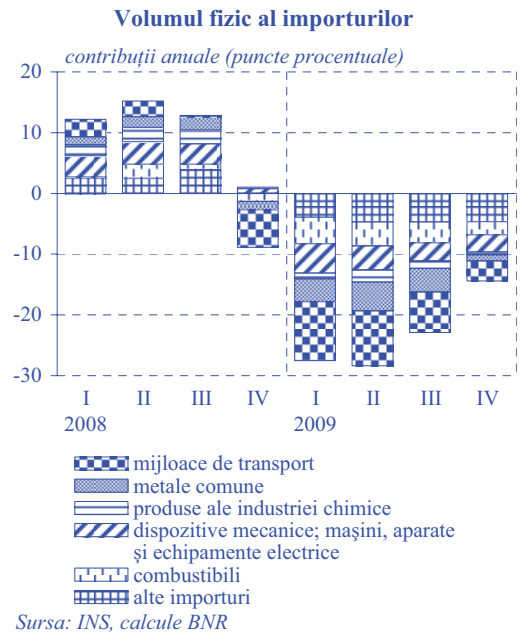
1.2. Oferta

Atenuarea declinului anual al PIB în trimestrul IV a fost susținută de revigorarea industriei, valoarea adăugată brută aferentă acestui sector economic majorându-se cu 4 la sută (față de -3,5 la sută în intervalul anterior). Analiza în structură a evoluției producției industriale relevă aportul important al relansării cererii adresate industriei metalurgice și chimice, precum și al intensificării puternice a activității producătorilor de mijloace de transport rutier și, prin asociere, de echipamente electrice. Chiar dacă dinamica anuală alertă înregistrată de aceste ramuri industriale încorporează un efect de bază consistent, nu trebuie ignorate variațiile trimestriale pozitive induse, în bună măsură, de semnalele de revenire a economiilor principalilor parteneri comerciali, dar și de majorarea livrărilor pe piața internă în cazul anumitor produse, îndeosebi autovehiculele (în perspectiva demarării, în februarie 2010, a noului program de stimulare a înnoirii parcului auto) și produse ale industriei metalurgice (o posibilă explicație fiind intensificarea lucrărilor de construcții inginerești).

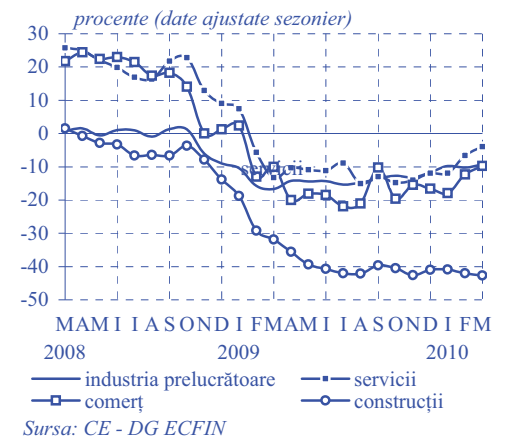
Activitatea de construcții s-a situat în continuare pe o pantă puternic descrescătoare (dinamica valorii adăugate brute: -15,9 la sută în termeni anuali), contracția cea mai severă observându-se din nou pe segmentul rezidențial (cu aproape 39 la sută). În cazul lucrărilor nerezidențiale și de infrastructură, revigorarea înregistrată în trimestrul IV (în comparație cu intervalul iulie-septembrie 2009, volumul producției s-a majorat cu 6 la sută și respectiv cu 11 la sută, serii ajustate) a condus la încetiniri ale ritmurilor anuale de scădere.

Contribuția pozitivă a sectorului agricol la dinamica PIB s-a diminuat în trimestrul IV, în condițiile în care avansul anual al valorii adăugate brute s-a redus la mai puțin de o treime din cel consemnat în perioada precedentă (până la 0,7 la sută).

Serviciile s-au plasat în continuare pe o traiectorie descendentă, cunoscând chiar o accentuare a pantei (dinamica anuală a valorii adăugate brute a ajuns la -8 la sută). Contracții de volum s-au



Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



înregistrat în cazul tuturor subsectoarelor, cu o intensitate mai pronunțată pe segmentele „comerț, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații” și „servicii financiare, imobiliare și de închiriere” (până la -12,5 la sută și respectiv -9,3 la sută).

2. Piața muncii

În perioada ianuarie-februarie 2010 au apărut unele indicii privind o stabilizare a raportului dintre cererea și oferta de muncă, pe fondul aplatizării curbei ascendente a șomajului înregistrat. Capacitatea redusă a sectorului privat de absorbție a forței de muncă excedentare reprezintă însă în continuare un factor inhibitor pentru eventuale majorări salariale neacoperite de creșteri ale productivității muncii, astfel încât este probabil ca accelerarea dinamicii anuale a câștigurilor salariale din perioada analizată să fie de natură temporară. De altfel, în industrie, costurile unitare cu forța de muncă au rămas semnificativ inferioare nivelului din perioada similară a anului anterior, în pofida ritmului anual alert de creștere a câștigurilor salariale. În sectorul bugetar, măsurile de reducere a cheltuielilor cu personalul s-au concretizat în scăderea ușoară atât a numărului de salariați, cât și a câștigurilor salariale medii.

2.1. Forța de muncă²⁸

Datele statistice furnizate de ANOFM pentru primele două luni ale anului 2010 sugerează că sectorul privat a depășit vârful ajustărilor de personal impuse de contextul economic nefavorabil, eliminarea influențelor sezoniere punând în evidență o scădere a numărului mediu de disponibilizări înregistrate comparativ cu trimestrul IV 2009.

Totuși, analiza dinamicii numărului de salariați raportați de angajatori reflectă continuarea tendinței de restrângere a numărului de personal (-2,2 la sută în perioada ianuarie-februarie 2010 față de trimestrul IV 2009), într-un ritm doar marginal inferior intervalelor anterioare; explicațiile posibile ale necorelării cu evoluția disponibilizărilor includ decalajul de înregistrare în șomaj datorat formalităților anevoioase, extinderea economiei informale, dar și diferențele de înregistrare statistică. Și de această dată ajustarea a fost imprimată de sectorul privat²⁹, în timp ce în sectorul bugetar, viteza de reducere a personalului s-a menținut modestă, fiind

²⁸ Datele din această secțiune sunt ajustate sezonier. Comparația față de trimestrul anterior a fost preferată analizei ritmurilor anuale, afectată de efecte de bază (nefavorabil în anul 2009, prin raportare la perioada anterioară declanșării crizei la nivel național, favorabil în intervalul ianuarie-februarie 2010, pe fondul restrângerii puternice a cererii de forță de muncă de la începutul anului 2009).

²⁹ Constrații peste media pe economie au fost consemnate în industrie, construcții, transporturi și depozitare.

similară mediei trimestrelor II-IV 2009 și inferioară celei din trimestrul IV.

Astfel, cererea de forță de muncă s-a menținut la niveluri reduse, în condițiile în care ritmul lent al activității economice nu a sprijinit crearea de noi locuri de muncă. Numărul locurilor de muncă vacante a continuat să se plaseze pe un trend descendent (-7,2 la sută față de trimestrul IV 2009), o ușoară redresare fiind semnalată de agențiile de recrutare doar începând cu luna martie.

Tendința de încetinire a ritmului lunar de creștere a ofertei excedentare de forță de muncă, observată începând cu trimestrul IV 2009, a continuat în trimestrul I 2010, rata șomajului înregistrat majorându-se cu doar 0,2 puncte procentuale în martie 2010 față de sfârșitul anului precedent. Evoluția a fost determinantă pentru stoparea lărgirii decalajului dintre numărul șomerilor și numărul locurilor vacante³⁰ la circa 97:1 (în trimestrul IV 2009 și ianuarie-februarie 2010). Amplitudinea acestui decalaj sugerează că la originea majorărilor salariale înregistrate la începutul anului 2010 în sectorul privat³¹ nu au stat presiuni din partea angajaților, a căror putere de negociere a fost dramatic diminuată de situația economică nefavorabilă, ci decizia angajatorilor de a-și recompensa personalul pentru efortul suplimentar realizat după redistribuirea sarcinilor, produsă ca urmare a reorganizării activității din cadrul companiilor care au recurs la disponibilizări. Având în vedere persistența incertitudinilor referitoare la relansarea economică și refuzul patronatelor de a majora salariul minim brut în sectorul privat de la începutul anului 2010, este posibil ca aceste creșteri salariale să fi fost punctuale și nu permanente.

2.2. Venituri

În perioada ianuarie-februarie 2010, salariul mediu net nominal pe economie s-a majorat cu 4,6 la sută în termeni anuali, exclusiv datorită evoluțiilor din sectorul privat (aproximativ +7 la sută³²); explicațiile rezidă, pe de o parte, în creșteri salariale/stimulente acordate salariaților, iar pe de altă parte, în efectul statistic de majorare a salariului mediu rezultat prin disponibilizarea personalului cu câștiguri salariale mai mici³³. În sectorul bugetar, câștigul salarial mediu net a scăzut în termeni anuali cu 2,6 la sută, după intrarea în vigoare a prevederilor Legii nr.330/2009 privind salarizarea unitară a personalului plătit din fonduri publice (prin limitarea sporurilor și primelor acordate, care a anulat efectul de sens contrar asociat stabilirii salariului minim brut la 705 lei).

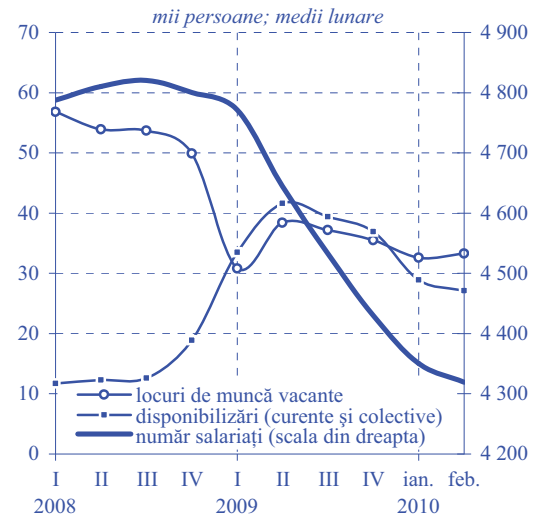
³⁰ Stoc la sfârșitul lunii.

³¹ A se vedea subsecțiunea 2.2. Venituri.

³² Calcule BNR.

³³ Conform Comunicatului de presă INS nr.68/7 aprilie 2010.

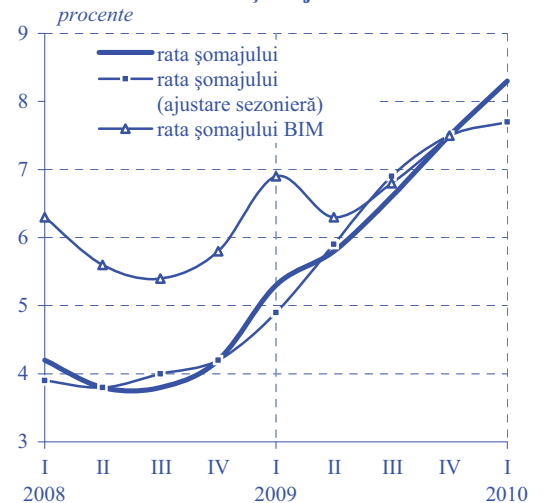
Măsurile ale cererii de forță de muncă*



*) date ajustate sezonier

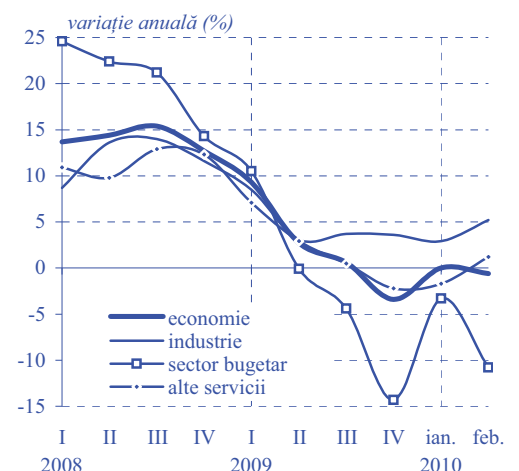
Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Rata șomajului



Sursa: INS, calcule BNR

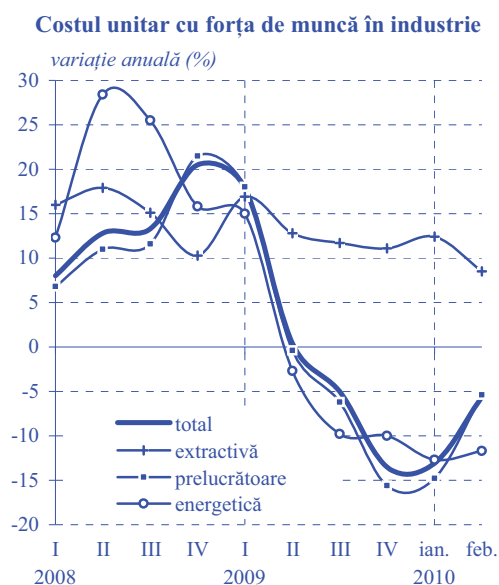
Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Față de trimestrul IV 2009, ritmul anual de creștere a câștigului salarial mediu net pe ansamblul economiei s-a accelerat cu 3,6 puncte procentuale, în condițiile în care nivelul din perioada de comparație a fost diminuat până la 1 la sută de factori temporari: (i) acordarea, în companiile private, de prime de sfârșit de an de mai mică valoare și în mai puține cazuri decât în anul 2008 și (ii) măsurile de restrângere a cheltuielilor aplicate în sectorul bugetar (concedii fără plată impuse prin rotație întregului personal, eliminarea unor prime ocazionale).



Sursa: INS, calcule BNR

În intervalul analizat, industria a rămas sectorul cu cea mai ridicată dinamică anuală a câștigurilor salariale (dublă față de media pe economie), însă aceasta a fost acoperită pe deplin de creșterea productivității muncii, datorată îndeosebi reducerilor substanțiale ale numărului de salariați. Astfel, costurile unitare cu forța de muncă au continuat să înregistreze o dinamică anuală negativă (de 9,3 la sută), performanța fiind totuși inferioară (cu 4,2 puncte procentuale) celei din trimestrul IV 2009, pe fondul temperării creșterii productivității muncii³⁴. În industria prelucrătoare, scăderea costurilor unitare cu forța de muncă s-a atenuat la 10 la sută, de la 15,6 la sută în intervalul de referință, în principal ca urmare a deteriorărilor de până la 25 puncte procentuale ale ritmului anual consemnate de industria chimică, cauciuc și mase plastice, segmentele conexe sectorului de construcții³⁵. În sens contrar au acționat asupra mediei pe industrie câteva ramuri cu o pondere importantă în valoarea producției industriale (prelucrarea țigăiului, metalurgia, fabricarea echipamentelor electrice, mijloace de transport), în care reducerea costurilor unitare cu forța de muncă s-a plasat între circa 15 la sută și 30 la sută.

Conform estimărilor, venitul real disponibil al populației și-a accentuat contracția în trimestrul IV 2009 (-13,9 la sută în termeni anuali), ca urmare a deteriorării suplimentare a situației veniturilor salariale și a transferurilor din străinătate, precum și a inversării de semn a dinamicii anuale a transferurilor sociale. Deși în perioada ianuarie-februarie 2010 ritmul anual de scădere a veniturii real disponibile al populației s-a atenuat la 4,9 la sută, evoluția acestuia începând cu trimestrul II 2009 sugerează o explicație pentru presiunea tot mai redusă din partea consumului populației asupra prețurilor componente ale inflației de bază ajustate cu impactul majorării accizelor.

³⁴ Rata anuală de creștere a fost de 21,7 la sută în perioada ianuarie-februarie 2010, față de 26,6 la sută în trimestrul IV 2009.

³⁵ Confecții metalice, prelucrarea altor produse din minerale nemetalice.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul IV 2009, prețurile de import și cele ale producției agricole au continuat să aibă un aport favorabil la evoluția prețurilor de consum – în mai mică măsură, totuși, comparativ cu intervalele precedente. De asemenea, variațiile anuale ale prețurilor bunurilor industriale de proveniență internă au redevenit pozitive, însă presiunile au fost limitate la sectorul energetic. Perspectivile indică perpetuarea tendințelor curente: încetinirea declinului anual în cazul prețurilor de import și de producție agricolă și ritmuri anuale pozitive ale prețurilor bunurilor industriale.

3.1. Prețurile de import

Deși într-o mai mică măsură comparativ cu intervalele precedente, aportul favorabil al prețurilor de import la evoluția inflației s-a menținut și în trimestrul IV 2009, în condițiile în care indicele valorii unitare a importurilor a rămas subunitar (92,08 la sută), iar poziția monedei naționale față de principalele valute s-a ameliorat față de trimestrele anterioare (deprecieri mai mică față de euro și relativă stabilitate în raport cu dolarul SUA).

Încetinirea cu 6,9 puncte procentuale a declinului anual al prețurilor externe comparativ cu trimestrul III 2009 a fost indusă, în principal, de segmentul combustibililor, deși contribuții în același sens au revenit și altor grupe de bunuri (produse vegetale, fructe, grăsimi, metale comune, aparate și echipamente electrice); de menționat, totuși, faptul că pentru toate aceste grupe, indicii valorii unitare au rămas pronunțat subunitari.

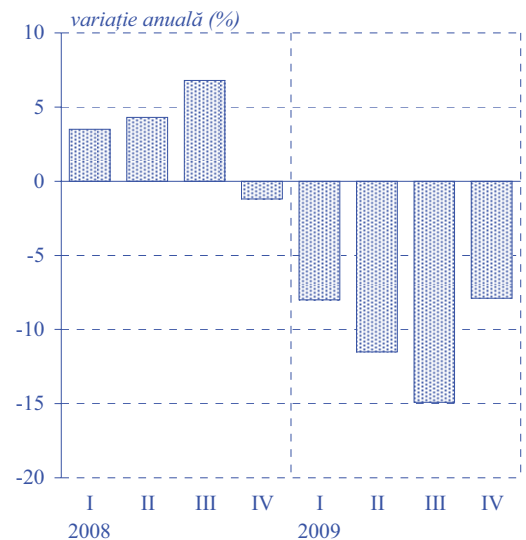
Ultima parte a anului 2009 și primele luni din 2010 au consemnat conturarea tot mai pronunțată a unui trend ascendent al prețurilor externe ale materiilor prime (în principal petrol și metale) – pe fondul semnalelor de revenire a cererii globale –, ceea ce ar putea antrena inversări de tendință și la nivelul prețurilor de import ale bunurilor industriale prelucrate.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

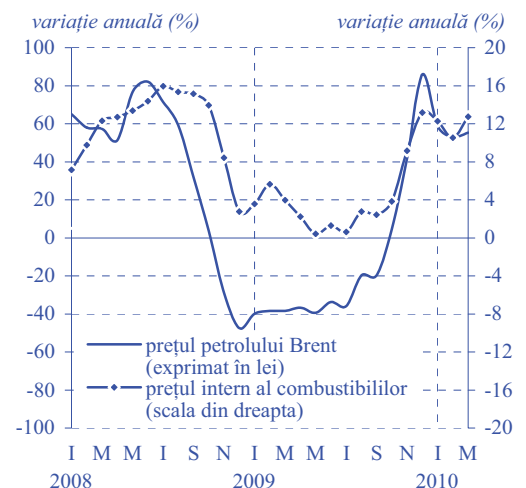
În trimestrul IV 2009, prețurile producției industriale pentru piața internă au revenit la ritmuri anuale pozitive (+1,8 la sută), mișcare indusă exclusiv de inversarea de tendință consemnată de prețurile bunurilor energetice. Efectul de bază asociat trendului descrescător al prețurilor externe ale produselor petroliere din trimestrul IV 2008, precum și presiunile acumulate în perioada curentă pe piețele internaționale de profil, au condus la un ritm anual de creștere a prețurilor de producție ale bunurilor energetice de 1,9 la sută, comparativ cu -5,8 la sută în trimestrul III 2009. O schimbare de

Valoarea unitară a importurilor

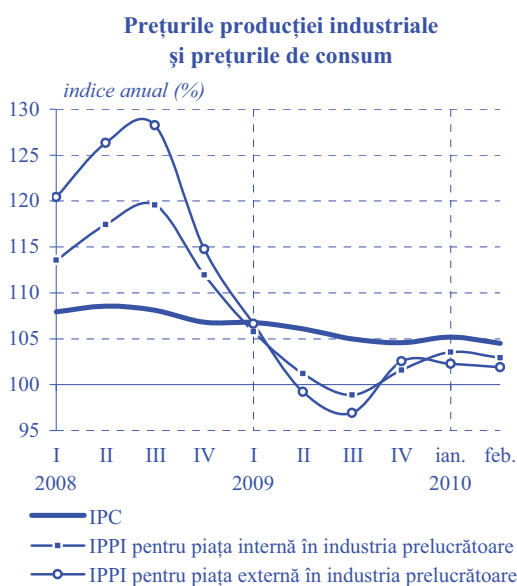


Sursa: INS, calcule BNR

Prețul petrolului și prețul intern al combustibililor



Sursa: INS, AIE, calcule BNR



Sursa: INS

trend s-a conturat și în cazul bunurilor intermediare, unde variațiile trimestriale s-au atenuat la -0,3 la sută, față de -2,4 la sută în trimestrul II 2009.

Pentru celelalte grupe de bunuri industriale, ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție au continuat să se plaseze pe o traiectorie descendentă. În absența presiunilor asupra costurilor de producție și în condițiile restrângerii severe a cererii interne³⁶ de bunuri de capital, prețurile corespunzătoare acestui segment au înregistrat în trimestrul IV 2009 cea mai pronunțată pierdere de ritm din ultimul an (-2,3 puncte procentuale, până la 3,7 la sută).

Mult mai puțin ample au fost mișcările înregistrate de prețurile bunurilor de consum (-1,1 puncte procentuale), a căror rată anuală de creștere a rămas foarte ridicată (+7,2 la sută), atingând chiar 7,8 la sută în cazul bunurilor de folosință îndelungată. Pentru această ultimă grupă, tendințele curente oferă indicii de temperare a ritmurilor în perioada următoare – relativă stabilitate a variațiilor trimestriale ale prețurilor de producție după 13 intervale consecutive de creștere³⁷ – ceea ce ar putea sugera o schimbare de comportament al producătorilor, posibil sub presiunea scăderii dramatice a volumului vânzărilor pe piața internă³⁸. Reacția întârziată a producătorilor locali la evoluția cererii poate fi explicată, în principal, prin promovarea unei politici de preț orientate către protejarea nivelului încasărilor, într-o perioadă în care cererea pentru acest tip de bunuri era percepută de producători ca fiind insuficient de elastică la reducerile de preț.

În ceea ce privește segmentul bunurilor de uz curent, mișcările de preț din ramurile reprezentative au fost în general favorabile, dar ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție s-au situat cu doar 1 punct procentual sub media trimestrului anterior (la 7,1 la sută), în condițiile în care prelucrarea tutunului și sectorul farmaceutic au continuat să manifeste tendințe ascendente. În acest ultim caz, prețurile de producție și-au accentuat dinamica anuală la 19,5 la sută și ulterior la 28,3 la sută în perioada ianuarie-februarie 2010, scumpirile operate de producătorii autohtoni (cu aprobarea Ministerului Sănătății) fiind justificate prin necesitatea acoperirii costurilor de producție.

³⁶ Valoarea reală a cifrei de afaceri pentru piața internă în cazul bunurilor de capital (serie desezonalizată, deflatată cu prețurile producției industriale pentru piața internă) a scăzut în termeni trimestriali pentru cinci intervale consecutive, nivelul din trimestrul IV 2009 fiind cu aproximativ 37 la sută mai mic decât cel din trimestrul III 2008.

³⁷ Serie ajustată sezonier

³⁸ În trimestrul IV 2009, valoarea reală a cifrei de afaceri pentru piața internă în cazul bunurilor de folosință îndelungată (serie desezonalizată, deflatată cu prețurile producției industriale pentru piața internă) era cu peste 40 la sută mai mică decât în trimestrul III 2008.

La nivelul trimestrului I 2010, ritmurile anuale de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă își vor consolida mișcarea ascendentă, aportul major revenind bunurilor energetice și celor de consum, chiar dacă în acest ultim caz presiunile rămân concentrate pe aceleași două segmente (prelucrarea tutunului și farmaceutică).

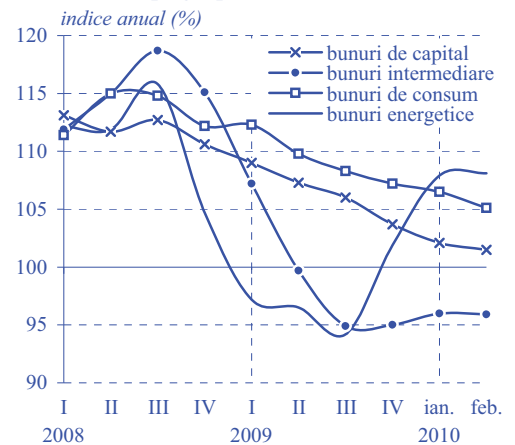
3.2.2. Prețurile producției agricole

Variațiile anuale pronunțat negative consemnate de prețurile producției agricole în ultimele trei trimestre s-au atenuat sensibil în perioada octombrie-decembrie 2009 (la -1,1 la sută, comparativ cu -8,9 la sută în intervalul precedent), exclusiv pe seama evoluțiilor de pe segmentul produselor vegetale. În condițiile în care dinamicile anuale negative înregistrate de prețurile principalelor tipuri de cereale au fost de mai mică amploare comparativ cu intervalele precedente (respectiv de peste două ori mai mici în cazul grâului), iar cele ale legumelor au consemnat o inversare de tendință, scăderea înregistrată în termeni anuali de prețurile de producție ale produselor vegetale s-a restrâns la 3,4 la sută în termeni anuali, comparativ cu o diminuare de 13,8 la sută în trimestrul III 2009. De semnalat totuși faptul că tendința întregului interval a fost impusă de mișcările de preț consemnate în luna decembrie (+14,9 la sută în termeni lunari) și induse de segmentul legumelor și fructelor, posibil pe seama intensificării sezoniere a cererii din perioada sărbătorilor de iarnă, în condițiile în care oferta internă este limitată de lipsa spațiilor de depozitare adecvate.

O evoluție similară s-a observat și în cazul produselor animale, dar amploarea acesteia a fost mult mai redusă (+1,7 la sută în termeni lunari). La nivelul trimestrului IV 2009, ritmul anual de creștere a prețurilor de producție s-a înjumătățit comparativ cu intervalul precedent (+5 la sută), la această mișcare contribuind majoritatea sortimentelor de carne.

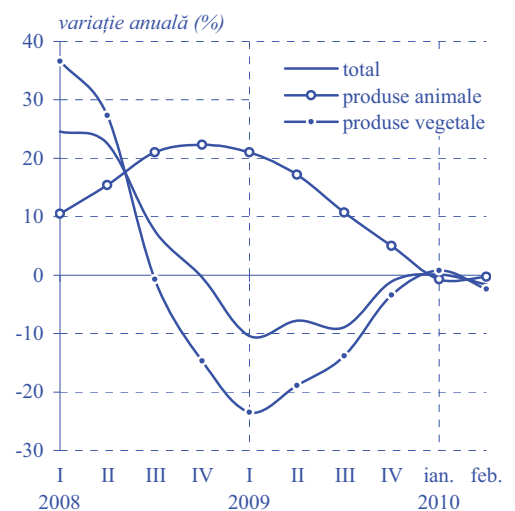
În trimestrul I 2010, panta ascendentă pe care s-au înscris ratele anuale de creștere a prețurilor producției agricole ar putea continua, chiar cu posibilitatea revenirii la variații anuale pozitive, tendință imprimată exclusiv de componenta vegetală, în timp ce în cazul produselor animale este posibil ca ritmurile anuale să se reducă în continuare.

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



Sursa: INS

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

BNR a prelungit trendul descendent al ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind coborâtă cu câte 0,5 puncte procentuale în lunile februarie și martie 2010, până la nivelul de 6,5 la sută. Totodată, banca centrală a gestionat în mod adecvat lichiditatea din sistemul bancar, potențând astfel procesul de normalizare a ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară. Prin aceste măsuri – adoptate în contextul manifestării unei tendințe de întărire a leului în raport cu euro și al prelungirii declinului activității economice –, BNR a urmărit să calibreze ansamblul condițiilor monetare în sens larg din perspectiva consolidării convergenței ratei inflației către obiectivele stabilite pe termen mediu și a creării condițiilor favorabile pentru revitalizarea sustenabilă a procesului de creditare și relansarea durabilă a activității economice.

Decizia de reducere a ratei dobânzii de politică monetară cu 0,5 puncte procentuale, până la nivelul de 7,0 la sută, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 3 februarie 2010 a fost motivată în principal de perspectiva intensificării progresive a presiunilor dezinflaționiste ale cererii, consolidată de premisa continuării implementării consecvente a programului economic convenit cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. Resorturile anticipatei decelerări a inflației de bază (CORE2 ajustată) le constituiau amplitudinea consemnată de deficitul de cerere în 2009 și perspectiva continuării adâncirii și prelungirii acestuia în perioada următoare, dar și relativa scădere recentă, dar și așteptată, a gradului de persistență a acestei componente a inflației. Menținerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a PIB la finele anului 2009 și începutul lui 2010 – sugerând creșterea *gap*-ului negativ al PIB – avea ca premise și indicii majore: (i) continuarea consemnării unei dinamici anuale negative a PIB pe ansamblul zonei euro în trimestrul IV 2009; (ii) caracterul inerțial al declinului consemnat de economia românească în trimestrele anterioare; (iii) creșterea/prelungirea, în primele luni ale trimestrului IV 2009, a dinamicii anuale negative a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții; (iv) intrarea recentă în teritoriul negativ a ritmului anual de creștere a câștigului salarial mediu net real; (v) continuarea procesului de dezintermediere financiară, dar și a tendinței de ameliorare a economisirii nete bancare a populației; (vi) menținerea tendinței de creștere a ratei șomajului în cursul trimestrului IV al anului 2009. În aceste condiții, rata anuală prognozată³⁹ a inflației își păstra panta descendentă, cu toate că în 2010 ea se plasa pe un palier superior celui din proiecția precedentă,

³⁹ Raportul asupra inflației din luna februarie 2010.

în principal ca urmare a ajustării mai ample a unor prețuri administrate și unor accize; astfel, rata anuală a inflației era așteptată să converge la finalul anului 2010 spre punctul central al țintei de inflație (3,5 la sută) și să se mențină apoi – similar exercițiului anterior – în jumătatea inferioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei stabilite pentru luna decembrie 2011. Totodată, balanța riscurilor asociate prognozei actualizate a inflației se echilibrase – reflectând scăderea probabilității producerii unor derapaje în coordonarea și implementarea *mix*-ului de politici macroeconomice –, principala sursă potențială a incertitudinilor asociate proiecției curente prefigurându-se a fi evoluția mediului economic extern.

Consiliul de administrație al BNR a prelungit mișcarea descendentă a ratei dobânzii de politică monetară în luna martie, decizia efectuării unei noi ajustări de 0,5 puncte procentuale (până la nivelul de 6,5 la sută) fiind justificată în principal de reluarea în luna februarie a dezinflației, pe fondul cvasiepuizării efectului ajustării unor accize la 1 ianuarie 2010, precum și de perspectiva continuării acestui proces, în condițiile menținerii în teritoriul negativ a dinamicii anuale a activității economice în prima parte a anului 2010. Amplitudinea declinului PIB era însă așteptată să se restrângă progresiv, date fiind atenuarea contracției economice în termeni anuali din trimestrul IV 2009 (-6,5 la sută, față de -7,1 la sută în trimestrul anterior), dar mai ales existența indiciilor ameliorării activității în unele sectoare ale economiei naționale. Cu toate acestea, se anticipa că ritmul redresării economice va fi mai lent decât se previzionase anterior, în condițiile în care anumiți indicatori economici relevanți pentru dinamica cererii de consum și investiții⁴⁰ și-au prelungit în prima lună a anului 2010 evoluțiile nefavorabile sau au continuat să se deterioreze. Astfel, atât dinamica anuală a cererii de consum, cât mai ales cea a formării brute de capital fix se prefigurau a-și menține valoarea negativă în primul semestru al anului 2010, principalele indicii, în cazul consumului, fiind: (i) adâncirea variației anuale negative a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul (în special pe segmentul produselor nealimentare) și a celei din comerțul auto-moto (comparativ cu media trimestrului anterior), (ii) reducerea substanțială în termeni anuali a încasărilor din TVA în prima lună a anului 2010, (iii) scăderea în aceeași perioadă a volumului remiterilor și (iv) continuarea creșterii ratei șomajului în primele două luni ale anului 2010. Acestora li s-a asociat menținerea robusteții cererii de bani pentru economisire și accelerarea declinului dinamicii anuale a creditelor acordate populației⁴¹.

⁴⁰ În special indicatorii privind lucrările de construcții și investițiile în utilaje, soldul creditelor pe termen mediu și lung acordate companiilor, precum și creditele financiare externe.

⁴¹ În absența altor precizări, dinamicile reprezintă rate anuale de creștere în termeni reali.

Rata medie anuală de creștere a soldului acestor împrumuturi s-a adâncit în teritoriul negativ în primele două luni ale anului 2010 (-9,0 la sută, față de o medie de -1,1 la sută în trimestrul IV 2009), în condițiile în care atât cererea, cât și oferta de credite nu au consemnat în acest interval o ameliorare vizibilă, modestele tendințe de redresare fiind cel mai probabil asociate programului „Prima casă”⁴². Cererea de credite a populației a fost afectată de menținerea la un nivel ridicat a ratelor dobânzilor la împrumuturile noi (în special la cele în monedă națională), precum și de înrăutățirea evoluției curente și a celei anticipate a șomajului și a veniturilor (din salarii și remiteri din străinătate). La rândul ei, oferta de credite a continuat să fie inhibată de menținerea prudenței băncilor, justificată, printre altele, de prelungirea tendinței de creștere a împrumuturilor restante ale populației⁴³. Relevantă pentru atitudinea precaută a instituțiilor de credit a fost și continuarea înăsprii – parțiale însă – a standardelor și a termenilor de creditare a populației în ultimul trimestru al anului 2009; modificarea acestora a fost și de această dată mai puțin intensă comparativ cu trimestrul anterior și totodată diferențiată din perspectiva destinației împrumuturilor⁴⁴. Pe acest fond, volumul mediu al creditelor noi acordate persoanelor fizice⁴⁵ în intervalul ianuarie-februarie 2010 s-a diminuat în raport cu cel din trimestrul IV, cu toate că în termeni anuali, el a consemnat o creștere, la originea căreia s-a aflat un consistent efect de bază. Reflectând aceste influențe, dar și impactul statistic relativ puternic exercitat de aprecierea monedei naționale, rata anuală medie de creștere a creditelor de consum ale populației s-a redus la -10,7 la sută (coborând cu 7,3 puncte procentuale sub valoarea medie a trimestrului IV 2009); eliminarea efectului exercitat de cursul de schimb arată că prelungirea tendinței a fost imprimată preponderent de componenta în lei (a cărei dinamică negativă medie a atins -9,7 la sută, cu 0,5 puncte procentuale mai puțin decât în ultimele trei luni ale anului 2009). Și dinamica soldului total al împrumuturilor pentru locuințe a consemnat un declin față de perioada similară a anului precedent, dar a rămas în teritoriul pozitiv (3,7 la sută, față de 15,1 la sută în trimestrul IV

⁴² Inițierea/derularea programului „Prima casă” s-a reflectat în mod direct asupra cererii/ofertei de credite a băncilor participante; în plus, el a fost de natură să stimuleze ajustarea în sens descendent a restrictivității condițiilor de acordare a împrumuturilor pentru locuințe de către celelalte instituții de credit.

⁴³ Conform datelor Biroului de Credit.

⁴⁴ Conform ediției din februarie 2010 a sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, standardele de creditare a populației au continuat să se înăsprească (relativ mai lent) în trimestrul IV în cazul creditelor de consum, sub influența următorilor factori principali: (i) riscul asociat bonității clienților, (ii) riscul asociat colateralului/garanției, (iii) așteptările privind situația financiară a populației și (iv) deciziile de politică monetară sau prudențiale ale BNR. Într-o anumită măsură, și termenii creditării au devenit mai severi: a fost diminuată ponderea maximă a serviciului datoriei în venitul disponibil, dar a fost redus ușor nivelul mediu al LTV pe segmentul împrumuturilor ipotecare.

⁴⁵ Coroborând datele disponibile la CRB cu raportările transmise de instituțiile de credit în baza Normei BNR nr. 14/2006.

2009), în condițiile în care componenta în valută a acestor împrumuturi și-a mărit rata anuală de creștere (13,6 la sută, față de 8,7 la sută în trimestrul IV 2009), în principal ca urmare a efectului indus de programul „Prima casă”.

În același timp, cererea de bani pentru economisire a rămas relativ robustă, în condițiile în care tendința de creștere a ponderii medii a plasamentelor la termen (sub și peste 2 ani) în totalul depozitelor persoanelor fizice s-a prelungit în primele două luni ale anului 2010 (ajungând la 74,8 la sută – cel mai ridicat nivel din ultimii trei ani și jumătate); cererea de bani în scop precautionar a fost susținută de persistența pesimismului populației ca urmare a deteriorării situației financiare proprii, curente și așteptate, și, într-o anumită măsură, de schimbările relative de configurație ale randamentelor diferitelor categorii de active monetare⁴⁶. Relevantă în acest sens este și analiza structurii pe scadențe a depozitelor noi din perioada ianuarie-februarie, care evidențiază o resuscitare a interesului persoanelor fizice pentru plasamentele pe scadențe mai lungi (peste trei luni), stimulată de randamentele atractive atașate acestora. Soldul depozitelor la termen (sub și peste doi ani) și-a înjumătățit însă ritmul mediu de creștere anuală în perioada analizată (25,2 la sută, față de 55,3 la sută în trimestrul IV 2009) – în special datorită dispărării unui efect de bază –, al cărui nivel a revenit, astfel, în apropierea valorilor înregistrate în primul trimestru al anului precedent. Acestei evoluții i s-a asociat menținerea pe palierul negativ a dinamicii anuale a depozitelor ON (ușor atenuată însă în raport cu ultimele trei luni ale anului 2009). Reflectând toate aceste mișcări – survenite inclusiv în contextul scăderii veniturilor populației, coroborate cu continuarea efectuării plăților în contul datoriei ei bancare –, plasamentele totale din bănci ale acestui segment (inclusiv cele pe termen de peste 2 ani) au consemnat o scădere vizibilă a ratei anuale de creștere, media acesteia ajungând în ianuarie-februarie la 5,8 la sută, față de 14,7 la sută în trimestrul IV 2009.

Scăderea primei de risc atașate plasamentelor pe piața financiară românească a permis, de asemenea, reducerea ratei dobânzii de politică monetară, leul manifestând în ultimele luni o tendință de apreciere în raport cu euro, în condițiile îmbunătățirii apetitului global pentru risc, dar mai ales ale schimbării percepției investitorilor străini asupra oportunităților de câștig oferite de piețele financiare din Europa Centrală și de Est. Pe plan intern, această tendință a fost susținută de menținerea deficitului de cont curent la niveluri sustenabile, precum și de derularea în parametrii stabiliți a aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale, ambele reflectate de modi-

⁴⁶ Ecartul dintre randamentul mediu oferit pentru depozitele la termen noi ale populației și cele ON în lei s-a mărit ușor în ianuarie și s-a diminuat apoi în februarie, menținându-se însă la valori superioare celor atinse anterior lunii noiembrie 2008.

ficarea în sens favorabil a perspectivei *rating*-ului suveran (a se vedea subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*).

Pe parcursul trimestrului I, banca centrală și-a adecvat maniera de gestionare a lichidității din sistemul bancar, urmărind astfel să susțină procesul de normalizare a ratelor dobânzilor pe termen mai lung de pe piața monetară – implicit să impulsioneze accelerarea corecției descendente a ratelor dobânzilor la credite/depozite, ale căror niveluri continuau să se mențină ridicate în raport cu rata dobânzii de politică monetară.

Astfel, în perioada ianuarie-februarie și în prima parte a lunii martie, banca centrală a continuat să deruleze operațiuni *repo* pe scadențe de 5-7 zile, prin licitații la rată fixă de dobândă, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral. Acestea au fost de natură să potențeze efectul de relaxare a condițiilor lichidității de pe piața monetară indus de injecțiile efectuate de Trezorerie⁴⁷ în ultima parte a anului anterior și pe parcursul primului trimestru al anului curent; cele din urmă au avut drept consecință reinstaurarea, spre finele intervalului analizat, a poziției de debitor net a BNR în raport cu sistemul bancar. Surplusul de lichiditate creat a fost drenat exclusiv prin apelarea de către bănci a facilității de depozit, volumul mediu zilnic al acestor plasamente atingând în primele trei luni ale anului 2010 valori net superioare celor înregistrate în trimestrul IV 2009. Pe acest fond, ratele dobânzilor pe termen foarte scurt ale pieței interbancare au coborât tot mai mult, apropiindu-se de rata dobânzii la facilitatea de depozit a BNR.

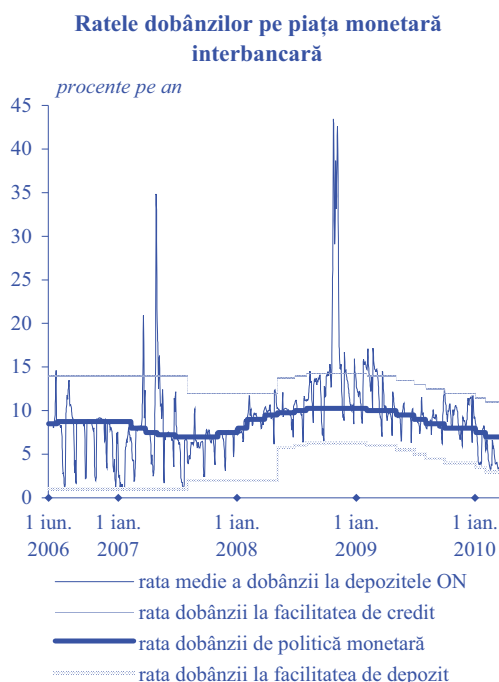
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Ratele dobânzilor și-au accentuat declinul în trimestrul I 2010 pe toate segmentele pieței financiare, cursul de schimb leu/euro manifestând, de asemenea, o tendință de scădere. Lichiditatea din economie și-a diminuat rata anuală de creștere, pe fondul prelungirii traiectoriei descendente a dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat.

2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au înregistrat o scădere amplă în trimestrul I, reflectând relaxarea condițiilor lichidității din sistemul bancar și coborârea ratei dobânzii de politică monetară. Pe parcursul celei mai mari părți a perioadei, randamentele pe termen foarte scurt au evoluat în partea inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor facilităților permanente, consemnând totodată o creștere a volatilității; ca urmare, media ratelor dobânzilor la depozitele interbancare a coborât cu

⁴⁷ Prin utilizarea unei părți din sursele aflate în contul său în valută la banca centrală.



3,5 puncte procentuale comparativ cu trimestrul precedent, până la un nivel de 5,8 la sută.

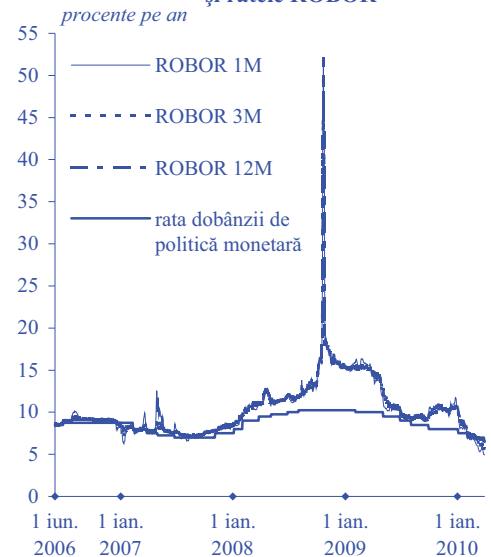
Amplificarea ofertei de lichiditate de pe piața monetară interbancară a avut drept principal determinant injecțiile de rezerve efectuate de Trezorerie. În prima parte a trimestrului, efectul acestora asupra randamentelor interbancare a fost accentuat de cel exercitat de volumele însemnate de lichiditate împrumutate de bănci în cadrul operațiunilor *repo* 1W derulate de banca centrală; tranzacțiile au fost realizate la rată fixă de dobândă (cea de politică monetară), sumele licitate de instituțiile de credit fiind alocate integral. În acest context, ratele dobânzilor ON au urmat încă din prima parte a lunii ianuarie o evoluție descendentă pronunțată, coborând în vecinătatea ratei dobânzii aferente facilității de depozit. Ele au continuat apoi să se plaseze de-a lungul celei mai mari părți a perioadei analizate la valori semnificativ inferioare ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care lichiditatea excedentară acumulată a fost drenată exclusiv prin intermediul facilității de depozit.

Randamentele pe scadențe mai lungi au urmat de asemenea un trend de scădere. Inițiată imediat după decizia BNR de reducere a ratei dobânzii din luna ianuarie, mișcarea lor descendentă a reflectat coborârile succesive ale acesteia din urmă, destinderea condițiilor lichidității de pe piața monetară, precum și așteptările participanților pe piață privind traiectoria viitoare a ratei dobânzii cheie a băncii centrale și evoluția în perspectivă a situației lichidității din sistemul bancar. Către finele trimestrului, declinul cotațiilor aferente scadențelor mai scurte (1M și 3M) a devenit relativ mai pronunțat. Ca urmare a acestor evoluții, media cotațiilor ROBOR (1M-12M) din luna martie s-a redus cu 4,0 puncte procentuale comparativ cu cea consemnată la finele trimestrului anterior.

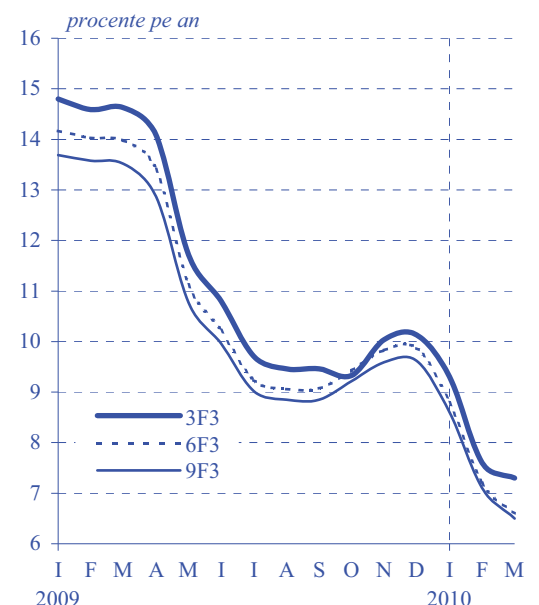
O ajustare descrescătoare semnificativă au înregistrat, de asemenea, ratele *forward* implicite. Potrivit acestora, nivelurile anticipate ale ratei ROBOR3M pentru orizonturile de 3, 6 și 9 luni (calculate pornind de la cotațiile medii din martie) se situau la 7,3 la sută, 6,6 la sută și, respectiv, 6,5 la sută. Aceste valori au fost inferioare în medie cu 3,1 puncte procentuale celor corespondente din ultima lună a anului precedent.

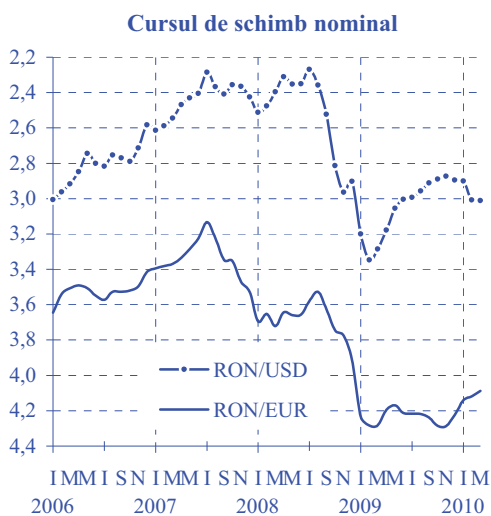
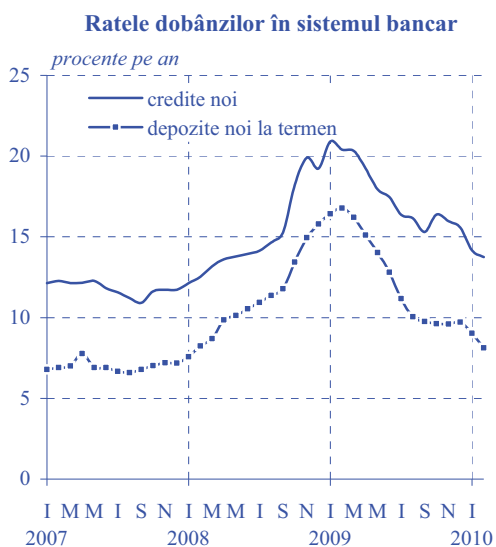
La rândul lor, ratele dobânzilor pe piața primară a titlurilor de stat au scăzut pe tot parcursul trimestrului și pentru toate categoriile de înscrisuri, randamentul mediu trimestrial plasându-se la nivelul de 7,77 la sută (-2,23 puncte procentuale față de trimestrul IV 2009). Volumul cumulativ al emisiunilor a fost de 12,7 miliarde lei – superior cu 15 la sută totalului sumelor anunțate –, fiind reprezentat în proporție de 78 la sută de titluri cu maturitatea de 6 luni și 1 an. Interesul investitorilor pentru titlurile de stat – analizat prin prisma raportului volum solicitat/volum anunțat – a fost relativ egal

Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Rate forward implicite





distribuit între înscrisurile pe termen scurt și cele pe termen lung. O tendință descendentă a consemnat și randamentul mediu aferent operațiunilor definitive de pe piața secundară a titlurilor de stat, care a scăzut în trimestrul I 2010 cu 2,5 puncte procentuale, situându-se la nivelul de 7,6 la sută. Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat (exclusiv BNR) a crescut față de trimestrul anterior (inclusiv pe seama continuării creșterii achizițiilor de titluri ale nerezidenților), până la aproximativ 28 miliarde lei, majoritatea tranzacțiilor desfășurate fiind ireversibile (aproximativ 93 la sută)⁴⁸. Cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu maturitatea reziduală sub 1 an, respectiv 3 ani, ale căror randamente medii au scăzut la 7,7 și respectiv 7,6 la sută.

În perioada decembrie 2009-februarie 2010, ca urmare a diminuării ratei dobânzii de politică monetară și a randamentelor interbancare, precum și pe fondul îmbunătățirii semnificative a lichidității din sistemul bancar, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi și-au intensificat scăderea (-1,46 puncte procentuale, până la 8,13 la sută și respectiv -2,22 puncte procentuale, până la 13,75 la sută). Evoluțiile au fost omogene ca sens pe ambele segmente de clientelă, dar diferite ca magnitudine. Astfel, cele mai ample ajustări descendente ale ratelor dobânzilor s-au consemnat în cazul societăților nefinanciare: randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a diminuat cu 1,93 puncte procentuale (până la 7,45 la sută), iar costul mediu cu dobânda aferent creditelor noi – cel mai strâns legat de modificarea cotațiilor interbancare ROBOR – a scăzut accentuat cu 2,51 puncte procentuale (ajungând la 13,23 la sută în februarie); cel mai mult s-a ajustat rata medie a dobânzii pentru împrumuturile cu valoare mare ale companiilor (-3,23 puncte procentuale, până la 11,08 la sută). În cazul populației, randamentul mediu oferit pentru depozitele noi la termen s-a diminuat în intervalul analizat cu 0,93 puncte procentuale (până la 8,93 la sută), iar rata medie a dobânzii la creditele noi a scăzut cu 1,19 puncte procentuale (plasându-se în februarie la 15,99 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În primul trimestru al anului 2010, tendința de apreciere a leului în raport cu euro a devenit mai evidentă, cu toate că aceasta a fost întreruptă de scurte episoade de slăbire a monedei naționale. Mișcarea general descendentă a cursului de schimb leu/euro a reflectat în principal relativa refacere a apetitului global pentru risc și ameliorarea sentimentului investitorilor față de piețele financiare din regiune, inclusiv ca urmare a relativei înrăutățiri a percepției

⁴⁸ Volumul tranzacțiilor cu titluri de stat derulate prin BVB a consemnat un nivel maxim (1,38 miliarde lei), menținându-se însă relativ redus în raport cu cel al tranzacțiilor desfășurate în sistemul SaFIR; randamentul mediu al tranzacțiilor prin BVB a scăzut față de trimestrul anterior cu 2,27 puncte procentuale, până la 7,45 la sută, cele mai tranzacționate titluri fiind cele cu scadența reziduală de 4 ani.

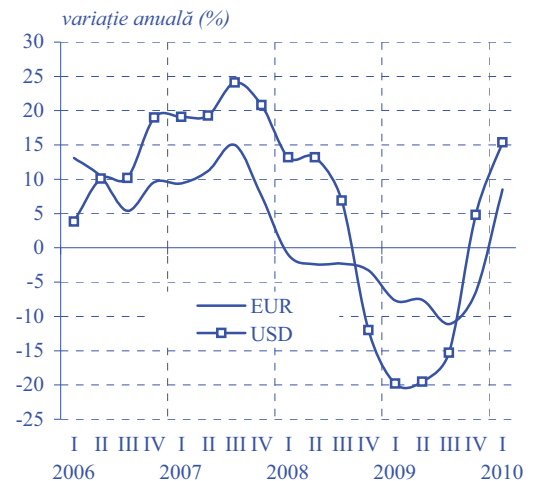
asupra riscului asociat evoluțiilor din zona euro. Variațiile zilnice ale cursului de schimb leu/euro s-au diminuat spre finele trimestrului, plasându-se sub valorile parametrilor similari ai cursurilor principalelor monede din regiune.

În consecință, aprecierea acumulată de leu în raport cu euro în intervalul ianuarie – martie (3,3 la sută în termeni nominali și cu 5,5 la sută în termeni reali) a depășit-o considerabil pe cea consemnată în trimestrul IV (0,3 la sută și, respectiv, 1,7 la sută); în raport cu dolarul însă – în condițiile în care valoarea acestuia a crescut abrupt față de euro – leul s-a depreciat cu 3,9 la sută în termeni nominali și cu 1,8 la sută în termeni reali (comparativ cu o apreciere de 0,6 la sută în termeni nominali și de 2,0 în termeni reali în trimestrul IV). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul a înregistrat prima apreciere nominală din ultimele nouă trimestre comparativ cu euro (3,6 la sută); în raport cu dolarul SUA, leul și-a consolidat întărirea (10,3 la sută).

Accentuarea aprecierii leului în raport cu euro s-a produs pe fondul ușoarei îmbunătățiri a contextului economic global, dar mai ales al ameliorării sentimentului pieței regionale ca urmare a comentariilor unor oficiali ai FMI și BCE privind posibila creștere mai rapidă a acestor economii comparativ cu cele din zona euro. Mișcarea cursului de schimb a fost potențată însă și de îmbunătățirea percepției investitorilor asupra evoluției economiei românești, în principal ca efect al: (i) aprobării de către Parlament în data de 14 ianuarie a Legii bugetului de stat pentru anul 2010 și, ulterior, al (ii) reactivării aranjamentului încheiat cu instituțiile financiare internaționale; (iii) îmbunătățirii proiecțiilor FMI și agenției de evaluare financiară Moody's privind creșterea economică în anul 2010. În acest context, rulajul tranzacțiilor derulate de nerezidenți în luna ianuarie a sporit, iar deficitul pieței valutare interbancare s-a comprimat la o valoare reprezentând minimumul ultimelor douăzeci de luni; de asemenea, cursul de schimb leu/euro a atins în data de 18 ianuarie cel mai scăzut nivel din ultimul an, valoarea sa medie consemnând în prima lună a anului cea mai mare scădere lunară din ultimele nouă luni (2,0 la sută). Cursul de schimb leu/euro și-a îmbunătățit totodată corelația cu cele ale zlotului și forintului, iar volatilitatea cursului de schimb a crescut ușor, plasându-se însă sub valorile parametrilor similari ai cursurilor principalelor monede din regiune.

Escaladarea îngrijorării legate de situația fiscală a Greciei și de riscurile induse de aceasta la adresa economiilor europene, precum și situarea sub așteptări a datelor publicate privind evoluția PIB în trimestrul IV au generat doar scurte episoade de depreciere a leului – la finele lui ianuarie și în prima parte a lunii februarie. Ulterior, cursul leu/euro s-a re poziționat pe un trend descendent, similar cursurilor celorlalte monede din regiune, în condițiile în care

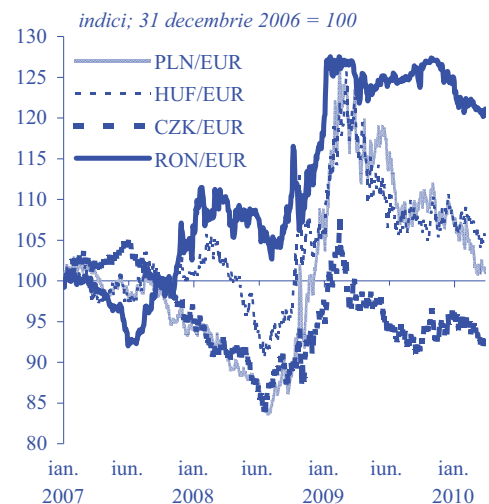
Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



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

Sursa: INS, BNR

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2009	2010
	2 luni	2 luni
Contul financiar	474	852
Investiții directe	1 336	445
- rezidenți în străinătate	10	-21
- rezidenți în România	1 326	466
Investiții de portofoliu și derivate financiare	-160	58
- rezidenți în străinătate	-26	86
- rezidenți în România	-134	-28
Alte investiții de capital	-2 041	1 274
- credite și împrumuturi de la FMI	0	2 453
- pe termen mediu și lung	534	-1 007
- pe termen scurt	-1 175	-309
- numerar și depozite pe termen scurt	-1 350	316
- altele	-50	-179
Active de rezervă ale BNR (net)	1 339	-925
("-" creștere/"+" scădere)	1 339	-925

înrautățirea percepției asupra riscului asociat zonei euro⁴⁹ – considerată a fi primordial afectată de situația Greciei – a sporit în termeni relativi atractivitatea pieței financiare din Europa Centrală și de Est; presiunile în sensul aprecierii monedelor din regiune au fost potențate și de diferențialul ratelor dobânzilor dar, posibil, și de lichiditatea abundentă de pe piața financiară internațională, aflată în căutare de randamente. Mișcarea raportului leu/euro a fost influențată într-o oarecare măsură și de: (i) îmbunătățirea, în luna februarie, a perspectivei *rating*-ului de țară al României la „stabil” de către agenția de evaluare financiară *Fitch* urmată, în luna martie, de o decizie similară a agenției *Standard&Poor's*; (ii) evoluția relativ mai bună decât se anticipase a deficitului contului curent în luna ianuarie; (iii) sporirea rezervei valutare a BNR, ca urmare a eliberării unor noi tranșe din împrumuturile acordate de CE și de FMI și a derulării cu succes a emisiunii de euroobligațiuni a MFP. În acest context, în luna martie, rulajul tranzacțiilor derulate de rezidenți pe piața valutară interbancară a continuat să crească – inclusiv ca urmare a sporirii interesului acestora pentru titlurile de stat în lei emise de MFP – atingând maximul ultimelor șapte-sprezece luni, iar soldul pieței valutare interbancare a redevenit, pentru prima dată din august 2007, pozitiv; totodată, cursul de schimb leu/euro a atins în data de 25 martie cea mai mică valoare din ianuarie 2009. Deși spre finele lunii, acesta și-a inversat temporar traiectoria, în intervalul februarie-martie leul a acumulat o apreciere nominală de 1,3 la sută față de euro (pe piețele din regiune, zlotul s-a întărit față de euro cu 4,6 la sută, coroana cehă cu 2,3 la sută, forintul cu 1,5 la sută), iar variațiile zilnice ale cursului de schimb leu/euro s-au redus.

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali

	2009				2010	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	10,0	5,7	6,8	6,7	0,4	1,9
M1	-2,1	-12,4	-14,8	-18,3	-17,2	-13,3
Numerar în circulație	8,9	-0,1	-2,9	-8,9	-9,2	-5,1
Depozite overnight	-6,0	-16,7	-19,0	-21,9	-20,3	-16,8
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	24,1	26,8	49,9	36,7	16,5	14,5

Sursa: INS, BNR

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica⁵⁰ masei monetare (M3) a consemnat o scădere abruptă în perioada decembrie 2009-februarie 2010 – coborând astfel până la cea mai mică valoare înregistrată din trimestrul II 2001 (-5,1 puncte procentuale, până la 2,1 la sută); evoluția a reflectat influențele exercitate de persistența declinului activității economice, dar și de efectul statistic al aprecierii monedei naționale⁵¹. Mișcarea ratei anuale de creștere a M3 nu a fost însă uniformă în interiorul intervalului: declinul rapid din primele două luni ale acestuia (soldat cu atingerea în premieră pentru ultimii nouă ani a unui nivel aproape nul) a fost urmat în luna februarie 2010 de o relativă redresare, produsă pe fondul amplificării în acest interval a cheltuielilor bugetare⁵².

⁴⁹ Reflectată inclusiv de scăderea raportului euro/dolar.

⁵⁰ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2009-februarie 2010, exprimate în termeni reali.

⁵¹ În perioada ianuarie-februarie 2010, cursul de schimb leu/euro de la finele perioadei a consemnat o reducere în termen anuali, pentru prima oară din octombrie 2007.

⁵² În luna februarie 2010, ritmul de creștere anuală în termeni reali a cheltuielilor bugetare a redevenit pozitiv, după cinci luni de valori negative.

Trajectoriile dinamicilor principalelor componente ale M3 s-au inversat, variația anuală consemnând o atenuare a valorii negative în cazul masei monetare în sens restrâns (M1), respectiv o întrerupere a tendinței de creștere în cazul depozitelor la termen sub doi ani; la rândul său, ritmul de creștere a celorlalte instrumente financiare incluse în M3⁵³ s-a menținut robust, în condițiile în care aceste plasamente au continuat să ofere randamente atractive. Ultimele două componente și-au consolidat ponderea majoritară în M3 (+1,6 puncte procentuale, până la 58,7 la sută, ca medie a perioadei), reflectând menținerea la un nivel ridicat a cererii de bani în scopuri precauționare, respectiv în scopul economisirii/investirii.

Analiza structurii pe sectoare instituționale relevă faptul că la scăderea dinamicii masei monetare au contribuit atât numerarul în circulație, cât și depozitele populației și, îndeosebi, cele ale companiilor. Astfel, după trei trimestre de relativă stabilitate, ritmul de creștere a depozitelor totale din M3 ale populației s-a înjumătățit, reflectând, pe lângă efectul statistic menționat anterior, declinul veniturilor⁵⁴ și influența rambursării datoriilor bancare curente ale acestui segment. În aparent contrast cu tendința de întărire a leului, viteza de creștere a plasamentelor în valută ale populației⁵⁵ incluse în M3 s-a dublat, spre deosebire de cea a depozitelor în lei, care s-a înjumătățit; schimbarea de portofoliu s-a derulat însă aproape exclusiv în luna decembrie 2009, când, pe fondul așteptărilor de depreciere a monedei naționale, persoanele fizice și-au majorat volumul cumpărărilor nete de devize de pe piața valutară interbancară. Dinamica depozitelor din M3 ale companiilor a reintrat în teritoriul negativ în perioada analizată – după două trimestre în care a consemnat valori pozitive crescătoare. Schimbarea de evoluție s-a datorat încetinirii vitezei de creștere a depozitelor în valută ale acestui sector, produsă ca efect al reorientării persoanelor juridice înspre achiziționarea de titluri de stat în valută, respectiv înspre depozitele în valută cu scadența mai mare de doi ani, precum și al amplificării plăților în contul datoriei externe și al conturării unei tendințe de dinamizare a importurilor; în schimb, depozitele în lei din M3 ale companiilor și-au restrâns variația negativă, în condițiile în care acest segment a beneficiat de o serie de plăți de la buget⁵⁶. Sub impactul conjugat al factorilor menționați anterior, ponderea medie a depozitelor în devize în masa monetară s-a menținut la cel mai înalt nivel din ultimii cinci ani (33,6 la sută).

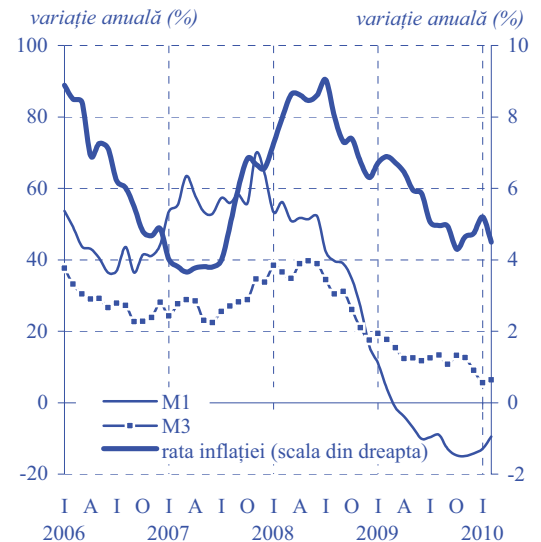
⁵³ Acțiuni/unități ale fondurilor de piață monetară, împrumuturi din operațiuni *repo* și titluri de valoare negociabile cu maturitatea de până la doi ani inclusiv.

⁵⁴ Pe ansamblul perioadei, salariul mediu net pe total economie a continuat să scadă în termeni reali față de aceeași perioadă a anului precedent (-1,9 la sută, comparativ cu -1,6 la sută).

⁵⁵ Exprimat în euro.

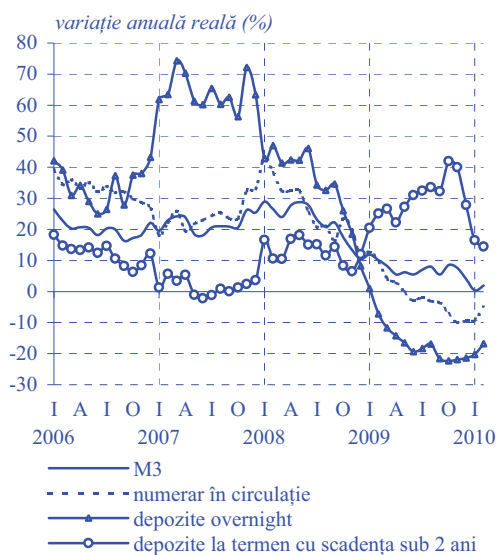
⁵⁶ În perioada ianuarie-februarie 2010, s-au efectuat plăți pentru agricultura (conform comunicatelor de presă ale APIA) și pentru bunurile și serviciile medicale (conform comunicatelor de presă ale MFP).

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



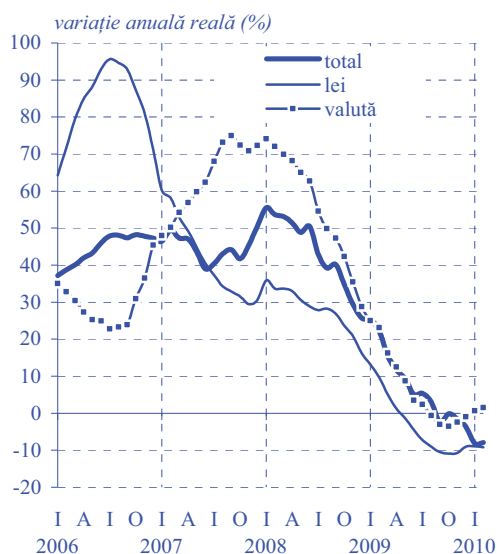
Sursa: INS, BNR

Din perspectiva contrapartidelor M3, principala cauză a frânării vitezei de creștere a acestui agregat monetar a continuat să o reprezinte declinul finanțării bancare a sectorului privat, căruia i s-a adăugat ușoara încetinire a dinamicii activelor externe nete. O contribuție de sens opus au avut însă creditul net al sectorului public central și pasivele financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital), care și-au accelerat, respectiv temperat viteza de creștere.

Creditul

În perioada decembrie 2009-februarie 2010, ritmul de creștere⁵⁷ a creditului acordat sectorului privat a avansat puternic în teritoriul negativ, atingând cea mai mică valoare din ultimii nouă ani (-6,6 la sută). În afara contextului economic nefavorabil, care a continuat să afecteze atât cererea, cât și oferta de creditare, evoluția a fost influențată în mare măsură de efectul statistic al aprecierii leului. Astfel, deși au continuat să se plaseze la un nivel foarte scăzut, dinamica împrumuturilor în lei și în valută ale sectorului privat par să fi depășit punctul minim al traiectoriilor descendente (inițiate în urmă cu circa doi ani), cea dintâi diminuându-și valoarea negativă, iar cea de a doua (calculată prin exprimarea soldului în euro) redevenind pozitivă⁵⁸. Relativa redresare ar putea avea la origine nu doar disiparea efectului reprezentat de debutul contracției soldului acestor categorii de împrumuturi, ci și o potențială ameliorare – timidă – a ofertei de creditare, sugerată de evoluția din trimestrul IV 2009 a standardelor și termenilor de creditare⁵⁹, dar mai ales de așteptările băncilor privind perspectiva pe termen scurt a acestora.

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Analiza structurii pe principalele categorii de clienți relevă faptul că împrumuturile populației și ale companiilor au consemnat, pentru prima oară din anul 2000 până în prezent, variații anuale negative chiar și în termeni nominali; totodată, spre deosebire de evoluția din ultimul an, creditele persoanelor fizice s-au redus mai rapid decât cele acordate companiilor, astfel încât, în luna februarie 2010, populația a redevenit creditor net al sectorului bancar⁶⁰ (după doi ani și jumătate). Principalii factori care au contribuit la amplificarea dinamicii negative a împrumuturilor persoanelor fizice au fost: deteriorarea situației financiare a populației și a

⁵⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2009-februarie 2010, exprimate în termeni reali.

⁵⁸ În aceste condiții, ponderea medie a componentei în devize în totalul creditului acordat sectorului privat s-a menținut relativ stabilă la un nivel foarte înalt (60,0 la sută).

⁵⁹ Conform sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, publicat în luna februarie 2010.

⁶⁰ Soldul depozitelor totale (inclusiv cele din afara M3) ale populației l-a depășit pe cel al creditelor acestui segment.

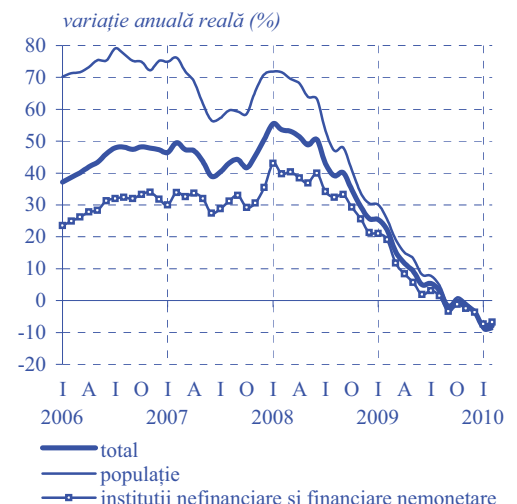
perspectivelor acesteia, menținerea gradului înalt de restrictivitate a standardelor și termenilor de creditare în cazul creditelor pentru consum și nivelul ridicat al ratelor dobânzilor la creditele noi acordate acestui segment (în pofida tendinței lor de reducere); acestora li s-a asociat și un important efect statistic indus de scăderea cursului de schimb leu/euro. În aceste condiții, împrumuturile pentru consum au continuat să înregistreze o contracție a soldului; aceasta a fost mai accentuată comparativ cu perioada precedentă la componenta în lei, dar mai atenuată în cazul celei în valută. La rândul lor, creditele pentru locuințe au consemnat o prelungire a tendinței de declin a dinamicii; aceasta a fost indusă doar de componenta în lei, a cărei variație a intrat, pentru prima oară în ultimii patru ani și jumătate, în teritoriul negativ. În schimb, creditele pentru locuințe în devize (exprimate în euro) și-au reaccelerat viteza de creștere, în principal pe seama derulării programului guvernamental „Prima casă”.

La nivelul companiilor, contracția soldului creditelor s-a datorat însă cvasiexclusiv efectului statistic al cursului de schimb, variația împrumuturilor în lei reducându-și valoarea negativă, iar cea a creditelor în valută (exprimate în euro) redevenind pozitivă. Analiza structurii pe maturități relevă faptul că îmbunătățirea dinamicii componente în lei s-a datorat preponderent creditelor pe termen de sub cinci ani; în cazul împrumuturilor în devize, toate scadențele au consemnat o redresare a dinamicii, deși doar cele pe termen lung au înregistrat și o creștere a soldului în raport cu perioada similară a anului anterior. Aceste evoluții s-au corelat cu majorarea volumului creditelor noi⁶¹ ale companiilor (concentrată în luna decembrie 2009) și s-au datorat atât: (i) intensificării operațiunilor de renegotiere a contractelor existente (impulsionată de continuarea acumulării de credite restante), cât și (ii) posibilei acordări de noi linii de finanțare, stimulată de reducerea costurilor creditelor noi ale societăților nefinanciare, precum și de potențiala ameliorare a restrictivității unora dintre standardele de creditare a acestui segment.

Creditul net al administrației publice centrale a continuat să reprezinte un factor de impulsionare a creșterii lichidității din economie, dinamica sa accelerându-se, ca efect al majorării portofoliului de titluri de stat în valută al instituțiilor de credit; în schimb, rata de creștere a deținerilor de titluri de stat în lei ale băncilor s-a diminuat (inclusiv pe seama tranzacțiilor efectuate cu nerezidenții), iar cea a depozitelor administrației publice centrale s-a mărit.

⁶¹ Pe baza datelor de la CRB privind creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată.

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2010 la nivelul de 3,7 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna februarie 2010. Pentru sfârșitul anului 2011 se prevede poziționarea ratei inflației sub ținta centrală (de 3,0 la sută), la 2,8 la sută, cu 0,1 puncte procentuale peste nivelul proiectat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației prețurilor de consum este consecința proiectării unei rate anuale mai ridicate a inflației de bază CORE2 și a majorării ponderii acestei componente în indicele prețurilor de consum. Această influență nefavorabilă, mai accentuată în cursul anului 2010, este preconizată a fi doar parțial compensată de proiectarea unei contribuții cumulate mai reduse din partea dinamicii anuale a celorlalte componente ale indicelui prețurilor de consum (prețuri administrate, prețuri ale combustibililor, prețuri volatile ale unor mărfuri alimentare).

Majorarea ratei prognozate a inflației CORE2 este în principal rezultatul poziționării deficitului de cerere din economia națională, pe întreg intervalul de referință, la niveluri relativ mai reduse decât în proiecția precedentă. Reevaluarea gap-ului negativ al PIB s-a realizat ca urmare a revizuirii semnificative de către INS, în martie 2010, a seriilor de date istorice ajustate sezonier referitoare la dinamica PIB și a componentelor acestuia. În pofida acestei reevaluări, persistența deficitului de cerere rămâne pe întreg intervalul proiecției sursa principală de presiuni dezinflaționiste.

Similar proiecției anterioare, rata inflației CORE2 este prevăzută să coboare sub nivelul celei a inflației IPC cu începere din trimestrul II 2010, pe măsura disipării efectului creșterii accizei la tutun din trimestrul I și a manifestării unui efect de bază favorabil. De asemenea, dezinflația va fi susținută în cursul anului 2010 de dinamica moderată a prețurilor importurilor și de atenuarea treptată a anticipațiilor inflaționiste. Aceasta din urmă este însă strict condiționată de absența manifestării unor derapaje ale mix-ului politicilor macroeconomice de pe parcursul orizontului de proiecție. Proiecția anticipează coborârea ratelor anuale ale inflației IPC și inflației de bază la niveluri minime în prima parte a anului 2011, inclusiv datorită unui efect de bază favorabil. Ulterior, reducerea graduală a deficitului de cerere pe măsura consolidării creșterii economice și influența majorării treptate a inflației din zona euro asupra prețurilor importurilor vor induce o tendință de creștere moderată a ratei inflației CORE2, aducând rata inflației IPC către nivelul țintei stabilite pentru sfârșitul anului 2011.

Pe întreg intervalul de referință, conduita politicii monetare își va menține caracterul prudent, urmărind asigurarea în permanență a condițiilor monetare reale în sens larg adecvate consolidării

perspectivelor de revenire a ratei inflației în apropierea țintelor stabilite pe termen mediu, în paralel cu relansarea sustenabilă a procesului de creditare a economiei naționale. Atingerea acestor obiective este în continuare strict condiționată de coordonarea tuturor componentelor mix ului de politici macroeconomice pentru implementarea programului economic stabilit în cadrul aranjamentului de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale, precum și de absența unor abateri substanțiale de la ipotezele scenariului de bază al proiecției privind influența factorilor exogeni și evoluția mediului extern.

Evoluțiile macroeconomice recente, atât interne cât și internaționale, relevă persistența unui grad ridicat de incertitudine cu privire la orizontul depășirii consecințelor nefavorabile ale crizei globale asupra economiei naționale. Balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale apare a fi relativ înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile. Sursa acestei asimetrii par să fie mai degrabă riscurile asociate mediului intern.

Principalii factori de risc de proveniență internă sunt asociați politicilor fiscală și de venituri în sectorul public, precum și rigidităților structurale din economie. Întârzierea apariției unor semnale clare de revenire durabilă a economiei la rate de creștere pozitive implică posibilitatea abaterii politicii fiscale de la coordonatele incluse în scenariul de bază al proiecției. Efectele adverse ale unei astfel de abateri asupra creșterii economice și ratei inflației ar fi substanțial amplificate în absența unor măsuri corective care să permită derularea în bune condiții a acordului de finanțare externă. Incertitudinea percepută de agenții economici cu privire la fluxurile viitoare de venituri suprapusă anticipării unor efecte fiscale adverse asupra acestor venituri generează riscul menținerii sau accentuării rigidităților manifestate în comportamentul de formare a prețurilor. Gradul relativ ridicat de incertitudine asociat intervalului de referință al proiecției curente justifică atribuirea unei probabilități ceva mai mari unor abateri în sus de la traiectoria proiectată.

Riscurile legate de evoluția mediului extern sunt generate de fragilitatea manifestată deocamdată de redresarea economiei reale a zonei euro. În același timp, escaladarea problemelor de sustenabilitate a finanțelor publice în Grecia sau chiar potențiala propagare a acestora, prin contagiune, către alte țări membre ale zonei euro ce prezintă vulnerabilități similare, ar putea avea ca efect o schimbare de sentiment a investitorilor în defavoarea economiilor emergente, cu potențial de a afecta inclusiv percepția de risc asupra României. Întârzierea consolidării creșterii economice și reapariția unor turbulențe pe piețele financiare internaționale ar putea propaga efecte adverse asupra economiei românești prin canalele comerțului exterior, financiar și al cursului de schimb. Pe de altă parte, o relansare economică mai fermă,

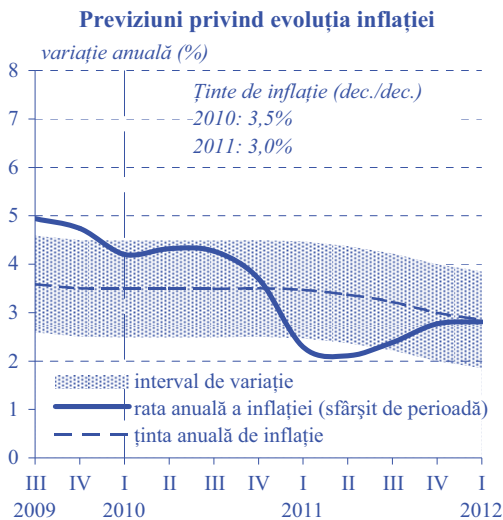
tranziția la timp de la măsurile de stimulare fiscală și monetară la cele de consolidare fiscală întreprinse de autoritățile țărilor membre ale zonei euro, inclusiv configurarea unui program de ajustare și asistență în privința Greciei care să consolideze încrederea din punct de vedere al piețelor financiare, ar putea propaga efecte favorabile asupra economiei României. Ca urmare, riscurile asociate mediului economic extern apar a fi simetric distribuite în jurul traiectoriilor variabilelor macroeconomice din scenariul de bază.

Pentru runda actuală de prognoză, riscurile de abatere într-un sens sau altul de la traiectoriile incluse în scenariul de bază a prețurilor combustibililor, a prețurilor administrate și a prețurilor volatile ale unor bunuri alimentare apar a fi relativ echilibrate.

1. Scenariul de bază

1.1. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției, rata anuală a inflației IPC va fi 3,7 la sută la sfârșitul anului 2010, cu 0,2 puncte procentuale mai mare comparativ cu valoarea corespunzătoare publicată în februarie, în timp ce pentru sfârșitul anului 2011 se prognozează o valoare de 2,8 la sută, cu 0,1 puncte procentuale mai mare față de valoarea proiectată anterior. Astfel, rata prognozată a inflației anuale IPC se situează, atât la sfârșitul anului 2010, cât și la sfârșitul anului 2011, în intervalul de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale stabilite la 3,5 la sută și respectiv 3 la sută.



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

procente

Perioada	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
Țintă			3,5				3,0	
Proiectată	4,3	4,3	3,7	2,3	2,1	2,4	2,8	2,8

Față de *Raportul asupra inflației* din luna februarie, modificarea marginală, în sens ascendent, pe întregul orizont al proiecției ratei anuale a inflației IPC se datorează unei contribuții mai mari a ratei anuale a inflației CORE2, restul componentelor⁶² având un aport inflaționist mai redus. Proiecția curentă a ratei inflației a fost fundamentată pe baza următoarelor elemente:

- (i) Rata anuală a inflației CORE2 este proiectată să decelereze semnificativ pe intervalul de prognoză, însă într-un ritm mai lent față de runda anterioară, de la nivelul de 4,9 la sută

⁶² Inflația prețurilor administrate, a combustibililor și cea a prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor (LFO).

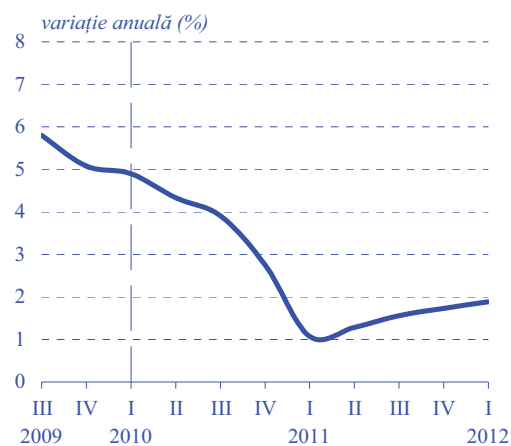
înregistrat în trimestrul I 2010⁶³, până la un nivel preconizat de 2,8 la sută în trimestrul IV 2010, respectiv 1,7 la sută în ultimul trimestru al anului 2011. Reducerea substanțială a ratei anuale a inflației de bază CORE2 pe parcursul următoarelor trimestre⁶⁴ este anticipată să se realizeze sub impactul disipării șocurilor provenite din partea majorărilor anterioare succesive ale nivelului accizelor la produsele din tutun⁶⁵, dar și al unei previzibile creșteri viitoare a elasticității componente de bază a inflației față de menținerea prelungită a deficitului de cerere⁶⁶. În plus, persistența unei rate ridicate a șomajului în ultima perioadă, de așteptat să se mențină și pe parcursul anului curent, va contribui la menținerea unor presiuni inflaționiste reduse din partea costurilor cu forța de muncă.

Comparativ cu proiecția din februarie 2010, reevaluarea în sus a proiecției inflației de bază este rezultatul unui cumul de factori:

- prognozarea unei valori mai mari pentru această componentă în punctul de pornire al proiecției (trimestrul II 2010) în principal datorită înregistrării în trimestrul anterior a unei rate a inflației CORE2 mai ridicate decât cea anticipată;
- majorarea ponderii componente în coșul de consum, de către Institutul Național de Statistică, cu aproximativ 2 puncte procentuale începând cu ianuarie 2010;
- reevaluarea poziționării ciclice a cererii agregate spre niveluri mai puțin favorabile procesului dezinflaționist⁶⁷.

În același context, pentru anul curent, aceste efecte sunt parțial contrabalansate de impactul de sens opus al dinamicii cursului de schimb al leului asupra prețurilor de import, îndeosebi pe

Inflația anuală CORE2*



*) medie trimestrială

Sursa: INS, calcule BNR

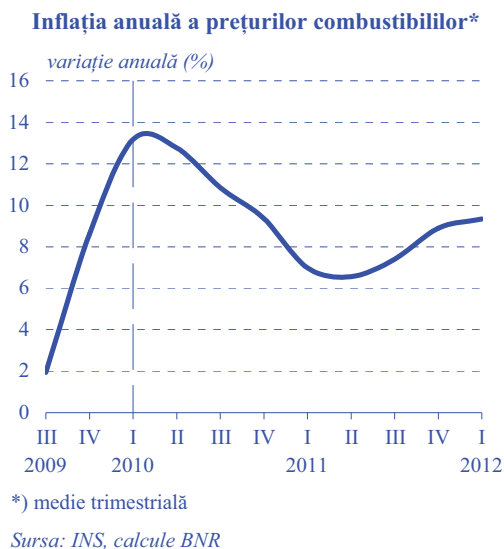
⁶³ Valoare calculată utilizând indicii de preț trimestriali (T/T-4). Rata anuală a inflației CORE2 calculată pentru sfârșitul acestui trimestru (martie 2010 față de martie 2009) a fost de 4,4 la sută.

⁶⁴ Începând cu trimestrul II 2010, în termeni de inflație anuală calculată utilizând indicii de preț trimestriali (T/T-4), se preconizează că aceasta se va plasa sub traiectoria proiectată a inflației IPC.

⁶⁵ Ultima majorare a nivelului accizelor la produsele din tutun prevăzută de Codul fiscal actual a fost cea realizată la 1 ianuarie 2010. În consecință, impactul inflaționist provenit din partea acestei categorii de produse se așteaptă să se reducă considerabil pe parcursul orizontului de proiecție, de la o contribuție de 1,8 puncte procentuale înregistrată la sfârșitul anului 2009 la o contribuție anticipată pentru sfârșitul anilor 2010 și 2011 de 0,7 puncte procentuale și respectiv zero puncte procentuale.

⁶⁶ În contextul presupunerii diminuării costurilor unitare cu forța de muncă din economie pe măsura continuării ajustărilor de personal din economie, al ipotezei unei temperări semnificative în perioadele viitoare a dinamicii câștigurilor salariale din sectorul bugetar, cu efecte favorabile asupra stabilirii salariilor din sectorul privat, precum și al disipării șocurilor adverse de ofertă din perioadele recente, ce ar putea avea ca efect ancorarea mai fermă a așteptărilor privind inflația ale agenților economici. În același timp, este de așteptat ca reluarea treptată a creditării către sectorul privat, pe măsura relansării activității economice, să diminueze considerabil rigiditățile structurale observate în perioadele recente pe piețele bunurilor și serviciilor, mărind reactivitatea prețurilor la intensificarea presiunilor concurențiale.

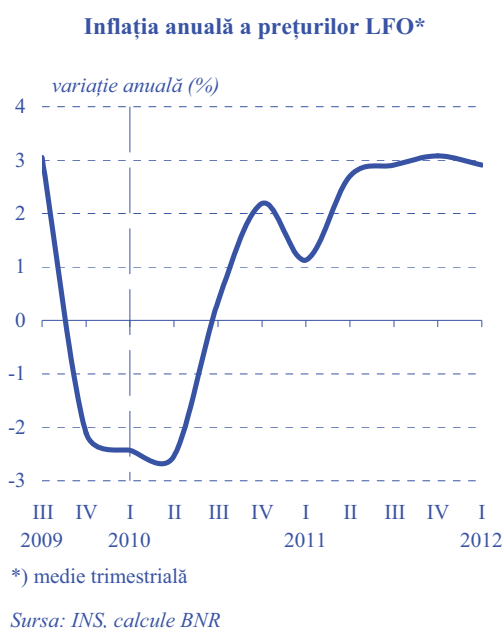
⁶⁷ Pentru detalii, a se vedea subsecțiunea 1.3.1. *Presiuni ale cererii în perioada curentă.*



fondul scăderii aversiunii față de risc a investitorilor străini și al menținerii unor randamente ridicate la plasamentele în monedă națională comparativ cu cele din zona euro. Dinamica prețurilor de import este mai redusă decât cea anticipată anterior pe parcursul anului 2010 și doar marginal mai ridicată pe parcursul anului 2011. Astfel, repoziționarea inflației prețurilor libere pe o traiectorie ușor crescătoare, începând cu trimestrul II 2011, spre valori consistente cu ținta stabilită pentru acest an, urmează a fi deopotrivă rezultatul evoluției prețurilor de import, pe măsura revenirii anticipate la niveluri mai ridicate a inflației IAPC din zona euro, dar și al reducerii treptate a deficitului de cerere în contextul consolidării la valori sustenabile a creșterii economice pentru acest orizont⁶⁸.

- (ii) Pe fondul manifestării, în trimestrul I 2010, a unor presiuni inflaționiste provenind din partea prețurilor combustibililor mai reduse decât cele anticipate și al utilizării unei ipoteze privind evoluția prețului petrolului puțin modificată față de cea din runda anterioară⁶⁹, traiectoria inflației anuale a acestei componente a fost revizuită în jos pe aproape tot intervalul de prognoză. În acest context, contribuția inflaționistă a grupei combustibililor este proiectată să se reducă în cvasitotalitatea acestei perioade⁷⁰.
- (iii) Contribuția cumulată a influenței exercitate de prețurile administrate și cele volatile ale legumelor, fructelor și ouălor (LFO) la rata anuală a inflației IPC este mai redusă cu 0,2 puncte procentuale în anul 2010 și cu 0,1 puncte procentuale în 2011 comparativ cu proiecția anterioară⁷¹.

Pe termen mediu, se prevede convergența anticipațiilor agenților economici privind inflația către țintele anunțate, ceea ce este de așteptat să contribuie la consolidarea procesului dezinflaționist.



1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Față de proiecția anterioară, componentele exogene⁷² ale inflației prețurilor de consum au o contribuție cumulată mai redusă cu 0,1 puncte procentuale atât în 2010, cât și în 2011. Inflația prețurilor administrate este anticipată să se situeze la sfârșitul celor doi ani la valori ușor superioare celor prognozate în *Raportul asupra inflației* din februarie, în timp ce inflația prețurilor volatile ale alimentelor

⁶⁸ Pentru anul 2011, proiecția curentă prevede rate de creștere pozitive semnificative pentru toate componentele cererii interne (consum privat, consum public și investiții).

⁶⁹ A se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

⁷⁰ Deși ponderea combustibililor în coșul de consum al populației a crescut cu aproximativ 0,7 puncte procentuale din ianuarie 2010.

⁷¹ Pentru o analiză mai detaliată a acestor componente ale inflației IPC, a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

⁷² În categoria componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum sunt incluse prețurile administrate, prețurile volatile ale fructelor, legumelor și ouălor (LFO) și accizele la produsele din tutun.

este de așteptat să fie cu 0,9 puncte procentuale mai redusă la sfârșitul anului 2010 și cu 0,3 puncte procentuale mai ridicată la finele anului 2011. Deși scenariul cu privire la evoluția prețurilor administrate a fost modificat în sensul creșterii pe aproape tot orizontul de prognoză, revizuirea în jos a ponderii bunurilor cu prețuri administrate în coșul de consum⁷³ realizată de Institutul Național de Statistică a condus la scăderea contribuției acestei categorii de produse la inflația prețurilor de consum.

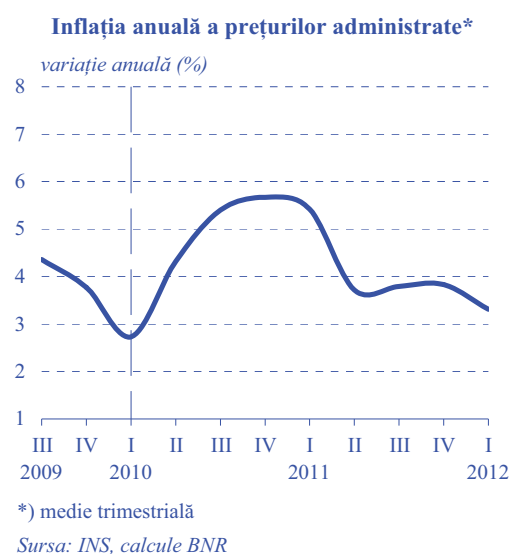
Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate și a celor volatile*

		Prețuri administrate		Prețuri volatile ale alimentelor	
		2010	2011	2010	2011
Proiecția curentă	Variație anuală (%)	5,7	3,8	2,2	3,1
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	0,9	0,6	0,1	0,2
Proiecția anterioară	Variație anuală (%)	5,6	3,7	3,1	2,8
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	1,1	0,7	0,2	0,2

* Calcule T4 an curent / T4 an anterior

Scenariul privind evoluția prețurilor administrate în anul 2010 include modificările semnalate de autoritățile de profil (de exemplu, majorarea de la 1 aprilie a prețurilor medicamentelor) și este construit sub ipoteza creșterii prețului petrolului pe piața internațională pe parcursul anului⁷⁴. Având în vedere nivelul ridicat de incertitudine asociat proiecției prețurilor administrate în lipsa unui calendar oficial de ajustare a acestora, pentru anul 2011 s-a preferat adoptarea unei ipoteze expert pornind de la analiza datelor istorice privind modificarea medie anuală a prețurilor administrate⁷⁵, coroborată cu scenariul de creștere a prețului petrolului pe parcursul acestui an.

Impactul majorării accizei la produsele din tutun realizate la 1 ianuarie anul curent asupra inflației prețurilor acestei categorii de produse în trimestrul I a fost mai puternic decât s-a anticipat anterior. Având în vedere și revizuirea marginală în sus a ponderii



⁷³ Începând cu luna ianuarie 2010, Institutul Național de Statistică a redus ponderea în coșul de consum a bunurilor cu prețuri administrate la 16,7 la sută de la 19,1 la sută și a bunurilor alimentare cu prețuri volatile la 6,7 la sută de la 7,1 la sută.

⁷⁴ Se anticipează că majorarea prețului petrolului pe piața internațională poate conduce la creșterea tarifelor la transport.

⁷⁵ Analiza datelor istorice relevă că în perioada 2000-2009, rata medie anuală a inflației prețurilor administrate a fost aproape în toți anii superioară inflației prețurilor de consum. Cea mai mică valoare a inflației medii anuale a prețurilor administrate s-a consemnat în anul 2009, pe fondul amânării majorărilor unor tarife pentru anul următor. În consecință, ipoteza expert adoptată pentru anul 2011 prevede o creștere anuală a prețurilor administrate mai ridicată decât cea a inflației bunurilor de consum prognozate pentru sfârșitul anului 2011 și egală cu valoarea minimă istorică înregistrată în 2009.

produselor din tutun în coșul de consum⁷⁶, contribuția accizei la tutun la inflația prețurilor de consum pe parcursul anului 2010⁷⁷ este mai mare în proiecția curentă cu 0,1 puncte procentuale.

Scenariul privind evoluția economiei zonei euro prefigurează o revenire a acesteia din recesiunea severă, însă într-un ritm lent determinat de necesitatea continuării ajustărilor bilanțiere din diverse sectoare ale economiei și de anticiparea unei dinamici reduse a consumului și investițiilor⁷⁸. Creșterea economică prognozată pentru zona euro a fost revizuită în jos cu 0,3 puncte procentuale în anul 2010 și în sus cu 0,1 puncte procentuale în anul 2011. Scenariul privind evoluția ratei medii anuale a inflației din această zonă a fost modificat în scădere cu 0,1 puncte procentuale pentru anul 2010 și cu 0,3 puncte procentuale pentru anul 2011. Pe fondul perspectivelor mai puțin favorabile cu privire la evoluția activității economice, traiectoria anticipată a ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni a fost revizuită pe tot orizontul de prognoză la valori mai reduse decât cele anticipate anterior. În condițiile deprecierei recente semnificative a monedei euro față de dolarul american și ale incertitudinii privind evoluția cursului de schimb EUR/USD, prognoza curentă include ipoteza menținerii acestuia la o valoare constantă egală cu 1,37 pe tot orizontul de proiecție. Scenariul de evoluție a prețului petrolului pe piața internațională presupune o creștere graduală a acestuia pe orizontul de proiecție⁷⁹, sub impactul anticipării unei revigorări treptate a cererii de materii prime pe măsura relansării activității economice mondiale și a unui nivel relativ constrâns al ofertei de petrol din partea OPEC.

Tabelul nr. 5.3. Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2010	2011
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	80,3	85,6
Cursul de schimb euro/dolar	1,37	1,37
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,84	1,62
Creștere economică în zona euro (%)	1,1	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)*	1,2	1,5

* Valoare aferentă trimestrului IV

⁷⁶ Ponderea în coșul de consum a produselor din tutun a crescut la 4,7 la sută de la 4,6 la sută.

⁷⁷ Pentru anul 2011, Codul fiscal nu prevede ajustări ale accizei la produsele din tutun.

⁷⁸ Potrivit proiecției Băncii Centrale Europene din martie 2010 („*ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area*”), pe parcursul anului curent consumul este anticipat să rămână la un nivel redus în zona euro datorită menținerii unor rate ridicate ale șomajului și economisirii. Investițiile se preconizează că vor avea o dinamică lentă determinată de nivelul ridicat al capacităților de producție neutilizate și de cererea agregată redusă.

⁷⁹ Față de proiecția anterioară, scenariul de evoluție a prețului petrolului pentru perioada cuprinsă între trimestrul II 2010 și trimestrul IV 2011 a fost păstrat nemodificat. În plus, acesta a fost extins și pentru trimestrul I 2012 folosind rata de creștere trimestrială constantă presupusă pentru anul 2011.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

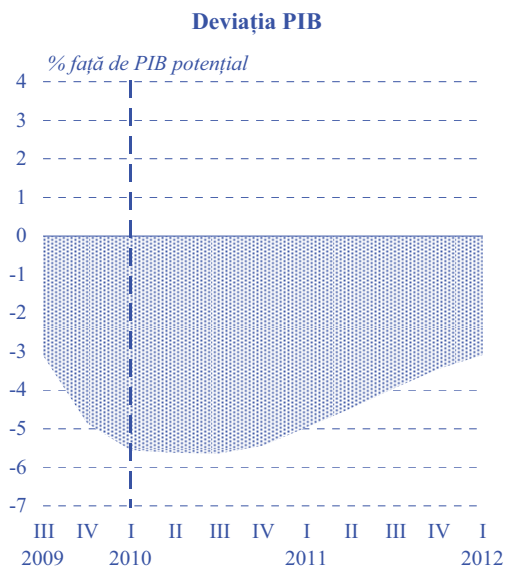
1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Odată cu publicarea datelor privind evoluția PIB real și a componentelor acestuia pentru trimestrul IV 2009, Institutul Național de Statistică a revizuit seriile ajustate sezonier pe întreg intervalul de timp pentru care au fost furnizate aceste date, respectiv trimestrul I 2000 – trimestrul III 2009. Astfel, potrivit datelor prezentate, în ultimul trimestru al anului 2009 scăderea PIB real în termeni trimestriali a fost de 1,5 la sută, după ce în trimestrul anterior variația trimestrială înregistrase o valoare ușor pozitivă, respectiv 0,1 la sută⁸⁰. La nivelul întregului an 2009 contracția economică a fost de 7,1 la sută conform seriei brute (-6,9 la sută în cazul seriei ajustate sezonier). În trimestrul I 2010, evaluarea efectuată pe baza datelor publicate de INS și a analizei unui set de indicatori economici relevanți indică un deficit de cerere, în creștere comparativ cu perioada anterioară, implicând, *ceteris paribus*, amplificarea presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate.

Potrivit datelor publicate în martie 2010, valorile stocului rezultat din cumularea fluxurilor trimestriale ale formării brute de capital fix începând cu trimestrul I 2001 sunt inferioare valorilor rezultate din folosirea datelor publicate anterior. Acest aspect este reflectat în valori mai scăzute ale stocului de capital și, *ceteris paribus*, în valori relativ mai reduse ale nivelului PIB potențial pentru perioada analizată comparativ cu cele luate în calcul la runda anterioară de prognoză. În plus, crizele financiare sunt urmate de cele mai multe ori de perioade relativ îndelungate de persistență a unor niveluri și rate de creștere ale PIB inferioare celor care ar fi existat în lipsa crizei⁸¹. Acest ultim aspect, corelat cu restrângerea activității investiționale și a procesului de re tehnologizare a firmelor pe parcursul anului 2009, conduce la evaluarea unei diminuări substanțiale a nivelului PIB potențial și a ratelor sale de creștere începând din trimestrul IV 2008, comparativ cu perioadele anterioare. În ipoteza relansării activității investiționale în perioadele următoare, se estimează că ritmurile trimestriale de creștere a PIB potențial vor fi mai ridicate comparativ cu cele de pe parcursul anului 2009. În cadrul rundei actuale de proiecție, având

⁸⁰ Ratele trimestriale de creștere a PIB corespunzătoare noilor date ajustate sezonier sunt: -2,2 la sută în trimestrul IV 2008, -4,1 la sută în trimestrul I 2009, -1,5 la sută în trimestrul II 2009. Ratele anuale de creștere a PIB real corespunzătoare datelor neajustate sezonier sunt: 3,1 la sută în trimestrul IV 2008, -6,2 la sută în trimestrul I 2009, -8,7 la sută în trimestrul II 2009, -7,1 la sută în trimestrul III 2009, -6,5 la sută în trimestrul IV 2009. În lipsa unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere trimestriale ale componentelor PIB sunt determinate în funcție de seriile de date ajustate sezonier comunicate de INS.

⁸¹ Pentru detalii a se consulta FMI, *World Economic Outlook*, cap. IV „What's the damage? Medium-term output dynamics after financial crises”, Octombrie 2009.



Sursa: INS, calcule BNR

la bază datele furnizate de INS și reconsiderarea PIB potențial, a avut loc implicit și reevaluarea deviației PIB, în sensul unor valori algebrice superioare ale acesteia comparativ cu cele din runda anterioară de proiecție (i.e. *gap*-uri pozitive mai mari, respectiv *gap*-uri negative mai mici). În contextul întreruperii tendinței de atenuare a evoluției trimestriale a PIB real în trimestrul IV 2009 și potrivit noilor evaluări, este așteptată accentuarea deficitului de cerere în această perioadă comparativ cu cel din trimestrul precedent și, *ceteris paribus*, o amplificare a presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate.

Dinamica trimestrială a PIB real în trimestrul IV 2009 este rezultatul evoluțiilor înregistrate la nivelul formării brute de capital⁸² și al discrepanței statistice, dinamica pozitivă a celorlalte componente⁸³ sugerând o evoluție trimestrială ascendentă a acestuia.

Avansul înregistrat de consumul final efectiv în trimestrul IV 2009 comparativ cu perioada anterioară reflectă dinamica pozitivă atât a consumului final individual efectiv al gospodăriilor populației (0,9 la sută), cât și a consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice (4,4 la sută). După ce a scăzut în 2009 cu 9,2 la sută față de anul 2008 (date neajustate sezonier), pentru trimestrul I 2010 se preconizează situarea în continuare a consumului individual efectiv al populației la valori inferioare tendinței pe termen mediu, pe fondul unor evoluții divergente la nivelul resurselor disponibile pentru consum ale populației. Astfel, o dinamică trimestrială pozitivă este înregistrată de transferurile bugetare⁸⁴ (cheltuieli ale bugetului asigurărilor sociale de stat și cheltuieli aferente fondului pentru plata ajutorului de șomaj) și de salariile reale nete din economie⁸⁵,

⁸² Formarea brută de capital a înregistrat și în trimestrul IV 2009 variații ample, reducându-se în termeni trimestriali cu 24,5 la sută, după ce în trimestrul anterior crescuse cu 24,4 la sută. Ajustarea din trimestrul IV 2009 reflectă atât evoluția descendentă a formării brute de capital fix (-2,7 la sută în termeni trimestriali), cât și ajustarea semnificativă la nivelul variației stocurilor.

⁸³ Consumul final efectiv și-a accelerat dinamica trimestrială pozitivă reîncepută în trimestrul III 2009 (1,1 la sută în trimestrul IV, respectiv 0,1 la sută în trimestrul III), în timp ce dinamica trimestrială a exporturilor, deși în scădere comparativ cu cea înregistrată în trimestrul anterior, rămâne pozitivă (0,7 la sută în trimestrul IV, respectiv 4,0 la sută în trimestrul III) și superioară celei înregistrate de importuri care este și în trimestrul IV 2009 negativă (-1,4 la sută în trimestrul IV, respectiv -1,9 la sută în trimestrul III).

⁸⁴ Transferurile bugetare au crescut în termeni reali cu 4,6 la sută în primele două luni ale anului 2010 comparativ cu media trimestrului anterior, date neajustate sezonier.

⁸⁵ După ce în trimestrul IV 2009 înregistrase rate trimestriale, respectiv anuale, negative de creștere, media salariului real net din economie (date ajustate sezonier, calcule BNR) deflatat cu indicele prețurilor de consum aferent lunilor ianuarie și februarie 2010 a crescut ușor față de media trimestrului IV 2009 cu 0,4 la sută. Variația anuală în primele două luni ale anului 2010 comparativ cu media trimestrului I 2009 a fost negativă, respectiv -1,0 la sută (date neajustate sezonier).

în timp ce evoluția transferurilor externe nete⁸⁶, a ratei șomajului⁸⁷ și a activității de creditare destinate consumului⁸⁸ sunt de așteptat să reflecte continuarea declinului veniturilor disponibile pentru consum ale populației pe parcursul trimestrului I 2010. Comparativ cu trimestrul anterior, pe parcursul primului trimestru din anul 2010 înclinația spre economisire a populației a scăzut, depozitele populației înregistrând o diminuare în termeni reali⁸⁹. O imagine eterogenă privind evoluția cererii agregate este oferită și de dinamica serviciilor de piață pentru populație care a fost în trimestrul I puternic ascendentă, în timp ce evoluția cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul de mărfuri (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) continuă să înregistreze scăderi în termeni trimestriali⁹⁰.

După două trimestre consecutive de scădere, consumul final colectiv al administrațiilor publice a înregistrat în trimestrul IV 2009 o rată trimestrială de creștere pozitivă, respectiv 4,4 la sută, fiind însă anticipată situarea acestuia sub tendința pe termen mediu și în trimestrul I 2010. După ce la sfârșitul anului 2009 ponderea deficitului bugetului general consolidat în PIB s-a situat în apropierea parametrilor agreeți cu instituțiile financiare internaționale, respectiv 7,4 la sută, datele preliminare disponibile la sfârșitul lunii martie indică o pondere a acestuia în PIB de 1,5 la sută.

În trimestrul IV 2009, dinamica trimestrială a formării brute de capital fix a redevenit negativă, respectiv -2,7 la sută, după ce în trimestrul anterior înregistrase un ritm trimestrial de creștere de

⁸⁶ În primele două luni ale anului 2010, transferurile externe nete exprimate în lei s-au diminuat în termeni reali cu 44,9 la sută comparativ cu media trimestrului anterior, date neajustate sezonier.

⁸⁷ În luna martie 2010 rata șomajului (șomeri înregistrați, date neajustate sezonier) se situa la 8,4 la sută, fiind în creștere de la valoarea de 7,8 la sută la sfârșitul anului 2009. De altfel, rata șomajului s-a majorat continuu de la valoarea de 3,7 la sută înregistrată la sfârșitul trimestrului II 2008.

⁸⁸ Potrivit „Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, februarie 2010” realizat trimestrial de către BNR, standardele de creditare a populației au fost înăsprite în trimestrul IV 2009, cu excepția celor privind creditul ipotecar (care nu s-au modificat), așteptările indicând însă pentru trimestrul I 2010 o încheiere a ciclului de restricțivitate pentru standardele de creditare. Așteptările menționate nu par a fi confirmate însă în prima parte a trimestrului I 2010, astfel fluxul de credite noi acordate populației diminuându-se în termeni nominali în primele două luni ale trimestrului I cu 23,4 la sută în cazul creditelor în lei și cu 28 la sută în cazul celor în euro comparativ cu media trimestrului IV 2009 (date neajustate sezonier), în timp ce stocul creditelor de consum a scăzut în termeni reali în trimestrul I 2010 față de media trimestrului IV 2009 cu 5,6 la sută.

⁸⁹ În trimestrul I stocul depozitelor populației, cumulat, în lei și valută, a scăzut cu 2,8 la sută față de trimestrul anterior, reflectând diminuări atât la nivelul componentei în lei (-2,1 la sută), cât și al celei în valută exprimate în lei (-3,9 la sută), date exprimate în termeni reali, ajustate sezonier, calcule BNR.

⁹⁰ În lunile ianuarie și februarie media cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) a scăzut cu 1,5 la sută față de media trimestrului IV 2009, în timp ce cifra de afaceri pentru serviciile de piață prestate populației a crescut în aceeași perioadă cu 13,1 la sută (date ajustate sezonier, INS).

5,0 la sută⁹¹. La nivelul întregului an 2009, formarea brută de capital fix reprezintă componenta PIB care a suferit cea mai puternică ajustare în 2009, reducându-se cu 25,3 la sută, comparativ cu valoarea înregistrată în anul anterior (date brute). Investițiile în utilaje au continuat să înregistreze rate anuale negative extreme pe parcursul trimestrului IV 2009, respectiv -57,1 la sută, firmele fiind prudente în continuarea procesului de re tehnologizare datorită incertitudinilor induse de criza economică, acest aspect având un impact negativ și asupra ratei de creștere a PIB potențial. Evoluția puternic descendentă în termeni anuali a investițiilor în utilaje este reflectată și de dinamica importurilor de bunuri de capital care au continuat să înregistreze și în trimestrul IV 2009 o rată anuală negativă de creștere, variația trimestrială fiind însă pozitivă⁹². Cealaltă componentă a investițiilor în economia națională, respectiv investițiile în construcții noi, a continuat să se diminueze în termeni anuali și în trimestrul IV 2009 (-22,6 la sută), reflectând ajustarea substanțială care a avut loc în sectorul construcțiilor. Reluarea procesului investițional este limitată și de caracterul restrictiv al ratelor reale ale dobânzilor la credite, în condițiile diminuării semnificative a resurselor externe de finanțare, astfel încât creditul pe termen mediu și lung acordat persoanelor juridice înregistrează dinamici trimestriale și anuale negative⁹³.

Dinamica trimestrială pozitivă, dar în reducere a exporturilor din trimestrul IV comparativ cu cea înregistrată în trimestrul III 2009⁹⁴, a fost influențată de evoluțiile înregistrate de cursul de schimb al monedei naționale, precum și de cererea externă, aceasta stagnând în trimestrul IV 2009, după avansul înregistrat în trimestrul anterior⁹⁵. Evoluția continuu descendentă a importurilor⁹⁶ începând

⁹¹ Potrivit datelor publicate de INS în martie 2010, în trimestrul I 2009 ritmul trimestrial de variație a formării brute de capital fix a fost de -0,1 la sută, iar în trimestrul II de -32,3 la sută.

⁹² Rata anuală de creștere a fost de -29,9 la sută, iar rata trimestrială a fost pozitivă pentru al doilea trimestru consecutiv, respectiv 8,7 la sută (date ajustate sezonier, exprimate în euro).

⁹³ Stocul de credite pe termen mediu și lung acordate agenților economici s-a diminuat în trimestrul I 2010 în termeni reali cu 2,1 la sută față de trimestrul IV 2009. Variația anuală a acestui indicator devine pentru prima dată negativă în trimestrul I, respectiv -4,4 la sută.

⁹⁴ În trimestrul IV 2009, rata trimestrială de creștere a exporturilor de bunuri și servicii a fost de 0,7 la sută, în scădere comparativ cu cea înregistrată în trimestrul anterior, respectiv 4,0 la sută.

⁹⁵ După ce în trimestrul III 2009, PIB real pentru zona euro, ale cărei țări membre reprezintă principalii parteneri comerciali ai României, înregistrase un avans în termeni trimestriali pentru prima dată după trimestrul I 2008, respectiv 0,4 la sută, în trimestrul IV acesta a stagnat, rata trimestrială corespunzătoare fiind de zero la sută. O diminuare a ratei trimestriale de creștere a fost înregistrată și la nivelul importurilor efectuate de statele din zona euro, care poate reprezenta o măsură alternativă a cererii externe. Astfel, după un avans trimestrial de 2,9 la sută în trimestrul III 2009, rata trimestrială de creștere, deși în continuare pozitivă, s-a diminuat în trimestrul IV la 1,3 la sută.

⁹⁶ Dinamica trimestrială a importurilor a înregistrat și în trimestrul IV 2009 valori negative, respectiv -1,4 la sută, diminuarea fiind inferioară celei din trimestrul anterior când au scăzut în termeni trimestriali cu 1,9 la sută.

cu trimestrul IV 2008 reflectă restrângerea veniturilor agregate ale populației, precum și o disponibilitate redusă de a investi a firmelor. În același timp, atenuarea ajustării importurilor în a doua jumătate a anului anterior este corelată cu dinamica pozitivă a exporturilor. Pentru trimestrul I 2010, sunt anticipate continuarea dinamicii pozitive a exporturilor și reducerea ritmului de scădere a importurilor, ambele componente continuând să se situeze sub tendința pe termen mediu.

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

Pe parcursul trimestrului I 2010 moneda națională s-a apreciat în termeni nominali față de euro, continuând dinamica începută la mijlocul trimestrului precedent. Evoluția leului față de dolar a fost de sens contrar, reflectând aprecierea dolarului față de euro din acest trimestru. În termenii cursului de schimb mediu efectiv⁹⁷, moneda națională a înregistrat în această perioadă, comparativ cu cea anterioară, o apreciere nominală. Ca urmare a unei creșteri a prețurilor interne superioare celei din țările partenere, aprecierea reală a fost și mai accentuată.

Presiunile de apreciere a leului manifestate pe piața valutară în această perioadă au avut la bază o serie de evoluții pozitive ale economiei naționale, în cadrul unei tendințe pozitive generale în statele din Europa Centrală și de Est. România s-a încadrat, cu excepția plăților arieratelor, în termenii acordului de împrumut încheiat cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale, fiind astfel eliberate două noi tranșe aferente acestuia. De asemenea, la aprecierea monedei naționale au contribuit relativa stabilizare a situației politice interne, îmbunătățirea perspectivei de țară a României de la „negativ” la „stabil” de către agenția de rating Fitch, continuarea tendinței de ajustare a deficitului de cont curent și, nu în cele din urmă, situarea ratei de scădere a PIB pentru anul 2009 la valori mai puțin nefavorabile decât cele prognozate de o serie de organisme (de exemplu proiecția de -8,0 la sută a Comisiei Europene, valoarea realizată fiind de -7,1 la sută).

Problemele legate de finanțarea datoriei publice a Greciei puse în discuție pe parcursul trimestrului I 2010 au afectat negativ sentimentul investitorilor globali față de zona euro, acesta cunoscând o ușoară îmbunătățire spre sfârșitul acestei perioade, în condițiile asumării la nivel declarativ de către țările zonei euro a acordării unui suport financiar Greciei. Analiza sustenabilității datoriilor publice acumulate de unele state din zona euro a contribuit la decizia investitorilor de a-și orienta disponibilitățile către țările

⁹⁷ Cursul efectiv de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza cursurilor de schimb dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

din regiune cu deficite și niveluri ale datoriei mai mici, însoțite de un potențial mai ridicat de creștere economică, România devenind una dintre beneficiarele fondurilor investitorilor globali.

Aprecierea în termeni reali (curs de schimb efectiv) a monedei naționale a anulat caracterul stimulatив exercitat anterior asupra cererii agregate prin intermediul canalului exportului net. De asemenea, prin intermediul efectelor de avuție și bilanț, impactul aprecierii leului asupra creditării în valută și implicit asupra cererii agregate este stimulatив datorită scăderii costurilor în lei ale împrumuturilor în valută și creșterii valorii în valută a colateralului. Efectul cumulat transmis de cursul de schimb prin cele două canale asupra cererii agregate viitoare și-a redus semnificativ în trimestrul IV caracterul stimulatив exercitat asupra cererii agregate viitoare. Aprecierea în termeni nominali are o influență directă, *ceteris paribus*, în sensul scăderii ratei inflației IPC, prin efectul favorabil pe care îl exercită asupra prețurilor de import.

În primele două luni ale trimestrului I al anului 2010, BNR s-a aflat încă în poziția de creditor față de sistemul bancar, în timp ce în luna martie poziția netă a lichidității sistemului bancar a redevenit excedentară. În aceste condiții, media cotațiilor ratelor dobânzilor pe piața interbancară ROBOR ON a scăzut în trimestrul I 2010 comparativ cu nivelul din trimestrul precedent cu 4,4 puncte procentuale, sub nivelul înregistrat de rata dobânzii de politică monetară.

Evoluția ratelor dobânzilor interbancare, influențată inclusiv de scăderile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară din ultimele trimestre, a fost transmisă în reducerea ratelor nominale ale dobânzilor la credite și, respectiv, depozite practicate de instituțiile bancare în relațiile cu clienții. Astfel, acestea s-au redus cu aproximativ 1 punct procentual față de trimestrul precedent. Ecartul dintre dobânzi a cunoscut o creștere marginală în trimestrul I al anului curent față de cel înregistrat în trimestrul IV al anului 2009, sugerând menținerea la niveluri ridicate a gradului de prudență a instituțiilor bancare.

Pentru trimestrul I al anului 2010 are loc reducerea ușoară a anticipațiilor privind inflația față de trimestrul anterior, scăderile ratelor reale ale dobânzilor la credite și depozite fiind astfel determinate predominant de modificarea valorilor nominale. Ca urmare, se apreciază că efectul restrictiv exercitat de ratele reale ale dobânzilor asupra activității economice din perioadele viitoare este diminuat atât în cazul depozitelor, cât și al creditelor.

Pentru trimestrul I 2010, se apreciază că efectul cumulat exercitat de cursul de schimb al monedei naționale și de ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relație cu clienții nebancari

asupra activității economice viitoare a devenit neutru (comparativ cu trimestrul anterior când se evaluează a fi fost stimulat).

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Ultimele date statistice referitoare la ritmul de creștere a PIB real la nivelul zonei euro⁹⁸ au impus revizuirea în sens nefavorabil a ipotezei privind dinamica cererii externe. În plus, problemele recente legate de sustenabilitatea situației finanțelor publice în unele state membre, precum și eforturile de consolidare fiscală ale autorităților guvernamentale asociază un nivel ridicat de incertitudine evoluțiilor mediului economic extern. Proiecția curentă reține o contribuție pozitivă semnificativă a exporturilor reale la creșterea economică internă, deși în ușoară diminuare comparativ cu runda precedentă. Principalul factor determinant pentru dinamica exporturilor rămâne revigorarea activității economice din zona euro. În ceea ce privește evoluția deficitului de cont curent, față de ajustarea semnificativă realizată în anul 2009⁹⁹, proiecția actuală reflectă o ușoară deteriorare a acestuia în a doua parte a orizontului de prognoză, determinată de revenirea dinamicii importurilor pe seama revigorării anticipate a cererii interne.

Evoluția consumului privat va trena la niveluri relativ reduse cel puțin pentru perioada imediat următoare, dar va beneficia de aportul unor factori ce sunt de așteptat să aibă o contribuție favorabilă începând cu a doua jumătate a orizontului de proiecție. Stabilizarea ratei șomajului în ultima parte a anului curent și perspectivele favorabile privind evoluția acesteia pe parcursul anului 2011 vor determina o ameliorare relativă a condițiilor pe piața muncii. În acest context, îmbunătățirea productivității muncii va determina apariția unor premise favorabile revenirii în teritoriu pozitiv a ritmului real de creștere a câștigurilor salariale în a doua jumătate a intervalului de proiecție. Dinamica consumului privat va beneficia în plus de atenuarea treptată a restrictivității standardelor de creditare și de reducerea graduală a ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale în relația cu clienții acestora.

Deocamdată, nivelul excedentar al capacităților de producție ale firmelor, precum și incertitudinea referitoare la dinamica viitoare a cererii nu încurajează formarea brută de capital fix. Reevaluarea ritmului de creștere a PIB potențial¹⁰⁰ în sensul reducerii acestuia atât anterior, cât și pentru perioada următoare s-a datorat inclusiv

⁹⁸ Vezi subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene ale proiecției* pentru ipotezele referitoare la ritmul creșterii economice în zona euro, principalul partener comercial al României.

⁹⁹ Conform datelor statistice revizuite, deficitul contului curent s-a redus de la o pondere în PIB estimată de 11,6 la sută în anul 2008 la doar 4,5 la sută în 2009.

¹⁰⁰ Pentru detalii, vezi subsecțiunea 1.3.1. *Presiuni ale cererii agregate în perioada curentă*.

reducerii înregistrate la nivelul stocului de capital fix. Scenariul de bază anticipează menținerea unei deviații negative a PIB de la nivelul său potențial pe întregul orizont al proiecției. În aceste condiții, este de așteptat ca firmele să prefere amânarea angajării de investiții noi pentru perioadele în care utilizarea capacităților de producție va crește la un nivel suficient de ridicat. Totodată, magnitudinea deficitului estimat de cerere permite menținerea unor presiuni dezinflaționiste ample, firmele preferând să acomodeze eventualele presiuni generate de revenirea cererii mai degrabă prin creșterea ofertei și a nivelului producției către valoarea optimă, decât prin majorarea prețurilor de vânzare. În perspectiva refacerii cererii de consum, variația stocurilor va avea în schimb o contribuție pozitivă la creșterea economică pe intervalul proiecției. Începând cu a doua parte a orizontului de proiecție, revenirea activității investiționale este de așteptat să contribuie într-o anumită măsură și la o revigorare a importurilor reale, în special pentru categoria bunurilor de capital și a celor intermediare.

Scenariul de bază al proiecției este condiționat de menținerea până la termenul final a aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat de România în aprilie 2009 și reactualizat în ianuarie 2010. Percepția investitorilor de pe piețele internaționale cu privire la vulnerabilitățile, dar și perspectivele favorabile ale economiei românești depinde în mod esențial de menținerea *mix*-ului de politici macroeconomice pe coordonatele celui mai recent acord convenit cu UE-FMI-IFI¹⁰¹. În aceste condiții, scenariul de bază anticipează o dinamică a cursului de schimb în acord cu evoluția fundamentelor macroeconomice, ceea ce va permite menținerea unui caracter relativ neutru la adresa activității economice al cursului de schimb real efectiv.

Din punct de vedere al politicii monetare, perspectivele favorabile continuării procesului dezinflaționist pe întreg orizontul proiecției implică menținerea unor condiții monetare adecvate redresării activității economice. Rolul determinant în acest sens va reveni ratelor reale ale dobânzilor percepute de instituțiile financiare în relația cu clienții nebancari. Ajustarea descrescătoare a nivelurilor nominale ale ratelor dobânzilor va depinde însă de o serie de factori, printre care: (i) modalitatea în care instituțiile financiare vor alege să răspundă la semnalele politicii monetare; (ii) nivelul perceput de risc asociat mediului economic din perspectiva activității de creditare; (iii) constrângerile existente la nivelul fiecărei instituții din punct de vedere al cerințelor și normelor de prudențialitate bancară.

Coordonatele politicii fiscale au fost menținute în limitele obligațiilor asumate în cadrul acordului de finanțare externă semnat

¹⁰¹ Pentru o evaluare a implicațiilor unei eventuale deteriorări a climatului macroeconomic intern, reflectată în modificarea setului de condiționalități atașate acestui acord, a se vedea subsecțiunea 1.4. *Riscuri asociate proiecției.*

cu instituțiile financiare internaționale¹⁰². Reevaluarea estimărilor privind deviația negativă a PIB către niveluri mai puțin ample în runda actuală a condus la reconsiderarea raportului dintre influența factorilor ciclici și a celor structurali asupra deficitului bugetar estimat, contribuind, *ceteris paribus*, la conturarea unui caracter prociclic al politicii fiscale ușor mai pronunțat comparativ cu proiecția anterioară.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Pentru runda curentă de proiecție, factorii specifici de risc a căror manifestare pe parcursul următoarelor opt trimestre este apreciată ca având o probabilitate relevantă, conturează o distribuție ușor asimetrică, implicând o probabilitate relativ mai mare a unor abateri în sens ascendent ale traiectoriei ratei inflației de la cea proiectată în scenariul de bază, mai ales în prima parte a intervalului de referință. În ceea ce privește creșterea economică, distribuția setului de riscuri relevante apare ca fiind relativ simetrică în jurul valorilor preconizate ale indicatorului din scenariul de bază.

În intervalul februarie-aprilie 2010, o parte a riscurilor identificate în raportul precedent de inflație s-au materializat, chiar dacă pentru moment doar în fază incipientă. Din rândul acestora, este de menționat în mod special cel legat de evoluția mediului economic extern, materializat prin înregistrarea unei încetiniri a ritmului trimestrial de evoluție a PIB din zona euro în trimestrul IV 2009 comparativ cu trimestrul anterior și revizuirea în sens descendent a scenariului de evoluție a acestei variabile pe parcursul anului curent¹⁰³.

Pe fondul acestei redresări încă fragile, posibila accentuare în viitor a tensiunilor acumulate recent pe anumite segmente ale pieței financiare europene¹⁰⁴, în condițiile în care ar atrage înrăutățirea percepției de risc a investitorilor vizavi de unele economii din spațiul european care prezintă un set comun de vulnerabilități¹⁰⁵, ar putea să genereze efecte de propagare cu potențial de a afecta nefavorabil evoluția viitoare a sectorului real și a celui financiar din zona euro. Într-o astfel de eventualitate, efectele transmise asupra economiei României prin canalul cererii externe și cel financiar ar urma să contureze o revizuire în jos a perspectivei privind creșterea economică comparativ cu coordonatele scenariului de bază, în timp ce efectele propagate prin canalul cursului de

¹⁰² Acestea sunt descrise, de exemplu, în *Memorandumul Tehnic de Înțelegere* stabilit între autoritățile române și Fondul Monetar Internațional, publicat în data de 5 februarie 2010 pe *website*-ul instituției financiare internaționale.

¹⁰³ Pentru detalii, a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

¹⁰⁴ Legate în principal de problemele de sustenabilitate fiscală observate în cazul Greciei, precum și de posibilitatea înregistrării unei contagiuni a sectorului financiar pe măsura deteriorării riscului de credit suveran.

¹⁰⁵ Este avută în vedere sustenabilitatea fiscală din economii precum Portugalia, Spania sau Italia.

schimb¹⁰⁶ ar urma să determine abaterea în sus a ratei inflației comparativ cu același reper.

În acest context, un posibil scenariu de risc ar putea fi cel al unei depreciere mai persistente a euro în fața dolarului american pe parcursul anului curent, în condițiile în care apelarea de către Grecia la pachetul de susținere financiară propus de țările membre ale zonei euro în colaborare cu FMI s-ar dovedi a nu fi acoperitoare, fie în termenii ordinului de mărime al acestuia, fie al eficienței condiționalităților atașate. Pentru economia României, deprecierea euro în fața monedei americane ar fi însoțită și de o slăbire a leului în fața dolarului, având ca efect creșterea prețurilor interne ale combustibililor¹⁰⁷. În același timp, posibilitatea unei reînflămări la nivel global a aversiunii față de risc, în măsura în care ar fi însoțită de retrageri ale capitalurilor plasate în România, ar putea conduce, cel puțin pe termen scurt, la manifestarea unor presiuni de depreciere a leului. Efectele asupra creșterii economice interne ar urma să fie nefavorabile, pe fondul unei deteriorări substanțiale a avuției nete a agenților economici îndatorați în valută (canalul efectului de avuție), necompensată printr-o stimulativitate mai amplă exercitată de cursul efectiv de schimb asupra exporturilor nete, în condițiile unei incertitudini sporite din partea agenților economici cu privire la persistența în timp a unei astfel de situații.

Data fiind incertitudinea ridicată privind evoluția pe termen scurt a economiei europene, materializarea unor tendințe favorabile mai accentuate decât cele presupuse în scenariul de bază al proiecției este de asemenea posibilă. Aceasta s-ar putea produce ca urmare a unor efecte mai puternice comparativ cu cele anticipate ale măsurilor de stimulare fiscală și monetară implementate de țările membre ale zonei euro, a consolidării într-un ritm mai alert a pozițiilor bilanțiere ale instituțiilor financiare din zona euro – având ca efect eliminarea într-un interval mai scurt de timp decât cel preconizat inițial a schemelor guvernamentale de susținere a acestora – și a refacerii mai rapide a fluxurilor comerciale la nivel internațional. În aceste condiții, riscurile descrise de întregul spectru posibil al dinamicii mediului economic extern sunt percepute ca fiind echilibrat distribuite în jurul traiectoriilor variabilelor macroeconomice din scenariul de bază.

Componenta *mix*-ului intern de politici macroeconomice marcată de incertitudinile cele mai ample în runda curentă de prognoză este apreciată a fi conduita politicii fiscale. În descrierea scenariului de bază al proiecției, s-a avut în vedere ipoteza menținerii coordonatelor politicii fiscale în limitele obligațiilor asumate în cadrul acordului

¹⁰⁶ Impactul transmis prin intermediul acestui din urmă canal ar putea fi amplificat în mod substanțial în situația materializării simultane a riscului unui derapaj al coordonatelor interne ale politicii fiscale, detaliat ulterior în cadrul subcapitolului.

¹⁰⁷ Prețul petrolului utilizat în cadrul proiecției din scenariul de bază – West Texas Intermediate – este cotate în dolari SUA.

de finanțare externă agreat cu UE-FMI-IFI. Pe baza experienței anterioare¹⁰⁸, date fiind cele mai recente informații privind evoluția istorică a PIB¹⁰⁹, precum și posibilitatea unei abateri a scenariului macroeconomic de la valorile ce au servit fundamentării proiecției fiscale¹¹⁰, un posibil scenariu de risc cu privire la evoluția politicii fiscale urmează a se încadra, cel mai probabil, în una din următoarele două variante: (i) revizuirea deficitului bugetar către valori mai ridicate, măsură acceptată însă de consorțiul finanțatorilor format din UE-FMI-IFI; (ii) revizuirea deficitului bugetar către valori mai ridicate, neacceptarea acesteia de către consorțiul finanțatorilor și, astfel, întreruperea acordului de finanțare cu UE-FMI-IFI.

În cazul primei variante, necesitatea finanțării surplusului de deficit, posibil a fi parțial acoperită din fonduri puse la dispoziție de consorțiul internațional, s-ar reflecta, probabil, în cele din urmă, în presiuni sporite exercitate asupra piețelor financiare interne¹¹¹. Aceasta ar avea, într-o anumită măsură, un efect de evicțiune a sectorului privat în raport cu sursele de finanțare disponibile, conducând, astfel, la întârzierea reluării în mod sustenabil a creditării sectorului productiv al economiei și a relansării activității economice interne. Cea de-a doua variantă ar fi de natură să producă o deteriorare critică a coordonării *mix*-ului intern al politicilor macroeconomice, afectând nefavorabil percepția cu privire la risc a investitorilor în active denominate în lei și având ca efect, prin presiuni de depreciere exercitate asupra monedei naționale, alimentarea procesului inflaționist. În plus, într-un astfel de scenariu, corectarea deficitului nu ar putea exclude recurgerea la măsuri *ad-hoc* de majorare a încasărilor bugetare, cu efecte potențial nefavorabile asupra creșterii economice interne.

¹⁰⁸ Coordonatele politicii fiscale convenite în cadrul acordului de finanțare cu UE-FMI-IFI s-au modificat pe parcursul anului trecut și în prima parte a celui curent, fiind conturate în bună măsură de dinamica proiectată sau, după caz, de cea realizată a PIB (mai ales în privința încasărilor bugetare), respectiv de măsurile adoptate pentru limitarea cheltuielilor bugetare curente (îndeosebi a celor salariale, dar și a celor pentru achiziția de bunuri și servicii). Astfel, criteriile privind deficitul bugetar (cash) convenite în luna iunie 2009 indicau o valoare a acestuia de 3,6 la sută în 2010, respectiv 2,7 la sută în 2011. Ulterior, pe măsura deteriorării performanței economice a României, în luna octombrie 2009, noile ținte de deficit bugetar au fost ajustate la 5,9 la sută în 2010 și 4,2 la sută în 2011 iar în februarie a.c. acestea au fost menținute în linii generale la valorile din octombrie 2009.

¹⁰⁹ A se vedea Capitolul III, *Evoluții ale activității economice*.

¹¹⁰ În acest context, un risc semnificativ este reprezentat de o deteriorare mai pronunțată a condițiilor de pe piața muncii și de posibila reacție întârziată a acestora la dinamica agregată a PIB, ceea ce ar afecta deopotrivă cererea (prin veniturile disponibile ale agenților economici) și oferta agregată (diminuarea potențialului de creștere economică) și, pe această cale, și echilibrul bugetului de stat.

¹¹¹ În condițiile în care un deficit bugetar mai ridicat ar putea transmite piețelor financiare internaționale un mesaj de precauție, reflectat cel mai probabil într-o creștere a primei de risc percepute pentru deținerea de obligațiuni guvernamentale denominate în lei.

Casetă. Evaluarea cantitativă a influenței unor șocuri exogene nefavorabile

În abordarea actuală, influența *factorilor generali de risc* asupra proiecției inflației din scenariul de bază este ilustrată cantitativ, prin asocierea unui interval de incertitudine (vezi graficul *Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază*). Această metodologie se bazează în principal pe utilizarea erorilor de prognoză din perioadele anterioare pentru aproximarea incertitudinii viitoare, plus un anumit factor de corecție obținut prin implicarea decidenților de politică monetară*.

În raportul asupra inflației este prezentată cu regularitate descrierea calitativă a influenței *factorilor de risc specifici* fiecărei runde de proiecție. Evaluarea cantitativă a unuia sau mai multor factori specifici de risc presupune ipoteze cuantificate în mod explicit.

Această casetă își propune să ofere indicii referitoare la impactul produs asupra proiecției ratei anuale a inflației IPC (calculat cu ajutorul modelului de prognoză al BNR), în situația ipotetică a materializării concomitente a unor *factori de risc specifici*. Pentru a facilita interpretarea rezultatelor, scenariul presupune o conduită a politicii monetare identică cu cea din scenariul de bază. Ipotezele specifice utilizate diferă semnificativ de cele incluse în scenariul de bază și se referă la:

- (i) înregistrarea unei producții agricole slabe în următorii doi ani, ca urmare a unor condiții climaterice (de ex. secetă, inundații etc.) care ar determina o rată de creștere a prețurilor alimentare volatile (LFO) superioară celei din scenariul de bază. În plus, ar putea exista și un impact suplimentar în această situație: deoarece satisfacerea cererii interne de produse alimentare s-ar realiza pe seama importurilor, cumulat cu efectele ipotezei (iii), impactul inflaționist la nivelul ratei anuale a inflației CORE2 ar fi și mai ridicat;
- (ii) ajustarea semnificativă a nivelului prețurilor administrate pentru o largă categorie de bunuri și servicii pe fondul apariției unor evenimente neincluse în ipotezele scenariului de bază: (a) majorarea într-o măsură mai amplă a costurilor la nivelul distribuitorilor/producătorilor din sectorul energetic în contextul deteriorării situației financiare a acestora, ca urmare a contracției activității economice interne, (b) influența nefavorabilă a majorării prețului internațional al petrolului [vezi ipoteza (iii)] asupra prețului intern al gazelor naturale** (c) necesitatea alinierii, prin realizarea de investiții suplimentare, la standardele comunitare în privința calității unor servicii publice (apă, canal, salubritate);
- (iii) majorarea peste valorile din scenariul de bază a prețului petrolului și al altor materii prime (inclusiv produse agricole) pe piețele internaționale ca urmare a creșterii cererii globale.

N.B.: (1) Scenariul prezentat are un caracter pur ilustrativ; deși are la bază ipoteze considerate ca având un grad rezonabil de plauzibilitate, valorile specifice asociate șocurilor din scenariile de risc sunt alese arbitrar (i.e. nu reprezintă prognoze). (2) Ilustrarea unei deviații în sus a ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază nu implică un grad mai ridicat de probabilitate asociat acestor abateri (comparativ cu cele de sens opus); aprecierile relevante pentru intervalul de referință cu privire la caracterul simetric sau asimetric al factorilor de risc ilustrați în această casetă sunt prezentate în textul subcapitolului. (3) Rezultatele nu pot fi utilizate pentru calculul unor elasticități medii. Mărimea impactului estimat depinde în mod explicit de contextul macroeconomic actual, aceleași șocuri în alte condiții putând conduce la rezultate diferite. Mai mult, aplicarea în aceleași condiții inițiale a unor șocuri de magnitudine egală dar de sens contrar nu va conduce la rezultate numeric simetrice.

	Scenariul de bază		Scenariul de risc		Diferențe (p.p.)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Ipoteze						
Rata anuală a inflației prețurilor alimentare volatile (%; T4 an curent/T4 an anterior)	2,2	3,1	8,6	10,0	+6,4	+6,9
Rata anuală a inflației prețurilor administrate (%; T4 an curent/T4 an anterior)	5,7	3,8	7,0	5,1	+1,3	+1,3
Nivelul prețului petrolului pe piețele internaționale (\$/baril, medie anuală)	80,3	85,6	85,9	100,2	+5,6 \$/baril	+14,6 \$/baril
Consecințe						
Rata anuală a inflației IPC (%; sfârșit de perioadă)	3,7	2,8	4,7	3,7	+1,0	+0,9
Rata anuală a inflației CORE2 (%; T4 an curent/T4 an anterior)	2,8	1,7	2,9	2,0	+0,1	+0,3
Rata anuală a inflației combustibililor (%; T4 an curent/T4 an anterior)	9,4	8,9	12,3	10,7	+2,9	+1,8

* Pentru detalii, a se vedea *Caseta 3 - Construirea intervalului de incertitudine asociat proiecției privind inflația din scenariul de bază din Raportul asupra inflației (noiembrie 2008)*.

** Conform Autorității Naționale de Reglementare în Domeniul Energiei (ANRE), o modificare a prețului petrolului pe piețele internaționale se reflectă în modificarea prețului de import al gazelor naturale cu un decalaj de aproximativ 6-9 luni.

Unul dintre riscurile reiterate pe parcursul rundelor anterioare de proiecție – și cu precădere în perioada parcursă de la debutul propagării efectelor crizei globale asupra economiei românești – privește dinamica inflației de bază CORE2 în conexiune cu evoluția activității economice (aproximată prin dinamica deviației PIB de la nivelul său potențial). Pentru intervalul proiecției curente, în pofida revizuirii la valori mai puțin negative a deficitului de cerere, distribuția riscurilor cu privire la persistența ratei inflației de bază sunt ușor asimetrice, cu o probabilitate mai ridicată asociată unei deviații în sens ascendent de la traiectoria proiectată a inflației CORE2 din scenariul de bază. Pe de o parte, tergiversarea reluării într-un ritm sustenabil a creditării sectorului privat¹¹², în condițiile unei ponderi semnificative a agenților economici constrânși din punct de vedere financiar, ar putea conduce la persistența rezistenței la scădere a prețurilor de vânzare practicate ori la o reducere graduală a acestora, neproportională cu diminuarea cererii solvabile din economie¹¹³. Un asemenea comportament nu ar putea fi exclus în totalitate nici chiar în condițiile diminuării substanțiale a costurilor nominale unitare cu forța de muncă suportate de acestea¹¹⁴. În plus, anticiparea unor posibile măsuri viitoare adoptate de autorități în vederea corectării dezechilibrelor acumulate la nivel macroeconomic¹¹⁵ ar putea spori nivelul general de incertitudine, având ca posibil efect persistența la un nivel ridicat a așteptărilor privind rata inflației și, implicit, a inflației CORE2, evoluții nejustificate neapărat de factorii fundamentali. Pe de altă parte, refacerea într-un ritm mai alert a cererii solvabile a consumatorilor comparativ cu ipotezele scenariului de bază, pe fondul revigorării activității economice și al relansării într-o manieră sustenabilă a creditării activităților productive, ar putea avea ca efect o coborâre a prețurilor libere sub nivelul acestora din scenariul de bază, în condițiile unei intensificări a concurenței de pe piață între agenții economici.

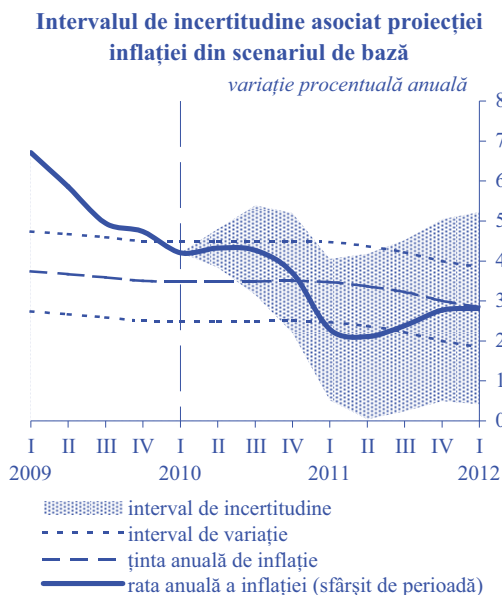
Similar rapoartelor asupra inflației din trimestrele anterioare, evoluția prețului petrolului și a prețurilor administrate, precum și cea a prețurilor volatile ale unor bunuri alimentare reprezintă factori de risc importanți.

¹¹² Conform celui mai recent sondaj BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și populației (din februarie 2010), în trimestrul IV 2009, riscurile percepute de bănci asociate companiilor au sporit la nivelul întregii economii, fiind pentru prima dată când corporațiile prezintă riscuri în creștere semnificativă.

¹¹³ Conservarea unei anumite marje de profit, chiar în condițiile diminuării cotei deținute de aceștia pe piață le-ar putea asigura într-o anumită măsură autofinanțarea.

¹¹⁴ A se vedea Capitolul III, secțiunea 2. *Piața muncii*.

¹¹⁵ De exemplu, de pe lista măsurilor posibil a fi implementate de autoritatea fiscală nu pot fi excluse *a priori* deciziile privind majorări suplimentare ale prețurilor administrate sau chiar continuarea ajustării în sens ascendent a impozitelor aplicate unor categorii de produse accizabile. În ambele situații descrise, rata inflației IPC ar urma să înregistreze deviații în sus de la traiectoria presupusă în scenariul de bază.



Sursa: INS, calcule BNR

Mai ales în prima parte a orizontului de proiecție, în contextul revenirii cererii agregate la nivel mondial, este posibilă o creștere mai mare decât cea anticipată în scenariul de bază a prețului petrolului pe piețele internaționale cu impact nefavorabil asupra inflației combustibililor și, în consecință, asupra inflației IPC. La fel de probabil pare în momentul de față și un scenariu alternativ ce implică o diminuare a prețului petrolului pe parcursul orizontului de proiecție, mai ales în situația în care revenirea cererii agregate în economiile dezvoltate ar urma să treneze pe perioade mai îndelungate de timp, fiind de natură să contrabalanseze relansarea activității economice din economiile emergente. În această situație, prețurile interne ale combustibililor ar urma să scadă sub nivelul acestora din scenariul de bază.

În ceea ce privește prețurile administrate, calendarul de ajustare a acestora de către autorități este marcat de incertitudine, fapt ilustrat de revizuirile repetate și de dimensiuni importante survenite pe parcursul ciclurilor de prognoză anterioare. Având în vedere că aceste ajustări se pot face atât în sensul creșterii, cât și în cel al scăderii, riscul de abatere a inflației IPC de la valorile prognozate datorită modificării prețurilor administrate este evaluat ca fiind simetric distribuit în jurul traiectoriei centrale.

Graficul alăturat ilustrează riscurile de abatere a inflației IPC de la valorile prognozate sub impactul unor factori generali de risc. Intervalul de incertitudine din jurul traiectoriei centrale este în acest caz simetric distribuit în jurul traiectoriei proiectate a ratei inflației IPC din scenariul de bază, fiind construit pe baza erorilor de prognoză ale inflației IPC din perioadele anterioare.

2. Evaluarea de politică monetară

Evoluția inflației din primul trimestru al anului 2010 a confirmat în mare parte așteptările. Procesul dezinflației, întrerupt temporar în noiembrie 2009 de impactul consistent al majorării unor accize, s-a reluat în luna februarie 2010, iar rata anuală a inflației a revenit în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei, coborând în martie la 4,20 la sută – nivel sensibil inferior celui consemnat la finalul anului anterior. Scăderea cu 1 punct procentual a ratei anuale a inflației de-a lungul ultimelor două luni ale anului s-a datorat receptării mai pregnante la nivelul acesteia a efectelor intensificării presiunilor dezinflaționiste¹¹⁶ ale cererii (CORE2 ajustat) și ale ajustărilor de prețuri administrate, precum și ale accentuării deflației pe segmentul produselor alimentare cu prețuri volatile. La rândul ei, evoluția acestor componente ale indicelui prețurilor de consum a beneficiat de influența favorabilă

¹¹⁶ Atât rata anuală a inflației CORE2 ajustat, cât și ritmul anual de creștere a prețurilor administrate au atins în acest interval valori minime istorice.

exercitată de aprecierea în termeni anuali consemnată în acest interval de moneda națională.

Procesul dezinflației va continua în următoarele trimestre, prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu reconfirmând perspectiva prelungirii traiectoriei descendente a ratei anuale a inflației de-a lungul celei mai mari părți a orizontului de proiecție, chiar dacă aceasta va avea loc cu ritmuri mai moderate. Totodată, similar proiecției anterioare, rata anuală prognozată a inflației coboară și se menține în primele trimestre ale anului viitor în jumătatea inferioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru luna decembrie 2011, pentru ca, ulterior, ea să revină pe un trend lent crescător. Traectoria ratei anuale anticipate a inflației se plasează însă pe un palier ușor superior celui evidențiat în exercițiul anterior de prognoză, rata anuală a inflației așteptată pentru finalul anului 2011 continuând, totuși, să se situeze la un nivel inferior punctului central al țintei de inflație.

Determinantul major al acestei traiectorii îl constituie evoluția previzionată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustate, a cărei influență asupra inflației totale a fost recent amplificată de ușoara ajustare crescătoare a ponderii pe care o deține în coșul indicelui prețurilor de consum. Astfel, dezinflația componentei de bază a inflației (CORE2 ajustat) este așteptată să se consolideze în următoarele trimestre, dar într-un ritm inferior celui anticipat anterior; relativa încetinire a acestui proces este atribuibilă cvasiexclusiv revizuirii descendente a magnitudinii deficitului de cerere, în condițiile reconsiderării în cadrul actualului exercițiu de proiecție a ritmului de creștere a PIB potențial – atât retrospectiv, cât și pentru întreg orizontul de prognoză. Anticiparea unei relative intensificări a presiunilor dezinflaționiste ale cererii în perioada următoare are ca suport probabilitatea ridicată a continuării adâncirii *gap*-ului negativ al PIB în primul trimestru al anului curent, dar mai ales perspectiva menținerii deficitului de cerere agregată în cea mai mare parte a anului 2010 la amplitudinea maximă, în condițiile prefigurării amânării revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a PIB; implicit, redresarea activității economice se anticipează a fi mai lentă decât se previzionase anterior pe întreg orizontul de prognoză, incertitudinile ce marchează actuala prognoză continuând însă să fie deosebit de mari.

Rămânerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a PIB în prima parte a anului 2010, indicând continuarea creșterii deficitului de cerere, are ca premise și indicii majore: (i) întreruperea redresării activității economice în zona euro în trimestrul IV 2009 și perspectiva unei fragile reluări a acesteia în primul trimestru al anului 2010; (ii) efectul advers exercitat asupra evoluției PIB din 2010 de declinul major consemnat de PIB trimestrial în trimestrul IV 2009;

(iii) creșterea/prelungirea, în primele luni ale trimestrului I 2010, a dinamicii anuale negative a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții; (iv) prelungirea procesului de dezintermediere financiară, dar și a tendinței de ameliorare a economisirii nete bancare a populației; (v) continuarea deteriorării, deși mai lente, a condițiilor pieței muncii în primele luni ale anului 2010.

Evaluarea datelor recent disponibile și a coordonatelor prognozei relevă faptul că perspectiva intensificării presiunilor dezinflaționiste ale cererii pare a fi în continuare susținută atât de persistența declinului economic, cât și de relativa creștere recentă a elasticității componentei de bază a inflației față de amplificarea/ prelungirea deficitului de cerere agregată, sugerând scăderea gradului de persistență a acesteia. Pe lângă disiparea efectelor adverse ale *pass-through*-ului consistent al cursului de schimb al leului, o altă posibilă explicație a atenuării persistenței inflației de bază o constituie ajustarea inițiată la nivelul comportamentelor de stabilire a salariilor și a prețurilor cu amănuntul ca reacție la magnitudinea și persistența contracției economiei românești.

Este de așteptat ca, în condițiile menținerii incertitudinii privind perspectivele redresării economice pe plan intern, această ajustare să continue în perioada următoare. Un potențial indiciu îl constituie înghețarea în acest an a salariului minim în sectorul privat, evidențe suplimentare viitoare putând să ofere rezultatele renegocierii contractelor colective de muncă din acest sector. Din această perspectivă, mai puțin încurajatoare este stoparea în primele două luni ale acestui an a tendinței descrescătoare a dinamicii anuale a câștigurilor salariale brute reale, dar mai ales a trendului de reducere față de perioada corespunzătoare a anului trecut a costului unitar nominal cu forța de muncă în industrie, în special în unele ramuri producătoare de bunuri de consum. În schimb, prețurile producției industriale pentru piața internă și-au prelungit ajustarea descendentă a dinamicii anuale în anumite ramuri producătoare de bunuri incluse în coșul de consum, sugerând restrângerea marjei de profit a producătorilor; totodată, rata anuală de creștere a prețurilor unor produse alimentare procesate și a unor bunuri de folosință îndelungată, dar și a tarifelor unor servicii a continuat să se reducă progresiv.

Continuarea ajustării acestor comportamente în perioada următoare este esențială pentru reducerea sustenabilă a persistenței inflației de bază, implicit pentru atingerea țintelor de inflație pe termen mediu fără generarea de costuri economice suplimentare, precum și pentru adecvarea în consecință a conduitei politicii monetare. Din această perspectivă, un rol major îl dețin anticipațiile inflaționiste, a căror necesară reancorare este condiționată de implementarea strictă a măsurilor de politică macroeconomică și structurală asumate de autorități, reprezentând și condiționalități ale acordului de finanțare convenit cu UE și FMI. Aceasta presupune atât accelerarea

reformelor structurale, inclusiv a celor din sectorul bugetar, cât și accentuarea caracterului prociclic al politicii fiscale și a celei de venituri, de natură să stimuleze – inclusiv prin intermediul efectului de demonstrație al celei din urmă – presiunile dezinflaționiste atât pe partea cererii, cât și pe cea a ofertei.

Ajustarea acestor comportamente ar mai putea fi impulsionată de previzibila trenare a redresării cererii interne. În cazul cererii de consum privat, anticiparea unei asemenea evoluții are ca premise persistența temerilor pronunțate ale populației legate de perspectiva locurilor de muncă și de capacitatea ei de onorare a serviciului datoriei bancare, precum și foarte probabila continuare a restrângerii creditului de consum. Este însă de așteptat ca dinamica anuală negativă a consumului privat să se reducă progresiv, inclusiv pe fondul stopării recente a deteriorării indicatorului de încredere a consumatorilor, ca de altfel și a evoluției venitului disponibil real al populației, dar și ca efect al ameliorării graduale a efectului de bilanț exercitat de ratele dobânzilor și de cursul de schimb atașate datoriilor bancare în lei și în valută ale persoanelor fizice. Refacerea cererii de consum privat va fi însă cel mai probabil graduală, în condițiile în care este de așteptat ca relevanța motivului precauției în configurarea balanței consum-economisire a populației să prevaleze, cel puțin până la apariția indiciilor epuizării procesului de ajustare a personalului în sectorul privat, dar și în cel bugetar.

Într-un asemenea context, riscul ca potențialele ajustări de prețuri administrate ce vor fi operate în următoarele trimestre să genereze efecte secundare este sensibil diminuat. El rămâne însă relevant în cazul prețului combustibililor, anticipat a suferi în continuare corecții ascendente semnificative, ca urmare a creșterii prețului petrolului pe piața internațională, dar și a potențialei accelerări a tendinței de apreciere a dolarului în raport cu euro. Relevant devine și riscul la adresa sustenabilității dezinflației și a atingerii țintei de inflație pe termen mediu indus de probabilitatea ridicată a creșterii prețurilor unor bunuri pe piața internațională, în contextul refacerii treptate a cererii globale. Din aceeași perspectivă, rămân de asemenea preocupante atât amplitudinea efectelor inflaționiste directe ale eventualelor ajustări de prețuri reglementate/impozite indirecte decise și operate de autorități de-a lungul orizontului de prognoză, cât și caracterul impredictibil al acestor ajustări – ca derulare în timp și ca magnitudine.

Redresarea cererii de investiții se anticipează a fi, la rândul ei, frânată în perioada următoare de continuarea deteriorării profitabilității și a perspectivelor vânzărilor companiilor, de menținerea sau chiar de creșterea capacităților excedentare în anumite ramuri, precum și de întârzierea stabilizării pieței imobiliare. Prelungirea tendinței de îmbunătățire ușoară a indicatorilor de încredere a mediului de afaceri conturată la finalul anului anterior sugerează însă posibilitatea reducerii viitoare a dinamicii anuale negative a

investițiilor, cu toate că în trimestrul IV 2009 contractia în termeni anuali a acestei componente a cererii interne s-a readâncit, atât pe segmentul construcțiilor noi, cât și pe cel al achizițiilor de utilaje.

În aceste condiții, redresarea dinamicii formării brute de capital ar putea fi mai lentă decât cea a consumului privat. O invalidare a acestei perspective s-ar putea produce, totuși, în ipoteza amplificării efectelor favorabile ale derulării programului guvernamental „Prima casă 2”, precum și a eventualei sporiri a cheltuielilor cu investițiile publice, în special a celor finanțate din fonduri europene și din resurse atrase de la organisme și instituții financiare internaționale; materializarea acesteia din urmă este însă condiționată de reducerea relativă a cheltuielilor bugetare curente. În sensul restrângerii relativ mai rapide a declinului formării brute de capital ar putea acționa, de asemenea, inițierea ciclului de refacere a stocurilor în anumite sectoare.

O asemenea evoluție este însă condiționată în mare măsură de ameliorarea condițiilor de finanțare a companiilor. Aceasta este deocamdată prea slab perceptibilă la nivelul creditelor bancare interne, ea limitându-se la scăderea ratelor dobânzilor aferente, ce reflectă, parțial și cu un anumit *lag*, ajustările descendente anterioare ale ratelor dobânzilor pieței interbancare. Și perspectiva finanțării externe accesibile companiilor este incertă, în condițiile în care atât volumul investițiilor străine directe, cât și cel al împrumuturilor financiare externe nu par a-și fi stopat declinul. Pe deasupra, în cazul băncilor din sistemul autohton există indicii ale continuării accentuării reticenței în acordarea de credite, motivată, printre altele, de temerile legate de persistența deteriorării calității propriilor portofolii, precum și de preocuparea pentru reducerea raportului credite-depozite, inclusiv în contextul programelor de ajustare a bilanșurilor și de capitalizare implementate de băncile-mamă. Un alt argument al acestui comportament al băncilor îl constituie erodarea în continuare a percepției de risc asociat diferitelor sectoare ale economiei sau categorii de debitori. În aceste condiții, nu poate fi exclus un eventual recurs al instituțiilor de credit la prelungirea ciclului de înăsprire a unor standarde și termeni de creditare. Inclusiv din această perspectivă, este posibil ca cererea de credite să rămână anemică sau chiar să-și continue slăbirea pe anumite segmente ale economiei, în pofida unor semnale timide de revenire date de corporații.

În aceste condiții – ce par să reitereze experiențele similare ale altor țări – este de așteptat ca revigorarea activității de creditare să succedă cu un anumit decalaj redresarea activității economice; ea este condiționată, pe de o parte, de scăderea neîncrederii băncilor în perspectivele economiei și a percepției asupra riscului asociat sectorului creditat și, pe de altă parte, de redresarea cererii de credite. O refacere mai rapidă a acestei cereri ar putea fi însă stimulată de potențiala accelerare a corecției descendente pe care o

parcurs în prezent ratele dobânzilor la credite; aceasta ar decurge din reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, dar mai ales din recenta scădere consemnată de ratele dobânzilor pieței interbancare pe termene mai lungi, pe fondul îmbunătățirii semnificative a lichidității din sistemul bancar. Chiar dacă nu ar conduce la o reluare mai timpurie a creditării, potențialul declin al ratelor dobânzilor atașate stocului existent de credite ar atenua considerabil restrictivitatea efectului de bilanț exercitat de acestea și ar reduce riscurile la adresa calității portofoliilor instituțiilor de credit.

O relativă devansare a redresării activității economice nu este însă exclusă, în ipoteza în care refacerea cererii externe ar începe să exercite un efect de antrenare asupra componentelor interne ale cererii, deocamdată prea puțin sau deloc receptat de acestea din urmă. Chiar și în absența unui asemenea efect, previziunile anterioare, potrivit cărora rolul principal în redresarea economiei românești îl va deține revigorarea cererii externe, rămân valabile, evoluția din ultimele luni a exporturilor românești și implicit a producției industriale resimțind impactul favorabil al revenirii activității în zona euro. Cu toate că dinamizarea în continuare a exporturilor va imprima cel mai probabil și importurilor o mișcare ascendentă, este de așteptat ca dinamica acestora din urmă să rămână moderată, iar deficitul contului curent să se mențină în plaja de sustenabilitate.

Refacerea economiilor dezvoltate, în special a celor din zona euro – susținută inclusiv de acțiunea stimulilor monetari și fiscali, precum și de relativa ameliorare a încrederii – s-ar putea să fie însă mai modestă și mai inconstantă decât se anticipează în prezent. Astfel, perspectiva zonei euro este marcată de serioase incertitudini legate, în special, de durata programelor de stimulare economică implementate de autorități și efectele suspendării acestora, precum și de impactul amplificării la niveluri fără precedent a datoriei publice, dar și al derulării procesului de ajustare a bilanțurilor în sectoarele financiar și în cel nefinanciar. Acestora li se alătură riscurile în creștere la adresa refacerii încrederii și a normalizării piețelor financiare, generate de amplificarea temerilor investitorilor legate de criza fiscală din Grecia și de potențialul efect de contagiune exercitat de aceasta asupra altor economii europene.

Într-un asemenea context, prezervarea credibilității programului economic al autorităților, prin respectarea condiționalităților acordului convenit cu FMI-UE-IFI, este esențială pentru consolidarea sustenabilă a dezinflației simultan cu refacerea încrederii și cu redresarea durabilă a creditării și a economiei românești. Din această perspectivă, riscul major conturat în actuala conjunctură îl constituie posibila abatere a politicii fiscale de la coordonatele programului în vigoare – în condițiile prefigurării întârzierii redresării veniturilor bugetare și ale trenării efectuării

ajustărilor necesare asupra cheltuielilor curente ale sectorului public –, având drept consecință inevitabilă amânarea procesului de consolidare fiscală. O eventuală materializare a acestui risc ar exercita efecte adverse atât asupra comportamentului pe termen scurt al cursului de schimb al leului și implicit al inflației – amplificate de posibila deteriorare severă a percepției de risc asociat pieței financiare interne pe fondul înrăutățirii recente a sentimentului pieței financiare globale în contextul escaladării problemelor fiscale ale Greciei –, cât și asupra ritmului redresării economice și a potențialului de creștere economică pe termen mediu.

Având în vedere perspectiva continuării dezinflației, dar într-un ritm relativ mai lent decât cel previzionat anterior, precum și amplificarea într-o anumită măsură a riscurilor la adresa consolidării acestui proces, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 mai 2010 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că respectarea în continuare a obiectivelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale este de natură să faciliteze consecvența *mix*-ului de politici macroeconomice, esențială pentru asigurarea unui proces de dezinflație sustenabil, menținerea stabilității financiare și relansarea durabilă a activității economice.