



**Banca Națională a României**

# **RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**Mai 2011**

**Anul VII, nr. 24**

**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.*

*Banca Națională a României  
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 (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 aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 3 mai 2011 și include informațiile disponibile până la data de 26 aprilie 2011.*

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

## Lista abrevierilor

<b>ACIS</b>	Autoritatea pentru Coordonarea Instrumentelor Structurale
<b>AIE</b>	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
<b>AMIGO</b>	ancheta asupra forței de muncă în gospodării
<b>ANAF</b>	Agenția Națională de Administrare Fiscală
<b>ANOFM</b>	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
<b>APIA</b>	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
<b>BCE</b>	Banca Centrală Europeană
<b>BIM</b>	Biroul Internațional al Muncii
<b>BVB</b>	Bursa de Valori București
<b>CD</b>	certificate de depozit
<b>CNP</b>	Comisia Națională de Prognoză
<b>COICOP</b>	clasificarea consumului individual pe destinații
<b>CRB</b>	Centrala Riscurilor Bancare
<b>DAE</b>	dobânda anuală efectivă
<b>EFSF</b>	<i>European Financial Stability Facility</i>
<b>Eurostat</b>	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
<b>FBCF</b>	formarea brută de capital fix
<b>FED</b>	Sistemul Rezervelor Federale al SUA
<b>FMI</b>	Fondul Monetar Internațional
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
<b>IAPC</b>	indicele armonizat al prețurilor de consum
<b>IFI</b>	instituții financiare internaționale
<b>INS</b>	Institutul Național de Statistică
<b>IPC</b>	indicele prețurilor de consum
<b>IPPI</b>	indicele prețurilor producției industriale
<b>IVU</b>	indicele valorii unitare
<b>MFP</b>	Ministerul Finanțelor Publice
<b>ON</b>	<i>overnight</i>
<b>RMO</b>	rezerve minime obligatorii
<b>ROBID</b>	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
<b>ROBOR</b>	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
<b>UE</b>	Uniunea Europeană
<b>VAB</b>	valoarea adăugată brută
<b>1W</b>	o săptămână
<b>12M</b>	12 luni

# Cuprins

<b>I. SINTEZĂ .....</b>	<b>7</b>
<b>II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI .....</b>	<b>11</b>
<b>III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE .....</b>	<b>14</b>
<b>1. Cererea și oferta .....</b>	<b>14</b>
1.1. Cererea .....	15
1.2. Oferta .....	19
<b>2. Piața muncii .....</b>	<b>20</b>
2.1. Forța de muncă.....	20
2.2. Venituri.....	21
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție.....</b>	<b>22</b>
3.1. Prețurile de import .....	22
3.2. Prețurile de producție.....	23
<b>IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE .....</b>	<b>25</b>
<b>1. Politica monetară .....</b>	<b>25</b>
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare .....</b>	<b>29</b>
2.1. Ratele dobânzilor .....	29
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital .....	31
2.3. Moneda și creditul .....	33
<b>V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI .....</b>	<b>36</b>
<b>1. Scenariul de bază.....</b>	<b>38</b>
1.1. Ipoteze externe .....	38
1.2. Perspectivele inflației .....	38
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	43
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	47
<b>2. Evaluarea de politică monetară .....</b>	<b>49</b>



## I. SINTEZĂ

---

### *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

În luna martie 2011, rata anuală a inflației IPC s-a situat la nivelul de 8,01 la sută, cu 0,05 puncte procentuale peste cel atins în luna decembrie 2010 și cu 1,2 puncte procentuale peste nivelul prognozat în *Raportul asupra inflației* din februarie. Principalul factor care a împiedicat reducerea inflației în trimestrul I 2011, previzionată în scenariul de bază prezentat în raportul din februarie, a fost materializarea unor importante riscuri semnalate în cadrul aceluiași raport. Acestea s-au concretizat în creșteri substanțiale ale prețurilor produselor alimentare și ale combustibililor pe piețele internaționale și în propagarea efectelor acestora asupra prețurilor de consum interne.

Propagarea șocurilor adverse de pe piețele externe s-a alăturat unor creșteri ale prețurilor producției agricole determinate atât de oferta internă insuficientă (pe fondul condițiilor meteorologice nefavorabile din anul 2010), cât și de existența unor disfuncționalități structurale la nivelul pieței agricole autohtone. Acești factori au condus la majorarea substanțială atât a prețurilor alimentare volatile, cât și a prețurilor produselor alimentare prelucrate incluse în indicele CORE2 ajustat<sup>1</sup>.

Creșterea prețului petrolului pe piața externă ca urmare a escaladării conflictelor în Orientul Mijlociu și Africa de Nord, precum și cea a prețurilor altor materii prime nealimentare cotate pe piețele internaționale au indus efecte suplimentare asupra prețurilor bunurilor de consum.

Cumulul de șocuri adverse a condus la un nivel mai ridicat al anticipațiilor privind inflația în cursul trimestrului I, cu impact nefavorabil asupra dezinflației. În plus, ratele anuale ale inflațiilor IPC și CORE2 ajustat au continuat să încorporeze efectul de runda întâi al majorării cotei standard a TVA cu începere de la 1 iulie 2010.

În sensul atenuării influențelor nefavorabile asupra dinamicii ratei inflației din acest trimestru au acționat persistența situației cererii agregate sub nivelul PIB potențial, aprecierea moderată în termeni nominali a leului, atât față de euro cât și, în măsură mai mare, față de dolarul SUA, precum și un efect de bază asupra ratei anuale a inflației pentru produsele din tutun. În plus, în perioada ianuarie-februarie 2011, nu s-au manifestat presiuni inflaționiste din partea salariilor. Creșterea salariilor brute din industrie a fost inferioară celei a productivității muncii, ceea ce a accentuat, în perioada menționată, dinamica anuală negativă a costurilor unitare cu forța de muncă.

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

În data de 3 februarie 2011, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Decizia a fost motivată de necesitatea conservării conduitei prudente a politicii monetare în vederea atenuării riscurilor generate de factori aflați în afara sferei de influență a băncii centrale la adresa perspectivelor revenirii ratei inflației pe o traiectorie convergentă la țintele stabilite pe termen mediu.

---

<sup>1</sup> 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.

O parte a riscurilor identificate în urma prognozei macroeconomice actualizate, a cărei analiză a stat la baza fundamentării deciziei de politică monetară din 3 februarie, s-a materializat ulterior prin propagarea asupra prețurilor de consum interne a creșterilor substanțiale ale prețurilor produselor alimentare și ale combustibililor pe piețele internaționale. În plus, analizele efectuate în cadrul BNR au evidențiat relevanța în continuare și chiar accentuarea unui larg spectru de riscuri. În același timp, evoluțiile legate de activitatea economică relevau perspective de reluare a creșterii economice pentru anul 2011 și de atenuare treptată a presiunilor dezinflaționiste exercitate de deficitul de cerere agregată.

În acest context, în ședința din 31 martie 2011, Consiliul de administrație al BNR a reiterat necesitatea menținerii unei conduite prudente a politicii monetare, care să asigure ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste. Ca urmare, a fost luată decizia menținerii ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an, precum și a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei la nivelul de 15 la sută. În același timp, Consiliul de administrație a hotărât reducerea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută la nivelul de 20 la sută (de la 25 la sută), începând cu data de 24 aprilie, în vederea continuării procesului de aliniere graduală la standardele în domeniu ale Băncii Centrale Europene, inițind concomitent analizele pentru adoptarea unor măsuri prudențiale destinate limitării creșterii creditului în valută acordat debitorilor neprotejați față de riscul valutar.

### ***Perspectivile inflației***

Proiecția actualizată prevede menținerea ratei anuale a inflației la niveluri situate peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale de 3 la sută până în trimestrul I 2012, ca urmare a substanțialelor șocuri adverse de natura ofertei produse pe plan internațional și intern în 2010 și la începutul anului curent.

În trimestrul IV 2010, contracția PIB real în termeni anuali s-a redus substanțial față de trimestrul anterior, inclusiv datorită unei ușoare redresări în termeni trimestriali. Pentru trimestrul I 2011, semnalele provenite din partea unor indicatori sectoriali ai activității economice sugerează posibilitatea consolidării ritmului trimestrial de creștere a PIB real. În aceste condiții, este așteptată o revenire a creșterii economice la valori pozitive în 2011 și accelerarea acesteia în 2012, pe fondul relansării investițiilor și al continuării evoluției ascendente a exporturilor, cu efecte favorabile în timp asupra cererii de consum în sectorul privat. Ritmul moderat al creșterii economice va implica o majorare modestă a deficitului de cont curent al balanței de plăți până la sfârșitul perioadei de referință, anticipată a nu genera presiuni inflaționiste semnificative din partea cursului de schimb al monedei naționale. Pornind de la aceste premise, sunt anticipate presiuni dezinflaționiste persistente, dar în scădere până la orizontul proiecției, în urma diminuării treptate a deficitului de cerere agregată.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 5,1 la sută, cu 1,5 puncte procentuale peste cel prezentat în *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2011 și cu 1,1 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei de 3 la sută. Pentru sfârșitul anului 2012 se prevede un nivel al ratei inflației de 3,6 la sută, mai ridicat cu 0,4 puncte procentuale față de cel proiectat anterior, dar situat în interiorul intervalului de variație.

După o accelerare temporară în trimestrul II 2011, în urma șocurilor de natura ofertei care afectează majoritatea economiilor emergente, dinamicile proiectate ale ratelor anuale ale inflației



IPC și CORE2 se înscriu pe un trend descendent pronunțat până la începutul anului 2012. Disiparea efectelor de runda întâi ale majorării cotei TVA va avea o contribuție importantă la reducerea anticipată a ratei inflației IPC de la 8,7 la sută în trimestrul II 2011 la 5,6 la sută în trimestrul III. Pentru a doua jumătate a perioadei de referință, se prevede revenirea și menținerea ratei inflației IPC în intervalul de variație din jurul țintei centrale, iar a indicelui CORE2 la niveluri situate sub 3 la sută.

Revizuirea substanțială în sus a valorilor proiectate ale ratei anuale a inflației din 2011 este rezultatul, în principal, al creșterilor semnificative ale prețurilor materiilor prime (atât alimentare, cât și nealimentare, inclusiv petrol) pe piețele internaționale. Ca urmare a intensității propagării acestor șocuri, contribuțiile proiectate la dinamica indicelui agregat al prețurilor de consum sunt mai ridicate decât în prognoza anterioară atât în cazul componentelor exogene (prețuri volatile și administrate), cât și în cel al inflației de bază CORE2.

Proiecția inflației de bază CORE2 este influențată nefavorabil nu numai de creșterile prețurilor materiilor prime, ci și de ajustarea în sus, provocată de acestea, a anticipațiilor privind inflația, precum și de previzionarea unui efect suplimentar în trimestrul II al dinamicii prețurilor produselor din tutun. De asemenea, revizuirea la niveluri relativ mai reduse a deficitului de cerere pentru prima jumătate a intervalului de proiecție implică presiuni dezinflaționiste atenuate comparativ cu proiecția anterioară. Dinamica proiectată a prețurilor de import prevede o contribuție mai scăzută a acestora la inflația CORE2 în 2011, datorată unui curs de schimb mai apreciat al leului față de euro și dolarul SUA în prima parte a anului, și ușor mai ridicată în 2012.

Pentru consolidarea perspectivelor de reluare pe termen mediu a dezinflației, rata dobânzii de politică monetară va fi poziționată pe o traiectorie compatibilă cu menținerea unui ansamblu al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat prevenirii manifestării efectelor de runda a doua ale acestor șocuri. În plus, asigurarea echilibrului intern și extern ale economiei naționale este strict condiționată de cooperarea cu politica monetară a celorlalte componente ale setului de politici macroeconomice, prin aplicarea consecventă a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

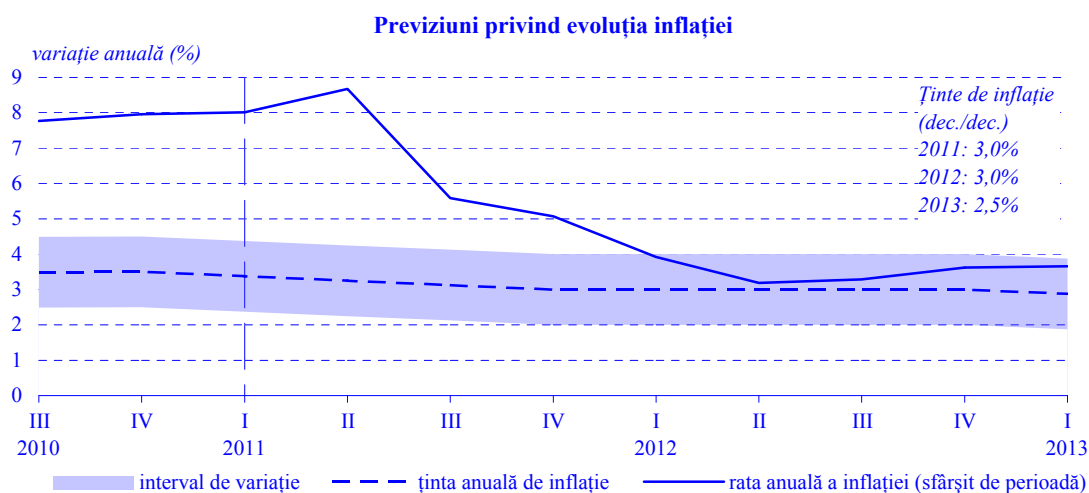
Similar rundelor anterioare de proiecție, incertitudinea asociată celei curente este ridicată. Deși o parte a riscurilor semnalate în raportul precedent asupra inflației s-a materializat deja, relevanța surselor generatoare de riscuri suplimentare este în continuare accentuată. În aceste condiții, balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază apare a se menține sensibil înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile.

Dezechilibrul balanței riscurilor se datorează atât factorilor potențiali de proveniență internă, cât și celor externi. Un important factor intern de risc îl reprezintă posibilele ajustări în structura și dinamica prețurilor administrate. În lipsa unui calendar și a unor coordonate cantitative public asumate de autoritățile competente, scenariul de bază al proiecției include ipoteze conservatoare cu privire la dinamica prețurilor administrate. Cu toate acestea, întârzierile repetate ale unor ajustări, coroborate cu angajamentele implicate de apartenența României la Uniunea Europeană și de acordurile încheiate cu aceasta, cu FMI și cu Banca Mondială măresc probabilitatea adoptării în perioada de referință a unor măsuri cu impact substanțial asupra dinamicii acestor categorii de prețuri.

În perspectiva anului electoral 2012, conduita politicii fiscale și programul reformelor structurale reprezintă factori majori de risc. Abateri semnificative de la coordonatele stabilite în cadrul

acordurilor încheiate cu UE, FMI și Banca Mondială, sub presiuni de natură politică sau socială, ar deteriora echilibrul intern și cel extern ale economiei naționale, implicând efecte adverse asupra inflației și creșterii economice.

Dintre sursele externe generatoare de riscuri la adresa inflației, se detașează cele de menținere a tensiunilor pe piețele internaționale ale materiilor prime, vulnerabilitatea procesului de consolidare fiscală și a sustenabilității datoriilor externe ale unor state din zona euro, dezechilibrele pe care le-ar putea genera creșterea intrărilor de capital volatil în perioada de referință – de natură să exercite și constrângeri asupra dozajului în utilizarea instrumentelor de politică monetară – precum și potențialele fluctuații majore ale parității dintre moneda unică europeană și dolarul SUA.



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

Sursa: INS, proiecție BNR

### Decizia de politică monetară

Având în vedere necesitatea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste, în condițiile relativei deteriorări a perspectivei inflației sub impactul preponderent al șocurilor adverse ale ofertei, precum și riscurile suplimentare la adresa reluării sustenabile a dezinflației induse de potențiala creștere a intrărilor de capital volatil, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 mai 2011 menținerea ratei dobânzii de politică monetară 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 păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. Aceste decizii, coroborate cu implementarea consecventă a angajamentelor asumate de autoritățile din România în cadrul noilor acorduri de finanțare convenite cu instituțiile internaționale, sunt de natură să asigure conservarea perspectivelor de reluare sustenabilă a procesului de dezinflație și redresare pe baze sănătoase a economiei în cadrul procesului de convergență nominală și reală.

## II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

La sfârșitul trimestrului I 2011, rata anuală a inflației IPC s-a situat la 8,01 la sută, depășind marginal nivelul înregistrat la finele trimestrului anterior. După o relativă îngustare în primele două luni ale anului, deviația ratei inflației de la limita superioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual corespunzător țintei anuale de 3 la sută a revenit la valori comparabile cu cele consemnate în perioada precedentă. În afara efectului statistic determinat de creșterea taxei pe valoarea adăugată în luna iulie 2010, ecartul s-a datorat și majorărilor substanțiale ale prețurilor mărfurilor alimentare, a căror variație medie lunară (1,36 la sută) a fost superioară valorilor aferente trimestrului I din ultimii opt ani. Majorările s-au produs ca rezultat al lărgirii dezechilibrului dintre cerere și ofertă pe piețele agroalimentare locale și internaționale, sub impactul unui cumul de factori de natură conjuncturală și structurală. Acești factori au acționat în special asupra dinamicii prețurilor alimentare volatile, dar și asupra ratei anuale a inflației măsurate pe baza indicelui CORE2 ajustat<sup>2</sup>, a cărei tendință ascendentă s-a accentuat în intervalul analizat.

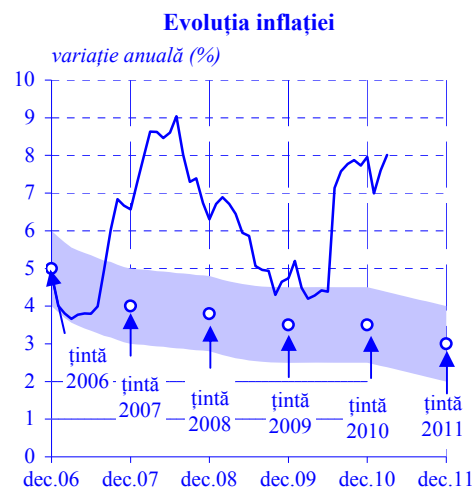
Prețurile alimentare volatile<sup>3</sup> se remarcă între principalele componente ale IPC prin cea mai ridicată rată anuală de creștere – 28,2 la sută în luna martie, nivel maxim pentru această grupă înregistrat în ultimii șapte ani. Principalul factor explicativ rezidă în contracția ofertei interne și regionale, cauzată de condițiile meteorologice nefavorabile din vara anului 2010, care au amplificat efectele disfuncționalităților structurale ale pieței agricole (restrângerea suprafețelor cultivate, dezafectarea unui număr însemnat de spații de depozitare, amânarea plății subvențiilor de la bugetul de stat etc.). Un alt posibil determinant constă în reorientarea consumatorilor către bunuri inferioare, pe fondul reducerii venitului disponibil (de exemplu, prețul cartofilor a crescut cu circa 80 la sută în termeni anuali). Presiuni inflaționiste peste medie au continuat să fie vizibile și în cazul combustibililor – cealaltă componentă a grupei prețurilor volatile – date fiind: (i) modificarea în două etape a nivelului accizelor aferente carburanților<sup>4</sup> și (ii) creșterea prețului petrolului pe plan internațional<sup>5</sup>, doar parțial compensată de aprecierea leului față de

<sup>2</sup> Calculat de INS.

<sup>3</sup> Agregările speciale calculate de BNR (componentele CORE2 ajustat, indicele prețurilor administrate, indicii prețurilor volatile și prețurilor volatile alimentare) au fost recalulate pe baza unei metodologii de agregare compatibile cu cea utilizată de INS.

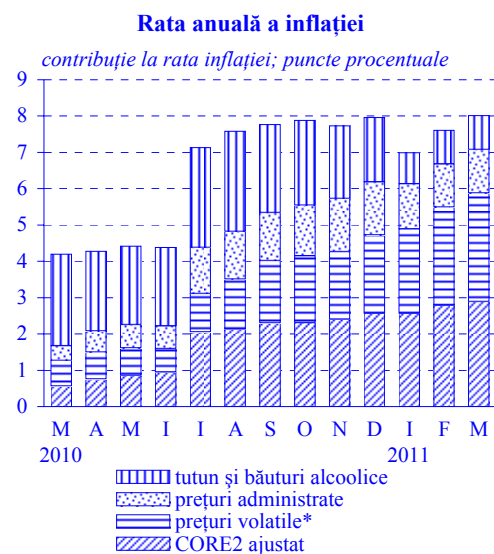
<sup>4</sup> Creșterea accizei cu circa 3,3 la sută în ianuarie 2011, respectiv eliminarea reducerii de acciză pentru produsele energetice cu conținut de biomasă de cel puțin 4 la sută, în vigoare începând cu 1 martie 2011.

<sup>5</sup> Prețul țițeiului WTI a ajuns la 102,9 dolari SUA pe baril în luna martie 2011 de la 89,1 dolari SUA pe baril în luna decembrie 2010, în principal ca urmare a escaladării conflictelor din Orientul Mijlociu în a doua parte a intervalului analizat.



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

Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

dolarul SUA (+9,1 la sută martie 2011/decembrie 2010). În aceste condiții, la finele trimestrului I, prețurile volatile au înregistrat un ritm anual de creștere de 20,6 la sută, iar contribuția acestora la rata inflației s-a ridicat la 3 puncte procentuale.

Dinamica anuală a prețurilor administrate s-a încetinit cu aproape 1,6 puncte procentuale (martie 2011 față de decembrie 2010), ajungând la 7,2 la sută, în contextul în care, în perioada de analiză, ajustări notabile s-au produs numai la nivelul tarifelor energiei termice și serviciilor comunale, iar prețurile energiei electrice și gazelor naturale au fost menținute constante.

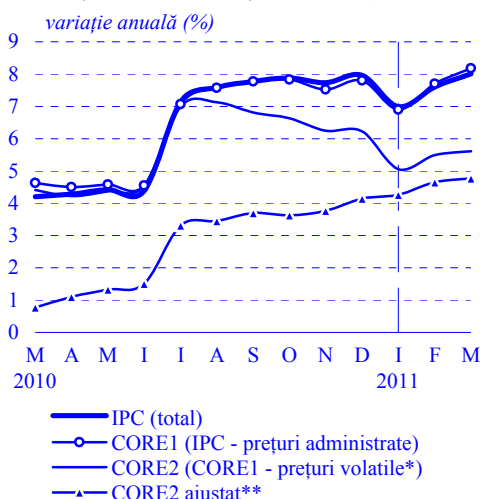
O temperare a ritmului anual de creștere s-a observat și în cazul prețurilor produselor din tutun, amplitudinea acesteia fiind substanțială (-13,4 puncte procentuale). Explicația constă însă nu în evoluțiile curente, ci în efectul statistic favorabil determinat de eliminarea lunii ianuarie 2010<sup>6</sup> din perioada de calcul. De altfel, în intervalul analizat, aceste produse s-au scumpit cu 2,4 la sută față de finele trimestrului anterior, producătorii invocând presiuni din partea costurilor de producție și diminuarea încasărilor din vânzări.

Analiza inflației din perspectiva sferei de influență a politicii monetare se axează în continuare pe măsura CORE2 ajustat, care elimină și variația prețurilor produselor accizabile. Această măsură s-a menținut la niveluri sensibil inferioare celor atinse de inflația IPC (aproximativ 5 la sută în termeni anuali în luna martie 2011), însă a continuat să se accelereze, în contextul tensionării suplimentare a piețelor agroalimentare.

Evoluțiile recente ale prețurilor materiilor prime pe plan internațional au generat efecte semnificative asupra componentei mărfurilor alimentare incluse în măsura CORE2 ajustat, aceasta având cea mai însemnată contribuție la rata anuală a inflației de bază (pentru detalii, a se vedea Caseta de la *Capitolul V. Perspectivele inflației*). Majorarea puternică a prețurilor externe are la bază cauze multiple, de natură: (i) structurală, cum ar fi expansiunea cererii din partea economiilor emergente, pe fondul creșterii veniturilor, modificărilor în regimul alimentar și al tendințelor demografice (creșterea populației și a gradului de urbanizare), sau redirectionarea unei părți importante din producția agricolă pentru producerea de biocombustibili; (ii) ciclică, prin intrarea economiilor dezvoltate în faza ascendentă a ciclului de afaceri; (iii) conjuncturală, cu impact preponderent pe termen scurt, precum condițiile meteorologice nefavorabile sau aplicarea unor politici comerciale protecționiste. Transmiterea influenței acestui cumul de factori în prețurile interne, favorizată de extinderea practicilor de arbitraj al diferențelor de preț între piața internă și cea externă, a fost însoțită și de limitarea ofertei interne, pe fondul unor disfuncționalități

<sup>6</sup> Majorarea accizelor din ianuarie 2010 a condus la cea mai ridicată creștere lunară a prețurilor produselor din tutun din ultimii 11 ani.

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

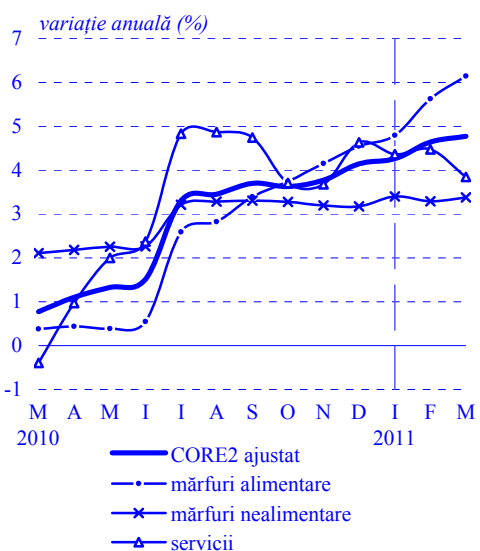


\*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

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

Sursa: INS, calcule BNR

### Componentele CORE2 ajustat



Sursa: INS, calcule BNR

structurale ale pieței agricole autohtone (grad ridicat de fragmentare a proprietăților cultivabile, reducerea suprafețelor irigate, uzura fizică și morală a utilajelor folosite, disfuncționalități în sistemul de intermediere între producție și desfacere etc.). Astfel, ritmul anual de creștere a prețurilor s-a intensificat pentru toate subgrupele de mărfuri alimentare din componența indicelui CORE2 ajustat, excepție făcând produsele din carne, mai puțin sensitive la evoluțiile externe.

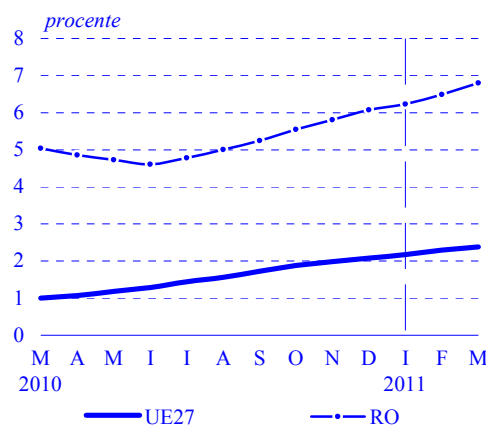
În schimb, prețurile mărfurilor nealimentare incluse în măsura CORE2 ajustat au continuat să înregistreze cea mai redusă variație anuală între componentele IPC, chiar dacă în ușoară accelerare față de nivelul din decembrie 2010 (+0,2 puncte procentuale în martie 2011). La această evoluție au contribuit măsurile de ajustare a personalului implementate anterior – reflectate în reducerea costurilor unitare cu forța de muncă –, evoluția favorabilă a cursului de schimb al leului față de euro<sup>7</sup>, variația moderată a prețurilor externe ale bunurilor de consum<sup>8</sup>, precum și suportul modest oferit producătorilor de cererea internă<sup>9</sup>. Aceste influențe au limitat impactul majorării prețurilor materiilor prime nealimentare (bumbac, lână, lemn, metale, cauciuc) pe plan internațional.

Grupa serviciilor libere a înregistrat deflație în termeni lunari pe tot parcursul intervalului analizat și dezinflație în termeni anuali. Determinante în acest sens au fost trenarea cererii și aprecierea monedei naționale (reflectată în special la nivelul tarifelor de telefonie și al chiriilor).

Anticipațiile inflaționiste formulate de operatorii din industria prelucrătoare, comerț și servicii, precum și de consumatori<sup>10</sup> relevă o înrăutățire a percepțiilor privind evoluția viitoare a prețurilor (în special a celor decelate pe baza răspunsurilor din luna martie). Posibile cauze ale acestei tendințe rezidă în intensificarea riscurilor inflaționiste pe plan global, dar și în valorile recente ale inflației, preluate prin componenta inerțială a anticipărilor.

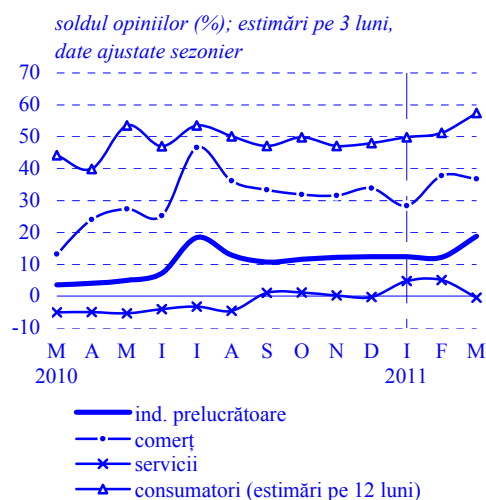
În luna martie 2011, rata anuală efectivă a inflației a depășit cu 1,2 puncte procentuale proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna februarie. Deviația a fost determinată de evoluția mai alertă decât cea anticipată a unor componente exogene, în special a prețurilor alimentare volatile, dar și a prețurilor combustibililor, în timp ce în cazul ratei inflației CORE2 ajustat eroarea de prognoză a fost nesemnificativă.

Rata medie anuală a IAPC



Sursa: Eurostat

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN

<sup>7</sup> Apreciere de 3,1 la sută în luna martie 2011 față de decembrie 2010.

<sup>8</sup> Aproximate prin prețurile producției industriale ale UE-15 pentru piața externă.

<sup>9</sup> Volumul încasărilor din comerțul cu amănuntul pe segmentul bunurilor nealimentare exclusiv autovehicule și motociclete a continuat să scadă în termeni anuali, în pofida unei ușoare revigorări în intervalul ianuarie-februarie 2011 comparativ cu trimestrul anterior (date ajustate sezonier).

<sup>10</sup> Conform sondajului realizat de INS/CE-DG ECFIN.

### III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

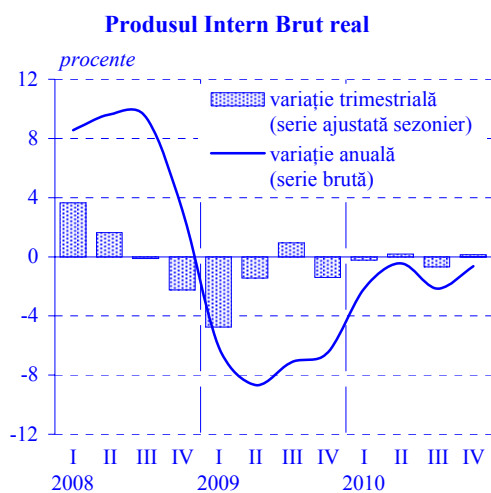
#### 1. Cererea și oferta

Ultimul trimestru al anului 2010 a marcat frânarea ratei anuale de scădere a PIB real până la -0,6 la sută, de la -2,2 la sută în intervalul anterior<sup>11</sup>. Acest rezultat s-a datorat ușoarei redresări din trimestrul curent (+0,1 la sută față de trimestrul anterior), dar și efectului de bază asociat contracției economice pronunțate din trimestrul IV 2009 (-1,4 la sută)<sup>12</sup>.

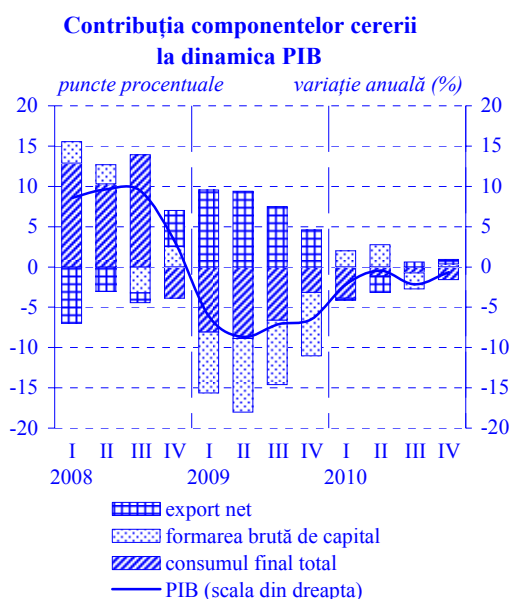
Decalajul dintre evoluția efectivă și proiecția benchmark realizată în luna decembrie 2010 a fost nesemnificativ (0,1 puncte procentuale) atât la nivelul dinamicii anuale, cât și al celei trimestriale.

Încetinirea declinului anual al PIB real a fost antrenată, deopotrivă, de absorbția internă și de cererea externă. Pe partea ofertei, temperarea ratei anuale de scădere a PIB real a fost determinată de industrie, agricultură și construcții.

În ceea ce privește evoluția seriei trimestriale a PIB real, singura componentă cu conținut economic care a susținut fragila revigorare a activității economice în trimestrul IV (de la -0,7 la sută la +0,1 la sută) a fost formarea brută de capital fix (+0,5 la sută), în timp ce consumul final și-a intensificat scăderea (-1 la sută), iar cererea externă netă a marcat o atenuare a aportului pozitiv la dinamica PIB în comparație cu trimestrul III (de la 2,4 puncte procentuale la 1 punct procentual). Similar celorlalte trimestre ale anului 2010, segmentele cu cele mai importante fluctuații au fost cele cu conținut economic scăzut – variația stocurilor și discrepanța statistică. În trimestrul IV însă, acestea au înregistrat mișcări în sensuri opuse, care au generat cvasiechilibrarea contribuțiilor aferente la dinamica PIB real (-7,3 și respectiv +7,4 puncte procentuale). Pe partea ofertei, influența pozitivă cea mai importantă a fost exercitată de valoarea adăugată brută din agricultură, ca urmare a intensificării de ritm – de la +0,1 la +6 la sută. Contribuții favorabile au revenit, de asemenea, industriei, dar și construcțiilor. Serviciile au continuat să-și reducă volumul, însă cu o intensitate mai redusă comparativ cu trimestrul III (-0,2 la sută).



Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>11</sup> În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate.

<sup>12</sup> Modificările față de trimestrul anterior înregistrate de indicatorii prezentați sunt calculate pe baza seriilor de date ajustate sezonier.

## 1.1. Cererea

Din perspectiva absorbției interne, încetinirea ritmului anual de scădere în trimestrul IV 2010 (până la -1,2 la sută) s-a datorat investițiilor (-4,7 la sută, față de -15,5 la sută în trimestrul precedent), în timp ce consumul final și-a accentuat panta descrescătoare (-2 la sută, față de -1 la sută).

În ceea ce privește cererea externă, ecartul pozitiv de ritm dintre exporturile și importurile de bunuri și servicii s-a majorat (până la 4,8 puncte procentuale), generând o nouă contribuție favorabilă a exportului net la dinamica PIB, de amplitudine similară celei din trimestrul anterior (0,6 puncte procentuale).

### 1.1.1. Cererea de consum

Intensificarea ritmului anual de scădere a consumului final a fost determinată de ambele segmente – privat și guvernamental.

#### Cererea de consum a populației

În trimestrul IV 2010, consumul final privat și-a accentuat cu încă 0,6 puncte procentuale dinamica anuală negativă (până la -1,7 la sută).

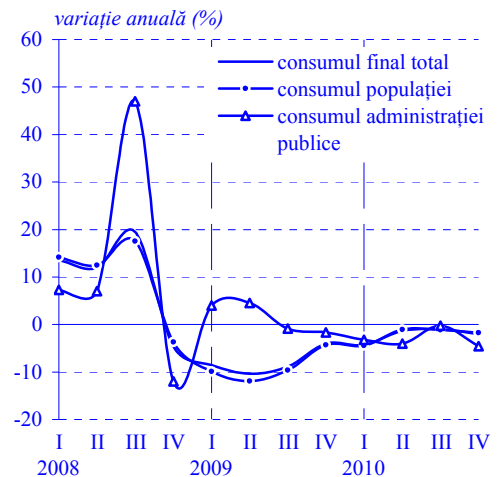
- (i) Principala contribuție a venit achizițiilor de mărfuri din rețeaua comercială, în scădere cu 5,6 la sută. Calculele pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul reflectă contracția în cazul cererii de produse de uz curent (cu circa 5 la sută), dar și în cel al anumitor bunuri de folosință îndelungată (produse electronice și electrocasnice, IT&C, mobilier).
- (ii) Consumul final al populației a fost afectat și de scăderea cheltuielilor pentru consum individual efectuate de administrațiile publice și private (până la -5,3 la sută), traiectorie care poate fi asociată reducerilor de personal operate într-o serie de domenii relevante (învățământ, sănătate, activități culturale, servicii administrative etc.).

Influența negativă exercitată de componentele anterior menționate a fost parțial compensată de revigorarea cererii de autovehicule<sup>13</sup> (în contextul finalizării programului de înnoire a parcului auto pentru anul 2010 și al perspectivei introducerii taxei de poluare începând cu 1 ianuarie 2011), dar și de accelerarea ritmului de creștere a volumului serviciilor prestate, datele statistice disponibile relevând contribuția favorabilă a serviciilor de piață (turism, hoteluri și restaurante).

Din perspectiva influenței asupra prețurilor de consum, evoluțiile curente ale volumului cifrei de afaceri din comerț în cazul

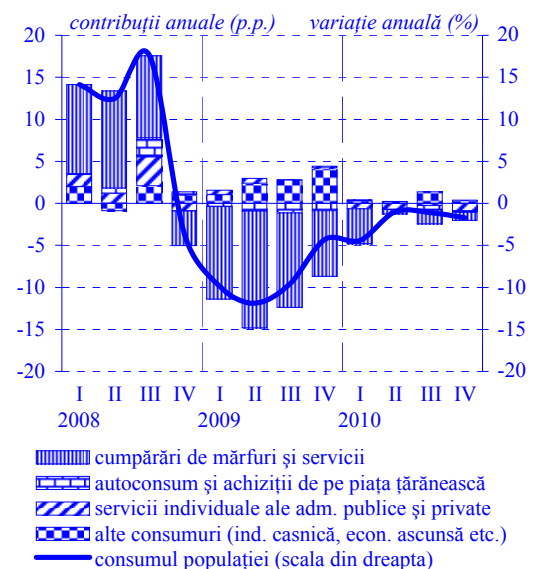
<sup>13</sup> Potrivit metodologiei conturilor naționale, achizițiile auto efectuate de populație intră în componența consumului final.

#### Consumul final efectiv



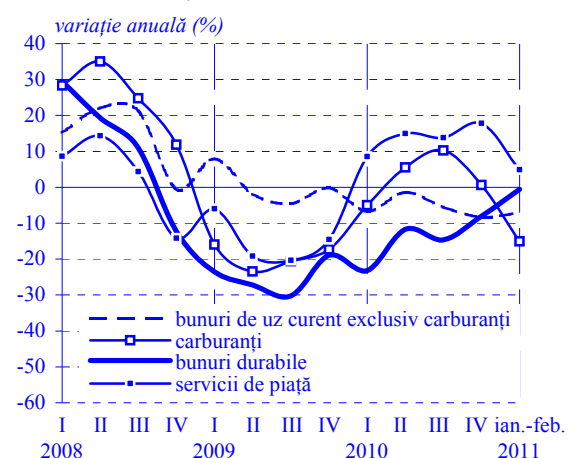
Sursa: INS

#### Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

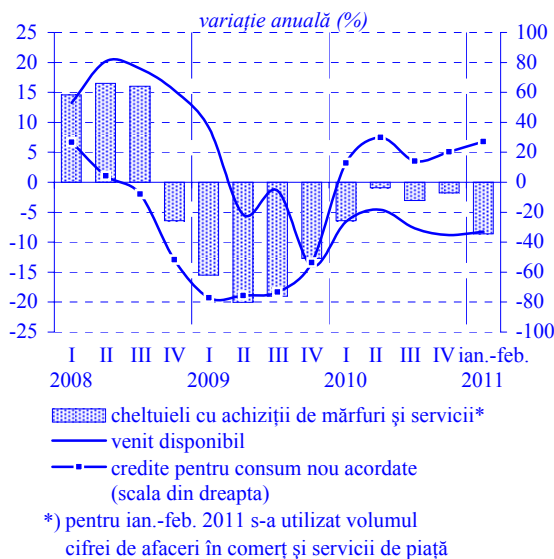
#### Achiziții de mărfuri și servicii\*



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

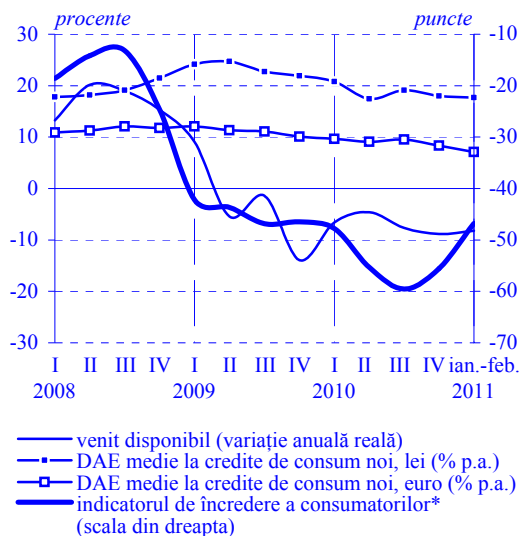
Sursa: INS, calcule BNR

**Consumul populației și principalele surse de finanțare**



Sursa: INS, MFP, calcule BNR

**Principali factori de influență a cererii de consum**



\*) date ajustate sezonier; ultima observație: trim. I 2011.

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

produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum sugerează o relativă diminuare a presiunii din partea cererii în trimestrul IV. Indicii în acest sens sunt oferite de grupa bunurilor de uz curent, care și-a accentuat panta descendentă (contractia trimestrială din perioada analizată a depășit 6 la sută), evoluția fiind susținută de majoritatea produselor de acest tip (inclusiv bunuri alimentare și carburanți).

Persistența dinamicii negative a cererii de consum s-a datorat, în principal, accentuării declinului anual al venitului disponibil al populației în trimestrul IV, scăderi în termeni reali înregistrând toate segmentele majore – venit din salarii, transferuri sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferuri din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.

Evoluția negativă a resurselor financiare proprii ale populației a fost doar parțial compensată de avansul cu circa 20 la sută înregistrat de volumul creditelor de consum nou acordate, pe fondul relaxării costurilor asociate, dar și al condițiilor atractive oferite de băncile comerciale în ultima parte a anului pentru stimularea achizițiilor comerciale pe baza cardurilor de credit.

Analiza achizițiilor de bunuri de consum din perspectiva piețelor de proveniență relevă, pe de o parte, avansul mai lent al importurilor<sup>14</sup> la majoritatea categoriilor; pe de altă parte, preferința pentru produsele de uz curent de fabricație internă a continuat să se restrângă în trimestrul IV 2010 (-9,8 la sută), în timp ce pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată (cu excepția autovehiculelor) se remarcă o ușoară redresare (+1,2 la sută, față de -8,6 la sută în intervalul precedent)<sup>15</sup>. Piața auto a consemnat accelerări ale ritmului anual de creștere atât în cazul produselor autohtone, cât și în cel al importurilor.

**Cererea de consum guvernamental**

În trimestrul IV 2010, consumul final guvernamental s-a restrâns cu 4,5 la sută în termeni anuali, în corelație cu intensificarea ajustărilor de personal în sectorul bugetar.

<sup>14</sup> Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din bilanța de plăți, deflate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat și clasificarea pe Marile Categori Economiche.

<sup>15</sup> Concluziile privind oferta autohtonă sunt sugerate de evoluția volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale destinate pieței interne.



## Evoluții bugetare

Bugetul general consolidat a înregistrat la finalul anului 2010 un sold negativ de 33 305 milioane lei<sup>16</sup> (echivalentul a 6,5 la sută din PIB<sup>17</sup>), situat marginal sub plafonul nominal convenit în cadrul acordului încheiat cu UE, FMI și Banca Mondială. Deficitul bugetar a fost totodată inferior celui înregistrat în anul precedent (36 435 milioane lei<sup>18</sup>, echivalentul a 7,3 la sută din PIB), în condițiile în care veniturile bugetare totale au înregistrat de această dată un ritm pozitiv de creștere (1,1 la sută<sup>19</sup>), iar cheltuielile bugetare au continuat să se comprime (-1,7 la sută).

În ultimul trimestru din 2010, execuția bugetului general consolidat s-a finalizat cu un deficit de 9 981 milioane lei (echivalentul a 1,9 la sută din PIB), mai mic decât cel înregistrat în aceeași perioadă din anul anterior (11 070 milioane lei, echivalentul a 2,2 la sută din PIB). Comprimarea deficitului a fost însă exclusiv rezultatul ameliorării dinamicii veniturilor (un ritm de creștere de 9 la sută, comparativ cu 3,1 la sută în trimestrul anterior), în condițiile în care variația anuală a cheltuielilor bugetare a revenit în acest interval în teritoriul pozitiv (3,6 la sută, față de -9,8 la sută în perioada iulie-septembrie 2010).

Performanța consemnată la nivelul veniturilor bugetare s-a datorat în principal creșterii încasărilor din TVA (24,3 la sută) și a sumelor primite de la UE (care s-au triplat față de aceeași perioadă din anul anterior); un impact favorabil au avut și majorarea încasărilor din accize (un ritm de creștere de 13,3 la sută, superior celui de 9,2 la sută din trimestrul precedent), precum și prelungirea creșterii veniturilor nefiscale (7,2 la sută).

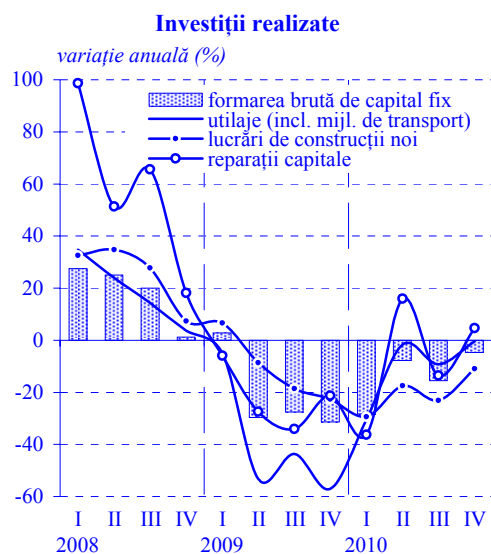
La rândul ei, reaccelerarea creșterii cheltuielilor bugetare a fost indusă de evoluția ascendentă a componenteii primare (3,4 la sută), susținută în principal de continuarea majorării cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile (165 la sută), de mărirea cheltuielilor de capital (14,8 la sută), dar și de reamplificarea cheltuielilor cu bunurile și serviciile (7,2 la sută). Impactul cumulat al acestor creșteri l-a devansat pe cel exercitat de comprimarea mai accentuată, comparativ cu trimestrul anterior, a dinamicii anuale a cheltuielilor de personal (-21,9 la sută), a celor cu subvențiile (-31,4 la sută), precum și a celor cu asistența socială (-6 la sută).

<sup>16</sup> Conform datelor cu privire la execuțiile bugetare lunare publicate de MFP.

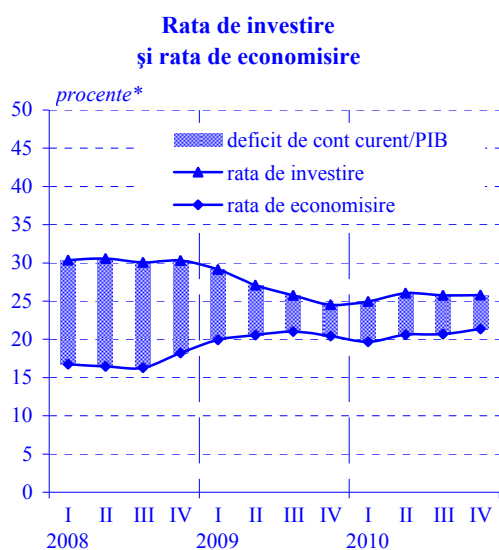
<sup>17</sup> Pentru calcul s-a utilizat cel mai recent nivel al PIB comunicat de INS.

<sup>18</sup> Datele aferente execuției bugetare din 2009 au fost recalculat de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2010.

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



Sursa: INS, calcule BNR



\*) media ultimelor 4 trimestre

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

Sursa: INS, calcule BNR

Construcția bugetară pentru anul 2011<sup>20</sup> prevede reducerea deficitului bugetului general consolidat până la un nivel de 4,4 la sută din PIB<sup>21</sup>. În condițiile în care ponderea în PIB a veniturilor bugetare este prevăzută să rămână cvasiconstantă (32,9 la sută din PIB), ajustarea deficitului se va realiza prin diminuarea cheltuielilor primare cu echivalentul a 2,3 puncte procentuale din PIB (până la 35,6 la sută din PIB); în acest sens, principalele categorii vizate sunt cheltuielile de personal, de asistență socială și cele cu bunurile și serviciile.

### 1.1.2. Cererea de investiții

Frânarea substanțială a declinului formării brute de capital fix a fost imprimată, pe de o parte, de revigorarea din perioada curentă (+0,5 la sută, variație trimestrială), după patru trimestre consecutive de scădere, iar pe de altă parte, de efectul de bază asociat restrângerii de volum din trimestrul IV 2009 (-2,4 la sută).

Evoluția în termeni anuali a cererii de investiții a fost atribuită tuturor componentelor principale – volumul achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții) a fost inferior cu doar 0,4 la sută nivelului din ultimul trimestru al anului 2009 (față de o contracție anuală de peste 9 la sută în intervalul iulie-septembrie 2010), activitatea de construcții pentru obiective noi și-a înjumătățit ritmul de scădere (până la -11 la sută), în timp ce lucrările de reparații capitale și-au inversat traiectoria (+4,6 la sută în trimestrul IV 2010).

La atenuarea dinamicii anuale negative a formării brute de capital fix au contribuit în esență sectorul corporatist și cel bugetar.

- (i) În primul caz, evoluția este sugerată atât de ușoara redresare a resurselor proprii ale companiilor (dată fiind creșterea cu 0,5 la sută a valorii adăugate brute aferente sectoarelor nebugetare, după scăderea cu 2,8 la sută înregistrată în trimestrul anterior), cât și de indiciile unei estompări a reticenței manifestate în ultimul timp pe segmentul creditării – volumul creditelor noi acordate agenților economici și-a încetinit ritmul anual de scădere, iar valoarea în euro a contractelor de leasing (sistem de finanțare dominat, în proporție de peste 90 la sută, de sectorul corporatist) a consemnat, pentru prima oară în 2010, o dinamică anuală pozitivă.
- (ii) Volumul acumulărilor de capital cu finanțare de la buget și-a frânat de circa 10 ori declinul comparativ cu trimestrul III 2010 (până la -2,7 la sută, variație anuală), datele privind execuția bugetară relevând aportul favorabil al intensificării lucrărilor de construcții la infrastructura rutieră.

<sup>20</sup> Aprobată prin Legile nr. 286 și 287 din 28/12/2010 ale bugetului de stat și respectiv asigurărilor sociale de stat pe anul 2011.

<sup>21</sup> Nivelul PIB nominal luat în considerare pentru 2011 este de 544 425,5 milioane lei, conform execuției bugetare publicate de MFP în februarie.

În ceea ce privește segmentul populației, semnale ale ameliorării cererii de investiții nu au apărut nici în ultimele trei luni ale anului, în condițiile în care venitul disponibil și-a accentuat panta descrescătoare, iar creditele noi pentru locuințe și-au inversat tendința, consemnând prima restrângere de volum din 2010 (variație anuală).

Din perspectiva piețelor de proveniență a bunurilor de capital, trimestrul IV marchează o posibilă accentuare a preferinței investitorilor pentru produsele de fabricație internă – datele statistice disponibile indică inversări de semn ale ritmului anual de creștere pe ambele canale, dar în sensuri opuse: ascendent în cazul ofertei autohtone (de la -6,4 la sută în trimestrul III 2010 la +4 la sută în intervalul analizat)<sup>15</sup>, respectiv descendent în cazul importurilor (de la +2,5 la sută la -3,5 la sută)<sup>14</sup>.

### 1.1.3. Cererea externă netă

Similar celorlalte trimestre din anul 2010, avansul înregistrat de economiile principalilor parteneri externi<sup>22</sup> s-a reflectat în creșterea volumului exporturilor de bunuri și servicii, datele de conturi naționale pentru trimestrul IV indicând chiar o accelerare de ritm (cu 5,7 puncte procentuale, până la 17,1 la sută). O evoluție asemănătoare s-a observat și în cazul importurilor (până la 12,2 la sută), însă dinamizarea a avut o amplitudine inferioară celei consemnate de exporturi, posibil pe fondul unei ușoare redresări a ofertei interne atât pe segmentul bunurilor intermediare, cât și la unele categorii de produse finite – bunuri de capital și produse de folosință îndelungată.

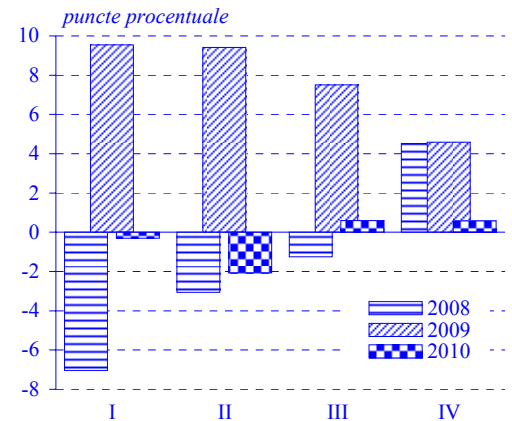
Potrivit evoluției volumului fizic al schimburilor comerciale<sup>14</sup>, principalii contributivi la intensificarea exporturilor au fost grupele „mașini și echipamente” (cu un aport de aproape 7 puncte procentuale), dar și „metale comune” și „produse vegetale”, în ultimele două cazuri accentuarea orientării producătorilor autohtoni către piața externă fiind stimulată și de menținerea atractivității prețurilor la nivel internațional (valoarea medie unitară a exporturilor s-a majorat în termeni anuali cu circa 18 la sută și respectiv 37 la sută).

### 1.2. Oferta

Atenuarea ritmului de scădere a PIB real în trimestrul IV 2010 s-a datorat activităților din sectoarele primar și secundar.

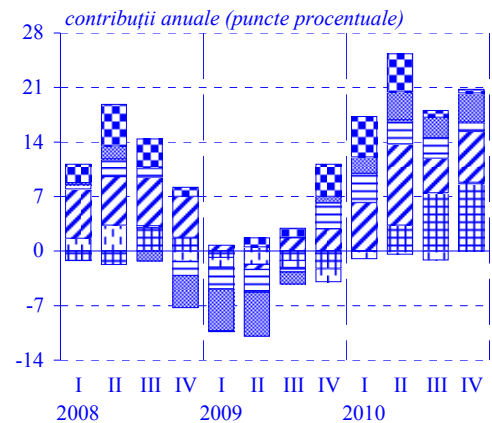
Industria a reprezentat din nou segmentul cu cea mai bună performanță în privința evoluției VAB, creșterea anuală cu 5,8 la sută încorporând trei intervale consecutive de variații trimestriale

**Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB**

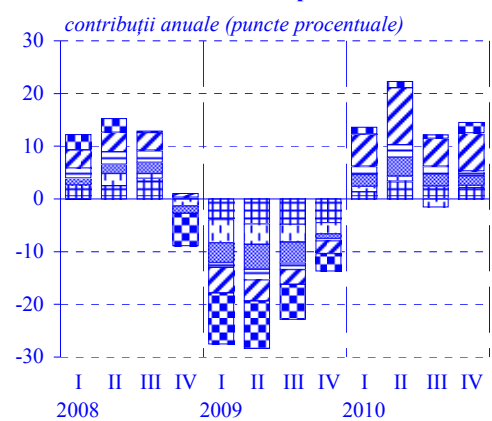


Sursa: INS, calcule BNR

**Volumul fizic al exporturilor**



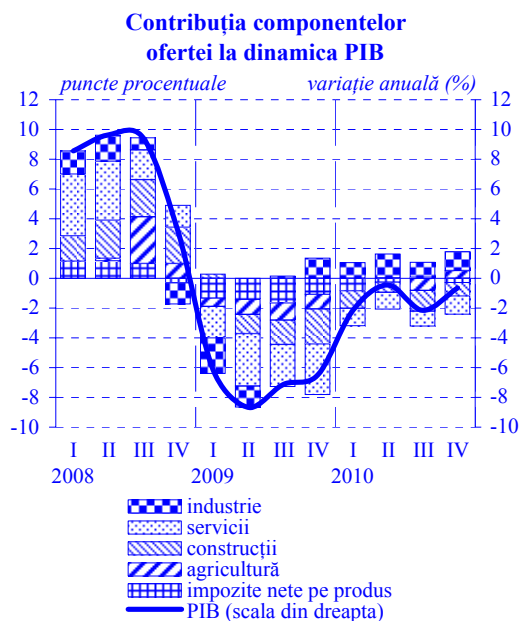
**Volumul fizic al importurilor**



- ▣ mijloace de transport
- ▤ dispozitive mecanice; mașini, aparate și echipamente electrice
- ▥ produse ale industriei chimice
- ▦ metale comune
- ▧ combustibili
- ▨ alte exporturi/importuri

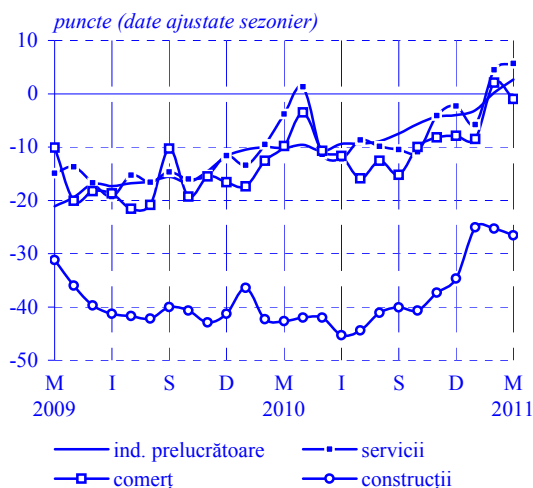
Sursa: INS, calcule BNR

<sup>22</sup> La nivelul UE-25, PIB real s-a majorat cu 2 la sută în termeni anuali, evoluție însoțită de o nouă creștere a volumului importurilor de bunuri și servicii.



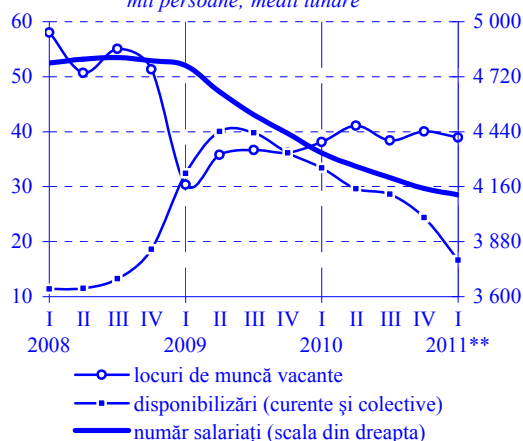
Sursa: INS, calcule BNR

**Sectorul corporatist: indicatorii de încredere  
pentru următoarele 3 luni**



Sursa: CE-DG ECFIN

**Măsuri ale cererii de forță de muncă\***  
mii persoane; medii lunare



\*) date ajustate sezonier    \*\*) ian.-feb.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

pozitive. Cele mai pronunțate câștiguri în privința dinamicii anuale a producției au fost înregistrate de industria mijloacelor de transport rutier, cea de echipamente electrice și de industria ușoară.

Un alt sector economic cu o influență favorabilă asupra dinamicii PIB real a fost agricultura. Puternica inversare de semn consemnată de VAB (de la -7,6 la sută la +7,4 la sută) s-a datorat însă, în bună măsură, amânării pentru ultimul trimestru a recoltării la anumite culturi, ca urmare a condițiilor climatice nefavorabile. De altfel, la nivelul semestrului II, VAB din agricultură s-a redus cu 1 la sută în termeni anuali.

În construcții, VAB și-a temperat vizibil ritmul anual de scădere (până la -7 la sută, față de -14,8 la sută). Evoluția este atribuită unui efect de bază, dar și redresării din perioada curentă (+0,6 la sută; variație trimestrială), susținută, în principal, de lucrările la obiective nerezidențiale și ingineresti.

Comparativ cu trimestrul III, VAB din servicii și-a intensificat cu 0,4 puncte procentuale ritmul anual de scădere (până la -2,5 la sută), traiectoria fiind imprimată mai ales de serviciile publice (-4,8 la sută în trimestrul IV, față de -0,3 la sută), dar și de avansul mai lent consemnat de activitățile financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi.

## 2. Piața muncii

Primele două luni ale anului 2011 s-au caracterizat printr-o stabilizare a cererii de forță de muncă, indiciile de redinamizare a angajărilor întârziind să apară într-o perioadă în care presiunile din partea costurilor cu materiile prime impun mai multă prudență în gestionarea celorlalte categorii de cheltuieli ale companiilor. În industrie, costurile unitare cu forța de muncă și-au accentuat dinamica anuală negativă, datorită câștigurilor de productivitate, consolidându-și astfel potențialul dezinflaționist. Pe ansamblul economiei, salariul net nominal a rămas practic nemodificat în termeni anuali.

### 2.1. Forța de muncă<sup>23</sup>

Tendința de ameliorare a cererii de forță de muncă observată în perioada noiembrie-decembrie 2010 s-a inversat în primele două luni ale anului 2011, numărul locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM reducându-se cu 2,7 la sută față de media trimestrului IV 2010. O posibilă explicație a conduitei prudente a companiilor din punct de vedere al angajărilor o reprezintă controlul strict al cheltuielilor de producție, în contextul costurilor tot mai mari cu materiile prime. Numărul disponibilizărilor a continuat să înregistreze evoluții favorabile, ceea ce indică faptul

<sup>23</sup> Datele din această secțiune sunt ajustate sezonier.

că necesarul de personal al companiilor impune tot mai puțin desființări masive de posturi.

Perspectivile cererii de forță de muncă la nivelul trimestrului II 2011, relevate de sondajele realizate în rândul companiilor<sup>24</sup>, sugerează în continuare o relativă stabilitate a acesteia, semnalele de revenire a cererii de bunuri și servicii fiind încă insuficiente pentru a antrena o dinamizare a numărului de angajări. De altfel, chiar în cazul unor activități industriale care au consemnat în anul 2010 avansuri importante ale volumului producției, companiile s-au orientat cu preponderență către măsuri de creștere a utilizării resurselor umane existente (majorarea numărului de ore lucrate, reorganizarea timpului de lucru în schimburi).

La nivelul ofertei de forță de muncă, sursele statistice de informații în timp real sunt tot mai puțin relevante, decuplarea evoluției ratei șomajului înregistrat de cea a numărului de salariați declarați de angajatori, observată începând cu a doua parte a anului 2010, fiind tot mai evidentă. Astfel, numărul salariaților a continuat să scadă în trimestrul IV 2010 și în perioada ianuarie-februarie 2011, concomitent cu diminuarea ratei șomajului înregistrat până la 6,3 la sută. În schimb, conform anchetei asupra forței de muncă în gospodăria (AMIGO), restrângerea ofertei de forță de muncă excedentară în trimestrul IV 2010 nu mai este atât de vizibilă – rata șomajului BIM a coborât doar marginal, iar numărul salariaților BIM s-a menținut relativ constant.

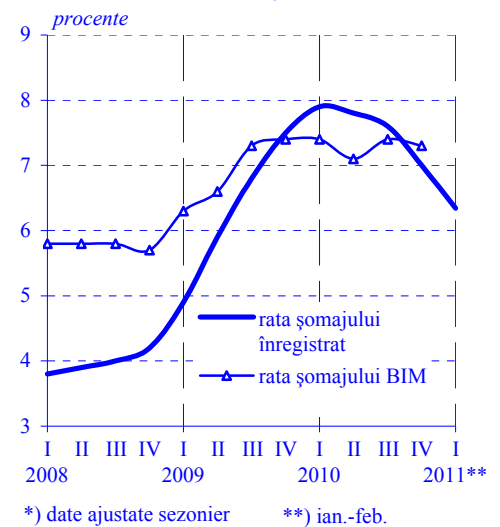
Un aport suplimentar la pierderea relevanței economice a indicatorului „rata șomajului înregistrat” ar putea reveni modificărilor legislative referitoare la acordarea indemnizației de șomaj, în vigoare de la începutul anului curent: (i) indemnizația de șomaj a fost redusă prin modificarea bazei de calcul, nemaifiind raportată la salariul minim pe economie și (ii) persoanele care refuză un loc de muncă potrivit pregătirii nu mai beneficiază de indemnizația de șomaj (anterior, șomerii aveau dreptul să refuze un loc de muncă aflat la o distanță de peste 50 km față de domiciliu).

## 2.2. Venituri

Câștigul salarial mediu net nominal în economie s-a menținut practic nemodificat în perioada ianuarie-februarie 2011 față de perioada similară a anului precedent, pe fondul evoluțiilor de semn contrar înregistrate de sectorul bugetar și de cel privat. Pe de o parte, declinul anual al salariilor din sectorul bugetar s-a accentuat ușor până la -18,7 la sută, în condițiile în care majorarea salarială aplicată în luna ianuarie (de 15 la sută față de nivelul salariului din luna octombrie 2010) a fost contrabalansată de neacordarea celui de-al

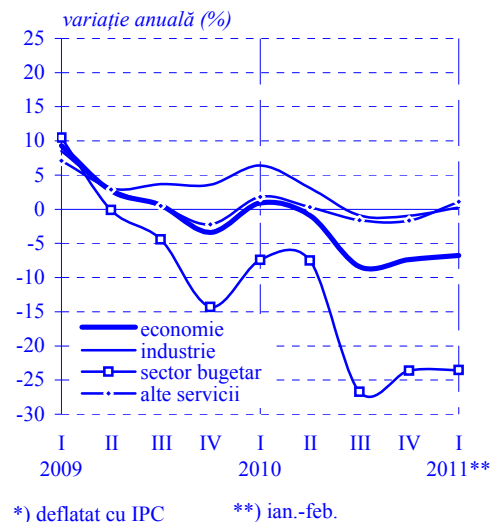
<sup>24</sup> Sondajul companiei Manpower privind intențiile de angajare și sondajul INS/DG ECFIN privind evoluția anticipată a numărului de salariați în industria prelucrătoare, construcții, comerțul cu amănuntul și servicii.

Rata șomajului\*



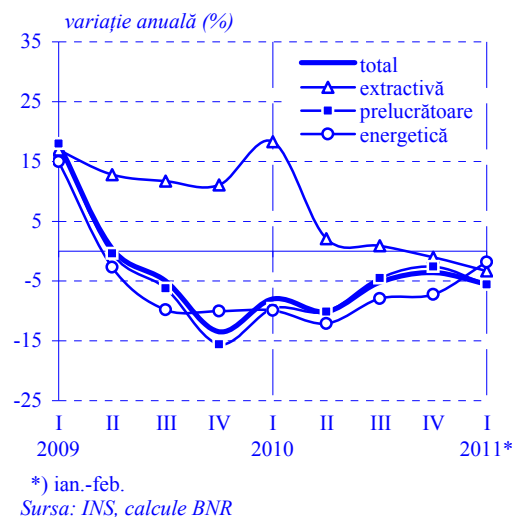
Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real\*



Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

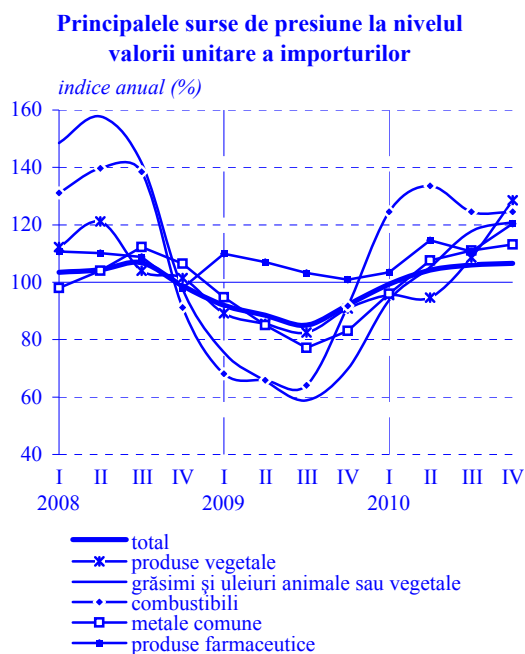
treisprezecelea salariu aferent anului anterior. Pe de altă parte, creșterea anuală a salariilor din sectorul privat s-a dinamizat (la 7,2 la sută), cea mai importantă accelerare de ritm fiind consemnată în serviciile private (circa 1,3 puncte procentuale); un aport a venit probabil și majorării salariului minim brut pe țară în luna ianuarie.

În industrie, mișcarea ascendentă a dinamicii anuale a câștigurilor salariale brute (până la 8,7 la sută în perioada ianuarie-februarie 2011, respectiv la 10 la sută în sectorul prelucrător) a fost compensată de câștigurile robuste de productivitate, ceea ce a permis conservarea potențialului dezinflaționist al costurilor unitare cu forța de muncă; variația anuală a acestora s-a adâncit de la -3,6 la sută în trimestrul IV 2010 la -5,5 la sută în lunile ianuarie-februarie 2011 (respectiv de la -2,6 la sută la -5,6 la sută în industria prelucrătoare). Ameliorări au fost vizibile îndeosebi în industria alimentară, chimie, construcții metalice, o situație favorabilă înregistrându-se și în cazul ramurilor metalurgie, mașini și echipamente și fabricarea echipamentelor electrice.

Pe partea cererii, datele statistice referitoare la dinamica anuală a venitului real disponibil relevă o atenuare a declinului (de la -8,8 la sută în trimestrul IV 2010 la -8,2 la sută în perioada ianuarie-februarie 2011), determinată exclusiv de componenta veniturilor salariale (de la -13,3 la sută la -11,7 la sută). În cazul transferurilor din exterior a survenit o ușoară accentuare a scăderii anuale (până la -13,6 la sută), însoțită de o evoluție similară în cazul transferurilor sociale (-3,2 la sută).

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

În trimestrul IV 2010, presiunile inflaționiste exercitate de prețurile de import și de cele de producție (industriale și agricole) s-au amplificat (mai puțin vizibil în cazul prețurilor de import), tendințele imprimare de piețele externe fiind decisive. Pentru trimestrul I 2011 nu se conturează indicii ale unei inversări de trend, în condițiile în care factorii de influență au rămas aceiași.



Sursa: INS, calcule BNR

#### 3.1. Prețurile de import

În trimestrul IV 2010, presiunea din partea prețurilor externe a rămas pronunțată, dar fără a se modifica față de intervalul precedent, în condițiile în care indicii de valoare unitare a importurilor s-a majorat marginal (de la 106,1 la sută la 106,6 la sută), iar poziția monedei naționale față de principalele valute nu a consemnat schimbări notabile (amplitudinea deprecierii leului față de euro s-a menținut la valori comparabile, iar cea față de dolarul SUA s-a accentuat).

Similar intervalului anterior, presiunile au fost sensibil mai mari pe segmentul bunurilor alimentare și al celor energetice.

În cazul mărfurilor cu destinație industrială, un plus important a survenit în cazul grupeii „metale comune”. De altfel, chiar și prețurile externe ale bunurilor de capital, precum și cele ale mijloacelor de transport au consemnat în trimestrul IV 2010 accelerări de ritm (de până la 3,5 puncte procentuale comparativ cu intervalul anterior), chiar dacă indicii valorii unitare s-au menținut subunitari sau au devenit doar marginal supraunitari.

Tendențele observate la nivelul prețurilor de import în ultimele cinci trimestre s-au menținut și în prima parte a anului 2011, scumpirea în continuare a materiilor prime fiind numai parțial atenuată de temperarea deprecierei cursului de schimb față de dolarul SUA, în timp ce în cazul euro s-a consemnat o tendință contrară.

### 3.2. Prețurile de producție

#### 3.2.1. Prețurile producției industriale

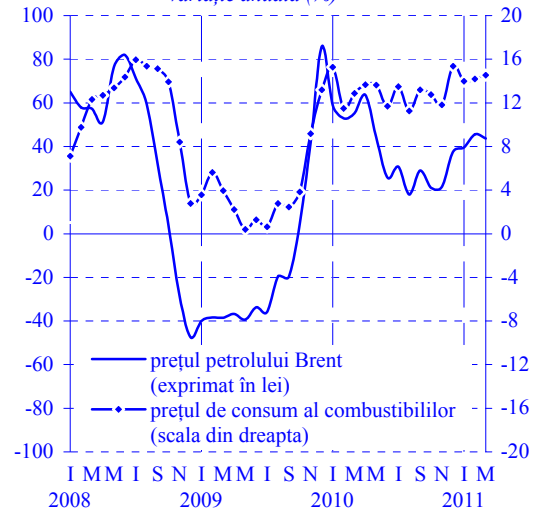
Tendența ascendentă care a marcat evoluția dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă în ultimele patru trimestre a continuat și în perioada octombrie-decembrie 2010, până la un nivel de 7,6 la sută, cel mai ridicat din ultimii doi ani. Presiuni în creștere au fost observate și din perspectiva evoluțiilor curente, variația trimestrială majorându-se la 2,3 la sută, comparativ cu o medie de 1,7 la sută în primele trei trimestre ale anului (serii desezonalizate). În industria prelucrătoare, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă a atins 9,3 la sută în trimestrul IV 2010, în timp ce variația trimestrială a depășit 2 la sută pentru al treilea trimestru consecutiv.

Și de această dată traiectoria a fost imprimată de prețurile de producție ale bunurilor industriale cu grad redus de prelucrare (energetice și intermediare), care sunt mai puternic influențate de evoluția prețurilor externe ale materiilor prime.

Din perspectiva IPC, o influență negativă a venit și majorării ritmului anual de creștere a prețurilor de producție ale bunurilor de consum (până la 7,1 la sută), exclusiv pe seama mărfurilor alimentare (+9,3 la sută), dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor de consum din care se exclud alimentele, băuturile și tutunul<sup>25</sup> menținându-se la valoarea consemnată în intervalul anterior. Pe segmentul mărfurilor alimentare, acumularea presiunilor a devenit tot mai vizibilă (ritm trimestrial de +3,2 la sută; serie desezonalizată) posibile influențe venind din: (i) diminuarea/epuizarea stocurilor de materii prime agricole și apelul la importuri într-o mai mare măsură; (ii) renegocierea unor contracte de livrare la început de an. O explicație suplimentară ar putea consta în existența unor presiuni acumulate în perioada anterioară, amânarea

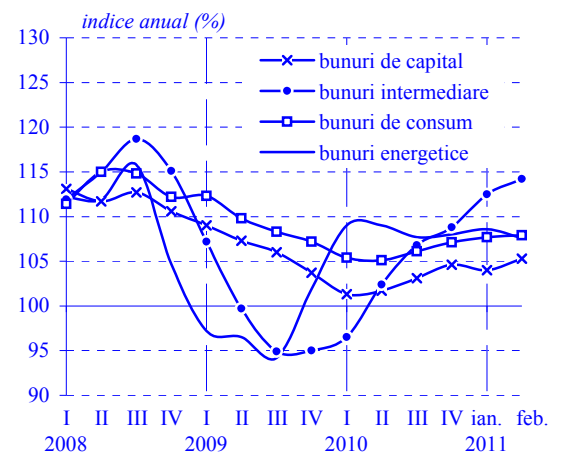
<sup>25</sup> Estimări Eurostat.

**Prețul petrolului și prețul de consum al combustibililor**  
variație anuală (%)



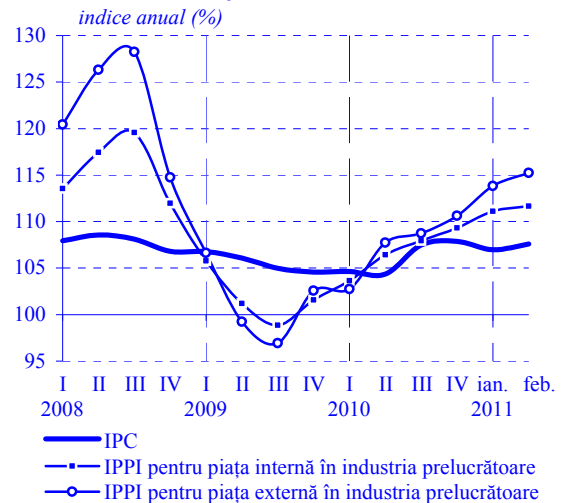
Sursa: INS, AIE, calcule BNR

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



Sursa: INS

**Prețurile producției industriale și de consum**



Sursa: INS

încorporării lor în preț fiind impusă de evoluția nefavorabilă a cererii.

Plusuri de dinamică s-au consemnat și pe segmentul bunurilor de capital și al celor de folosință îndelungată, influența dominantă revenind, în ambele cazuri, evoluțiilor negative în planul costurilor materiale. Cu toate acestea, în ambele cazuri variațiile anuale ale prețurilor de producție s-au menținut sensibil sub nivelul agregat, posibil pe seama efectului inhibitor al cererii interne.

În trimestrul I 2011, rata anuală de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă se va menține pe trend ascendent, presiunile din partea materiilor prime rămânând importante. Tendința producătorilor locali, cu activitate pe anumite segmente (în general, producătoare de bunuri de uz curent), de a transfera mai lent presiunile s-ar putea menține, cifrele privind volumul comenzilor noi venite din partea clienților locali fiind relativ modeste.

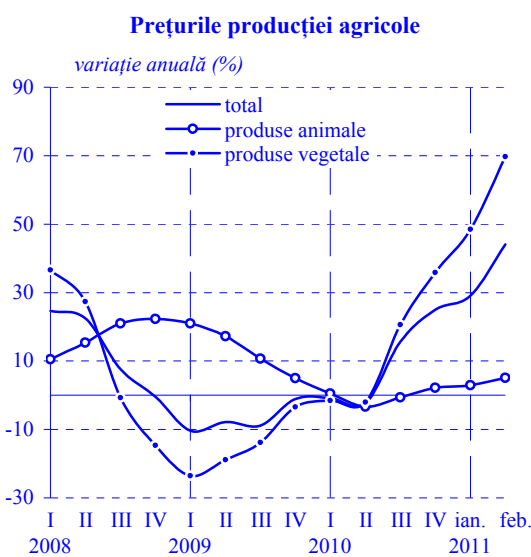
### 3.2.2. Prețurile producției agricole

Prețurile producției agricole au consemnat în trimestrul IV 2010 o intensificare de ritm anual de circa 10 puncte procentuale (până la 25 la sută), pe fondul tendinței generalizate de scumpire a produselor vegetale și, în mai mică măsură, al revenirii la ritmuri anuale pozitive și pe segmentul produselor animale.

Similar perioadei anterioare, factorii determinanți ai mișcărilor de preț în cazul produselor vegetale (+15,2 puncte procentuale, până la 35,8 la sută) au rămas cei asociați evoluțiilor de pe piețele externe, care au continuat să fie marcate de tensiuni în creștere în trimestrul IV 2010, cât și în primele trei luni ale anului 2011.

În cazul produselor animale, s-a consemnat o inversare de tendință comparativ cu trimestrul anterior (dinamica anuală s-a modificat de la -0,6 la sută la 2,2 la sută în trimestrul IV 2010), determinată, probabil, de costurile mai mari cu furajele (+43,3 la sută în termeni anuali). La nivelul principalelor grupe, această influență s-a transmis în mod diferit, fiind afectate numai o parte din sortimentele de carne și restul produselor animale (lapte, ouă).

Pentru trimestrul I 2011 sunt posibile creșteri și mai pronunțate ale prețurilor produselor vegetale, în timp ce în cazul produselor animale tendințele curente ar putea continua, însă cu amplitudine moderată.



Sursa: INS



## IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

### 1. Politica monetară

*În perioada februarie-martie 2011 BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an; de asemenea, pe parcursul celor două luni, ratele RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au rămas neschimbate la nivelurile de 15, respectiv 25 la sută. În același timp, a avut loc re poziționarea ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare în apropierea ratei dobânzii de politică monetară – susținută inclusiv de maniera de gestionare a lichidității de către BNR –, iar moneda națională a manifestat o tendință pronunțată de apreciere în termeni nominali, evoluțiile indicând o relativă întărire a condițiilor monetare în sens larg.*

Deciziile de prelungire a *status-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară și al ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit adoptate de Consiliul de administrație al BNR în cadrul ședinței din 3 februarie 2011 au avut drept scop contracararea riscului manifestării efectelor secundare ale recentelor și anticipatelor șocuri adverse ale ofertei; reacția BNR a fost justificată de relativa creștere a amplitudinii acestor șocuri, decurgând în principal din accelerarea majorării prețurilor materiilor prime – alimentare și energetice – pe piețele internaționale și din revizuirea ascendentă a ajustărilor așteptate ale prețurilor administrate. Pe acest fond, perspectiva inflației pe orizontul mai îndepărtat al prognozei actualizate a consemnat o relativă deteriorare<sup>26</sup> – necorelată cu prelungirea valorilor ridicate prognozate ale deficitului de cerere agregată (ușor inferioare însă celor proiectate anterior) –, inducând riscul înrăutățirii anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu.

În favoarea deciziilor BNR a pledat și persistența riscurilor de abatere în sens ascendent a ratei inflației de la traiectoria prognozată; cele mai relevante le-au constituit potențiala prelungire/accelerare a creșterii prețurilor externe ale produselor agricole și ale celor energetice, precum și posibila majorare peste așteptări a amplitudinii ajustării unor prețuri reglementate.

Necesitatea ancorării ferme în continuare a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și evitarea manifestării de efecte de runda a doua ale șocurilor, prezente și anticipate, acționând pe partea ofertei au motivat și decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an, adoptată de

---

<sup>26</sup> Comparativ cu proiecția precedentă, prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2010.

Consiliul de administrație al BNR în ședința din 31 martie 2011. Reiterarea acesteia a fost justificată de creșterea semnificativă consemnată de prețurile produselor alimentare și ale combustibililor în primele două luni ale anului – ce a urcat rata anuală a inflației la nivelul de 7,6 la sută în luna februarie 2011 –, precum și de accentuarea riscurilor la adresa evoluției pe termen scurt a inflației, induse, similar altor economii emergente, de comportamentul prețurilor internaționale ale mărfurilor agroalimentare și ale combustibilului, dar și de persistența incertitudinii privind calendarul și amploarea ajustărilor interne de prețuri administrate, în contextul ponderii ridicate deținute de respectivele categorii de prețuri în structura coșului de consum din România. Evoluția din primele luni ale anului a unor indicatori economici și financieri a relevat probabilitatea redresării relativ lente a principalelor componente ale cererii interne, în condițiile persistenței prognozate a deficitului de cerere agregată, aflat într-o tendință de reducere. În cazul cererii de consum, principalele indicii le constituiau: (i) continuarea scăderii dinamicii anuale a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul pe segmentul produselor alimentare (în luna ianuarie); (ii) creșterea ușoară a variației anuale negative a câștigului salarial mediu net real, în luna ianuarie; (iii) amplificarea în aceeași lună, comparativ cu media trimestrului anterior, a contracției transferurilor bugetare destinate asistenței sociale (în termeni anuali). Aceștia li s-au asociat menținerea în teritoriul negativ a ritmului de creștere<sup>27</sup> a creditului acordat sectorului privat – atât pe segmentul populației, cât și al companiilor –, precum și stoparea tendinței de scădere a dinamicii anuale reale a plasamentelor din bănci ale persoanelor fizice.

Analiza evoluției împrumuturilor populației a relevat faptul că ușoara creștere consemnată în primele două luni ale anului 2011 de variația anuală a acestora (-4,9 la sută, față de o medie de -6,3 la sută în trimestrul IV 2010) a reflectat aproape exclusiv efectul statistic al evoluției cursului leu/euro<sup>28</sup>, în condițiile în care activitatea pe acest segment a continuat să fie dominată de operațiunile de restructurare a împrumuturilor. Astfel, ușoara îmbunătățire a indicatorului de încredere a consumatorului consemnată în primele luni ale anului nu a fost acompaniată de o dinamizare a cererii de împrumuturi noi. În schimb, o ușoară ameliorare este posibil să se fi consemnat în trimestrul I 2011 la nivelul ofertei de credite, în măsura în care anunțata intenție a băncilor de relaxare, în acest interval, a condițiilor de creditare s-a materializat. Reflectând toate aceste influențe, variația medie anuală a soldului creditelor în lei de consum și a celor pentru alte

<sup>27</sup> În absența altor mențiuni, variațiile anuale sunt exprimate în termeni reali.

<sup>28</sup> Calculat pe baza variației anuale a cursului de schimb al leului de la finele lunii.

scopuri acordate populației<sup>29</sup> a rămas constantă în primele două luni ale anului (-14 la sută), în timp ce indicatorul similar calculat pentru componenta în valută (exprimată în euro) s-a redus marginal (la -2,3 la sută, față de -2,2 la sută în trimestrul IV 2010). La rândul lor, dinamicile medii anuale ale creditelor în lei, respectiv în valută (exprimate în euro) pentru locuințe au continuat să scadă în perioada ianuarie-februarie 2011, relativ mai lent însă decât în ultimele trei luni ale anului precedent.

În contrast cu evoluția din perioadele anterioare, variația anuală medie a plasamentelor totale din bănci ale populației și-a atenuat valoarea negativă în primele două luni ale anului 2011 (-0,6 la sută, față de -1,7 la sută în trimestrul IV 2010). Mișcarea s-a asociat unei relative atenuări a declinului în termeni anuali al veniturilor din salarii și s-a datorat în special redresării ritmului de creștere a plasamentelor în lei, soldată cu revenirea acestuia, după trei trimestre, în teritoriul pozitiv; ca urmare, ponderea acestor depozite în totalul plasamentelor persoanelor fizice s-a majorat, atingând valori similare celor consemnate în primăvara anului 2010. Analiza structurii pe scadențe relevă continuarea consolidării ponderii depozitelor la termen în depozitele totale ale acestui segment, evoluția sugerând menținerea intensității cererii de bani în scopuri precauționare, respectiv în scopul economisirii/investirii. Un factor favorizant l-a reprezentat continuarea lărgirii ecarterului dintre randamentele plasamentelor la termen și cele aferente depozitelor la vedere ale persoanelor fizice. Rata anuală medie de creștere a soldului depozitelor la termen (peste și sub doi ani) a continuat însă să se diminueze în ianuarie-februarie 2011 (5,8 la sută, comparativ cu 6,6 la sută în trimestrul IV 2010), evoluția fiind parțial asociată accentuării interesului pentru plasamentele în titluri de stat.

Un alt reper al deciziilor adoptate de Consiliul de administrație al BNR în luna martie l-a constituit potențialul efect exercitat asupra condițiilor monetare în sens larg, dar și asupra anticipațiilor inflaționiste, de reintrarea cursului de schimb leu/euro pe o traiectorie descendentă, precum și de posibila prelungire a acesteia în viitorul apropiat. La originea tendinței de apreciere a monedei naționale – care s-a accentuat spre finele trimestrului – s-a aflat în principal îmbunătățirea sentimentului investitorilor nerezidenți (inclusiv al celor financiari) față de economia românească, reflectată inclusiv de diminuarea primei de risc suveran și susținută, printre altele, de semnalele pozitive date de prefigurata încheiere a unui nou acord, de tip preventiv, cu UE, FMI și Banca Mondială, cu durată de 2 ani (a se vedea subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*).

<sup>29</sup> Cei doi indicatori au fost cumulați pentru eliminarea efectelor modificărilor de metodologie statistică survenite ca urmare a intrării în vigoare a Normei BNR nr. 10/2009 pentru aplicarea Regulamentului BCE nr. 25/2009.

Adâncirea procesului de corecție a ratelor excesiv de înalte ale dobânzilor la creditele și depozitele în lei ale clienților nebancari a permis configurarea pe parcursul trimestrului I a manierei de gestionare a lichidității de către BNR în direcția sprijinirii convergenței ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară către rata dobânzii de politică monetară. Poziția de debitor net a băncii centrale față de sistemul bancar s-a restrâns sensibil în ultimele două luni ale perioadei analizate, în condițiile în care efectul conjugat al factorilor autonomi ai lichidității a fost contracționist; pe acest fond, perioadele cu excedent de lichiditate au fost întrerupte de prezența episodică a unor deficite de rezerve. În acest context, pe parcursul lunii ianuarie, în prima parte a lunii februarie, precum și în ultima parte a lunii martie, operațiunile de politică monetară ale BNR au fost destinate drenării excedentului de lichiditate; aceasta s-a realizat atât prin intermediul facilității de depozit, cât și al unei operațiuni de atragere de depozite cu scadența de o săptămână, la rată fixă de dobândă, în cadrul căreia ofertele băncilor (în valoare de 7,8 miliarde lei) au fost adjudecate în limita volumului anunțat (0,5 miliarde lei). În schimb, în ultima zi a lunii februarie, precum și în debutul lunii martie, banca centrală a furnizat lichiditate instituțiilor de credit, prin intermediul a două operațiuni *repo* cu scadența de o săptămână<sup>30</sup>, efectuate prin licitații la rată fixă de dobândă, în cadrul cărora ofertele băncilor (în valoare de 2,2 respectiv 0,4 miliarde lei) au fost alocate integral. Sub influența relativei creșteri a restrictivității condițiilor lichidității, dar și ca urmare a modificării așteptărilor privind maniera de gestionare a lichidității de către banca centrală (indusă inclusiv de mesajele transmise în cadrul conferinței de presă a BNR din 7 februarie), ratele medii ale dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară interbancară, dar și cotațiile medii pe termen mai lung – relevante pentru stabilirea ratelor dobânzilor la creditele/depozitele noi – s-au majorat în a doua parte a trimestrului I, reapropiindu-se astfel de rata dobânzii de politică monetară.

Tot în cadrul ședinței din data de 31 martie, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă de la 25 la 20 la sută rata rezervelor minime obligatorii aferentă pasivelor în valută cu scadență reziduală de sub doi ani<sup>31</sup>, începând cu perioada de aplicare 24 aprilie – 23 mai 2011; măsura are ca scop creșterea flexibilității utilizării de către bănci a lichidității în valută, precum și continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE.

---

<sup>30</sup> În premieră pentru ultimele 12 luni.

<sup>31</sup> Reducerea ratei se aplică și pasivelor în valută cu scadență mai mare de doi ani, care prevăd clauze de rambursare, transferare, retragere anticipată.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

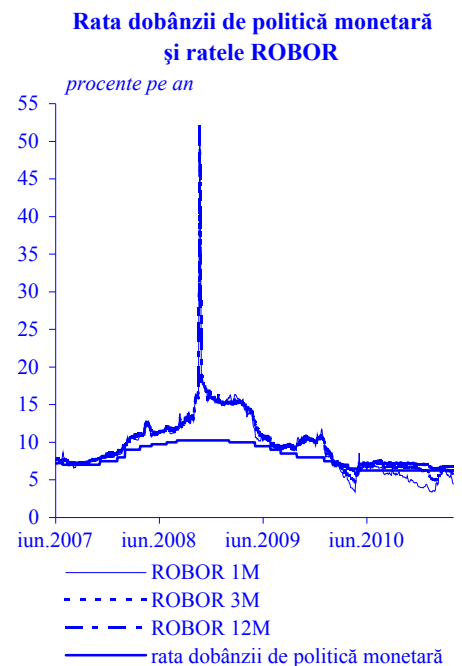
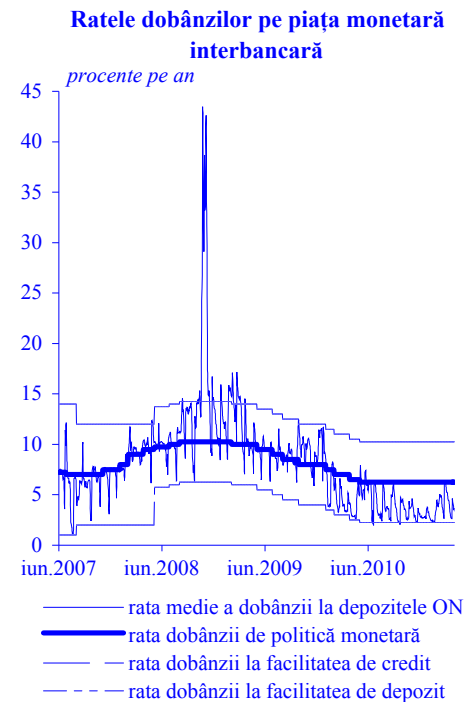
*Randamentul mediu al depozitelor pieței monetare interbancare și-a stopat scăderea și a revenit în a doua parte a trimestrului I în apropierea ratei dobânzii de politică monetară a BNR; la rândul lor, ratele dobânzilor la depozitele și creditele noi ale clienților nebancari și-au prelungit declinul în intervalul decembrie 2010 – ianuarie 2011, dar au înregistrat o ajustare ascendentă în luna februarie, plasându-se astfel la valori superioare celor consemnate în urmă cu trei luni. Cursul de schimb leu/euro și-a accentuat coborârea în a doua parte a trimestrului I, pe fondul îmbunătățirii percepției investitorilor asupra perspectivei economiei românești. Dinamica lichidității din economie și-a redus valoarea negativă, în condițiile relativei atenuări a contracției creditului acordat sectorului privat.*

### 2.1. Ratele dobânzilor

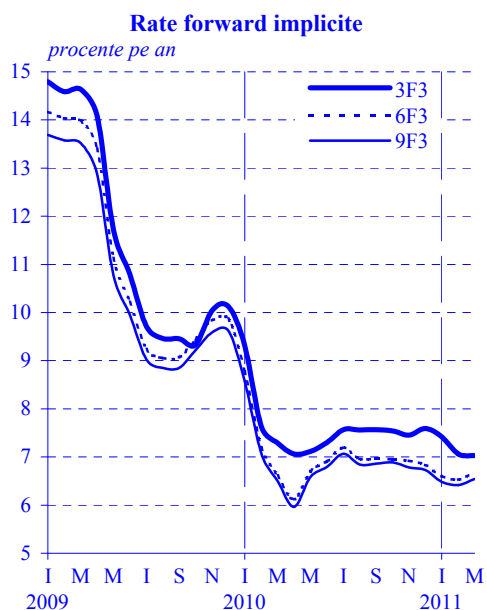
Pe parcursul trimestrului I, randamentele pieței monetare interbancare și-au întrerupt tendința de scădere și au revenit în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, în contextul relativei creșteri a restrictivității condițiilor lichidității din sistemul bancar; pe ansamblul perioadei, media acestor randamente s-a majorat cu 0,5 puncte procentuale față de trimestrul anterior, atingând nivelul de 4,0 la sută.

Ratele dobânzilor ON ale pieței monetare interbancare și-au prelungit declinul în debutul perioadei analizate, pentru ca în perioada de constituire a RMO 24 ianuarie – 23 februarie, sub impactul contracționist al factorilor autonomi ai lichidității<sup>32</sup>, acestea să înregistreze o ajustare ascendentă. Distanța dintre randamentele ON și rata dobânzii de politică monetară s-a redus și mai mult la finele lunii februarie, noua creștere a celor dintâi având la origine formarea unui deficit temporar de rezerve, care a fost acoperit prin operațiunile *repo* efectuate de banca centrală. Injecțiile de lichiditate cu caracter autonom – generate la finele intervalului de operațiunile Trezoreriei – au condus însă la o nouă reducere a randamentelor ON.

La rândul lor, ratele dobânzilor ROBOR 1M-12M au înregistrat o scădere semnificativă în debutul trimestrului. Evoluția lor s-a datorat ajustării primei de risc, inclusiv în contextul atenuării sensibile a incertitudinilor ce planaseră asupra procesului de consolidare fiscală până către finele anului 2010. În acest context, cotațiile ROBOR3M s-au plasat în a doua jumătate a lunii ianuarie la un nivel de aproximativ 5 la sută, iar cele aferente scadențelor mai lungi s-au aliniat la rata dobânzii de politică monetară. La începutul lunii februarie, și aceste randamente au înregistrat

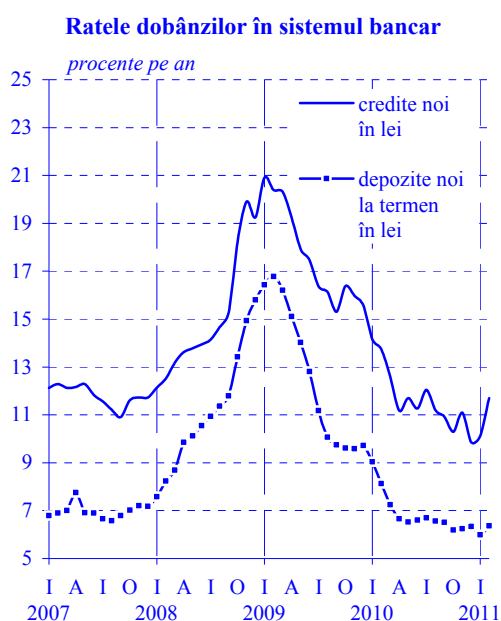


<sup>32</sup> În principal al absorbțiilor Trezoreriei, care au decurs atât din amplificarea cu caracter sezonier a plăților către buget, cât și din creșterea volumului emisiunilor de titluri de stat.



însă o corecție ascendentă – pe întregul spectru de scadențe –, ca efect al: (i) creșterii în termeni relativi a restrictivității condițiilor lichidității pe termen scurt și (ii) reconfigurării așteptărilor privind evoluția ratelor dobânzilor, datorată inclusiv mesajelor transmise de banca centrală privind convergența în perspectivă a randamentelor pieței monetare interbancare către rata dobânzii de politică monetară. Pe acest fond, valorile medii lunare ale cotațiilor ROBOR3M s-au re poziționat în ultima lună a trimestrului în linie cu rata dobânzii de politică monetară; în același timp însă, cotațiile pe maturitățile mai lungi și-au redus ecartul pozitiv față de aceasta la 0,4-0,5 puncte procentuale (cu aproximativ 0,3 puncte procentuale sub cel din luna decembrie). Ratele *forward* implicite (calculate pornind de la cotațiile medii din martie) au scăzut față de cele din decembrie atât pe orizontul de 3 luni (cu 0,6 puncte procentuale, până la un nivel de 7,0 la sută), cât și, în mai mică măsură însă, pe cele de 6 și 9 luni (până la valori de 6,7, respectiv 6,5 la sută).

Randamentul mediu de pe piața primară a titlurilor de stat și-a întrerupt scăderea inițiată în luna decembrie și și-a inversat sensul de evoluție, majorându-se treptat în ultimele două luni ale trimestrului până la nivelul de 7,0 la sută, inclusiv datorită relativei prelungiri a scadenței titlurilor emise. Un *pattern* similar a avut și traiectoria randamentului mediu aferent operațiunilor definitive pe piața secundară a titlurilor de stat, nivelul acestuia urcând în martie la 6,8 la sută. Rulajul pieței secundare a titlurilor de stat a crescut, majoritatea tranzacțiilor fiind ireversibile (85 la sută); cele mai tranzacționate au fost titlurile cu maturitatea reziduală sub un an (46 la sută), al căror randament mediu s-a menținut la nivelul trimestrului precedent (6,3 la sută). Deținerile de titluri de stat denominate în lei ale nerezidenților au înregistrat o creștere substanțială la începutul trimestrului, amplitudinea acesteia fiind egală cu variația consemnată de acest indicator pe parcursul ultimelor trei luni ale anului anterior.



Urmând în linii mari evoluția randamentelor interbancare, ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci la depozitele noi la termen și la creditele noi s-au redus în decembrie 2010 și în ianuarie 2011, dar s-au majorat sensibil în februarie, nivelurile atinse (6,37, respectiv 11,7 la sută) fiind superioare celor din noiembrie 2010; ajustarea ascendentă a fost mai pregnantă în cazul ratelor dobânzilor la creditele noi, care au reflectat inclusiv sporirea marjelor de dobândă. Evoluțiile au fost diferențiate și din perspectiva celor două sectoare de clienți. Astfel, pe segmentul societăților nefinanciare, creșterea ratei medii a dobânzii la creditele noi față de luna noiembrie a fost de 0,41 puncte procentuale (până la 11,16 la sută în februarie); în același timp, randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare a crescut cu 0,43 puncte procentuale, până la 5,74 la sută în februarie. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen

ale populației a scăzut însă comparativ cu luna noiembrie (-0,36 puncte procentuale, până la 7,12 la sută), în timp ce rata medie a dobânzii la creditele noi ale acestui segment s-a amplificat cu 1,18 puncte procentuale (până la 13,49 la sută), deși costul total al acestor împrumuturi – reflectat de dobânda anuală efectivă medie la creditele noi de consum, respectiv pentru locuințe – s-a diminuat în intervalul analizat, posibil și ca efect al intrării în vigoare, în debutul anului, a Legii nr. 288 din 28/12/2010 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2010 privind contractele de credit pentru consumatori.

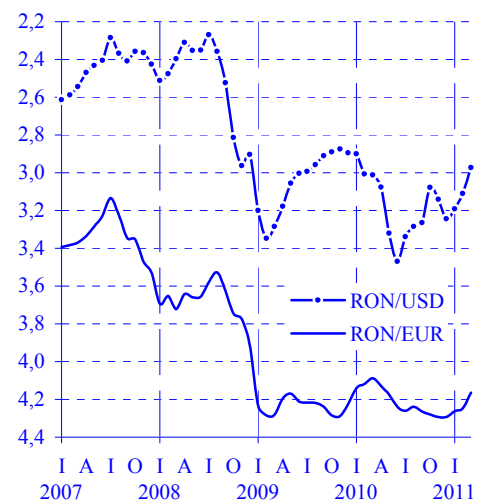
## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Trendul ușor descrescător pe care s-a plasat cursul de schimb leu/euro în prima parte a lunii ianuarie s-a accentuat începând cu ultima decadă a lunii februarie. Mișcarea a reflectat în principal ameliorarea sentimentului investitorilor străini față de economia românească, în condițiile scăderii riscurilor legate de perspectiva consolidării fiscale și a implementării reformelor structurale – inclusiv în contextul prefigurării încheierii unui nou acord cu UE, FMI și Banca Mondială – precum și ale îmbunătățirii așteptărilor privind activitatea economică și echilibrul extern. Această conjunctură a izolat într-o anumită măsură cursul de schimb de influența unui context internațional marcat de alternanța unor evenimente care au generat schimbări frecvente/ample ale apetitului global pentru risc. Volatilitatea cursului de schimb a sporit însă – atingând în luna martie maximul ultimelor opt luni –, dar valoarea ei a continuat să fie inferioară parametrilor similari ai cursurilor majorității monedelor din regiune.

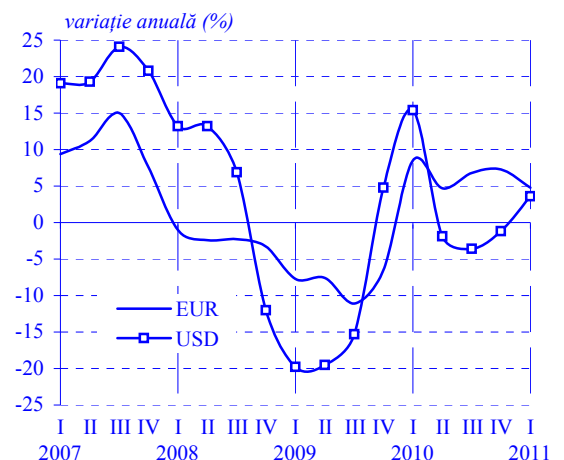
În consecință, în intervalul ianuarie-martie, leul s-a apreciat față de euro cu 3,1 la sută în termeni nominali și cu 5,3 la sută în termeni reali (comparativ cu o depreciere de 0,7 la sută în termeni nominali și o apreciere de 1,0 la sută în termeni reali în trimestrul IV); aprecierea leului a fost sensibil mai amplă în raport cu dolarul – 9,1 la sută în termeni nominali și 11,4 la sută în termeni reali – în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut semnificativ față de euro pe piețele internaționale. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a sporit deprecierea nominală față de euro (2,6 la sută), dar și-a diminuat-o față de dolarul SUA (3,9 la sută).

Cursul leu/euro și-a prelungit pe parcursul lunii ianuarie 2011 tendința de ușoară scădere inițiată spre finalul anului 2010, receptând, alături de cursurile de schimb ale celorlalte monede din regiune, efectele ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale. Percepția investitorilor față de economia românească a continuat însă să fie afectată într-o oarecare măsură de persistența incertitudinilor privind ritmul continuării consolidării fiscale și a reformelor structurale, condiționat în bună măsură de rezultatele

Cursul de schimb nominal



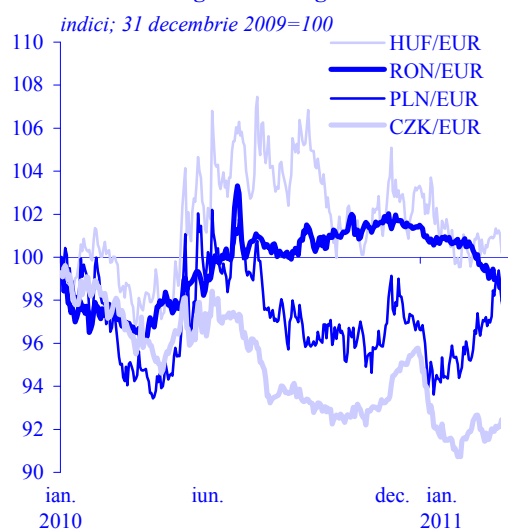
Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului\*



\*) 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	
	2010 2 luni	2011 2 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>519</b>	<b>232</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>116</b>	<b>291</b>
- rezidenți în străinătate	-22	-3
- rezidenți în România	138	294
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>-1</b>	<b>387</b>
- rezidenți în străinătate	-62	-350
- rezidenți în România	61	737
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>1 328</b>	<b>-391</b>
- credite și împrumuturi de la FMI	2 453	908
- investiții pe termen mediu și lung	-983	-304
- investiții pe termen scurt	-614	-454
- numerar și depozite pe termen scurt	420	-608
- altele	53	68
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b>	<b>-925</b>	<b>-55</b>
("-" creștere/"+" scădere)		

negocierilor aflate în derulare privind încheierea unui nou acord cu UE, FMI și Banca Mondială; pe acest fond, ritmul de apreciere lunară a leului a fost inferior celui consemnat de celelalte monede din regiune. Cu toate acestea, interesul nerezidenților pentru piața financiară internă a crescut în prima lună a anului, în principal ca urmare a sporirii atractivității plasamentelor în titluri de stat, precum și a listării Fondului Proprietatea la BVB; în consecință, rulajul pieței valutare interbancare s-a majorat la maximum ultimilor doi ani, iar deficitul acesteia s-a diminuat la mai puțin de jumătate față de luna precedentă.

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut într-o bandă îngustă de variație în primele două decade ale lunii februarie, în condițiile în care efectul unei noi deteriorări a sentimentului piețelor internaționale în acest interval<sup>33</sup> a fost contracarat de cel generat de anunțul îndeplinirii principalelor obiective ale acordului cu UE, FMI și Banca Mondială aflat în derulare și al convenirii la nivel de experți a unui nou acord de tip preventiv între România și aceste instituții, cu o durată de 2 ani<sup>34</sup>. O influență mai vizibilă asupra percepției investitorilor financiari – reflectată implicit de reluarea traiectoriei descendente a cursului leu/euro în ultima decadă din februarie – a avut-o situarea ușor peste așteptări a estimării semnal privind dinamica PIB din trimestrul IV 2010. Pe ansamblul lunii, pasul de apreciere a leului în raport cu euro a continuat însă să fie inferior celui al forintului și al coroanei cehe; o evoluție divergentă a avut în acest interval cursul zlot/euro (a cărui valoare medie s-a mărit cu 0,9 la sută), sugerând faptul că ratele de schimb și așteptările specifice ale investitorilor au devenit tot mai receptive la factorii interni de influență.

Această schimbare a devenit mai evidentă în martie, când, spre deosebire de majoritatea monedelor din regiune, leul a continuat să se aprecieze față de euro. Mișcarea a fost susținută de continuarea ameliorării sentimentului investitorilor<sup>35</sup>, având ca resorturi consecvența continuării reformelor structurale dar, mai ales, îmbunătățirea/menținerea evoluțiilor favorabile ale unor indicatori macroeconomici, inclusiv ale unora esențiali pentru comportamentul cursului de schimb (producția industrială, deficitul bugetar, balanța comercială și soldul contului curent<sup>36</sup>). În același

<sup>33</sup> Generată de trenarea față de așteptări a procesului de restructurare a EFSF – implicit, de reamplificarea temerilor privind evoluțiile din economiile aflate la periferia zonei euro, precum și de intensificarea tensiunilor din Orientul Mijlociu și Africa de Nord și creșterea abruptă pe acest fond a prețului petrolului.

<sup>34</sup> Acesta a fost aprobat de *board*-ul FMI în data de 25 martie.

<sup>35</sup> Reflectată inclusiv de diminuarea *spread*-ului CDS și a celui aferent euroobligațiunilor românești.

<sup>36</sup> În luna ianuarie deficitul contului curent (15 milioane euro) s-a diminuat cu 86,5 la sută față de perioada similară a anului precedent, în timp ce balanța comercială a consemnat primul excedent din martie 2003. Totodată, investițiile directe și cele de portofoliu au însumat 789 milioane euro (62 milioane euro în 2010).



timp, leul s-a dovedit a fi mai puțin receptiv la factorii adversi care au generat ample oscilații ale sentimentului pieței internaționale – respectiv dezastrele din Japonia și reamplificarea incertitudinii privind evoluțiile din statele membre ale periferiei zonei euro. Astfel, cursul de schimb leu/euro s-a plasat pe un trend rapid descendent, leul consemnând pe parcursul lunii o apreciere nominală de 2,0 la sută față de euro (în aceeași perioadă, forintul s-a apreciat cu 0,1 la sută, iar coroana cehă și zlotul s-au depreciat cu 0,5, respectiv 2,2 la sută).

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

În perioada decembrie 2010 – februarie 2011, dinamica<sup>37</sup> masei monetare (M3) și-a redus valoarea negativă (-0,9 la sută, față de -1,5 la sută), evoluția reflectând influențele exercitate de ușoara redresare a activității unor sectoare economice, dar și efectul statistic al creșterii în termeni anuali a cursului de schimb leu/euro<sup>38</sup>.

Evoluția M3 s-a datorat atenuării ritmului de descreștere a masei monetare în sens restrâns (M1), decurgând din amplificarea dinamicii depozitelor *overnight* – în special a componentei în lei –, atât pe segmentul companiilor (unde a atins recordul ultimilor doi ani și jumătate), cât și pe cel al populației. În schimb, variația depozitelor la termen sub doi ani a continuat să se reducă, intrând în teritoriul negativ. În contrast cu perioada anterioară, scăderea s-a datorat preponderent prelungirii declinului dinamicii depozitelor populației, localizat la nivelul celor denominate în valută; cu toate acestea, ponderea medie a depozitelor la termen în totalul depozitelor populației a atins maximul ultimilor cinci ani (79,1 la sută), indicând o posibilă menținere a intensității cererii de bani în scopuri precauționare. Depozitele la termen sub doi ani ale companiilor și-au redus ușor variația negativă, în condițiile amplificării dinamicii componentei în lei. Instrumentele financiare tranzacționabile au continuat să reprezinte componenta M3 cu cel mai ridicat ritm de creștere, cu toate că acesta s-a diminuat, în special ca urmare a unui efect de bază.

În structura pe sectoare instituționale a masei monetare, atât depozitele populației, cât și cele ale companiilor și-au redus variațiile negative, ambele segmente accentuându-și preferința pentru plasamentele în lei; în aceste condiții, ponderea depozitelor în valută în M3 a continuat să scadă, atingând minimul ultimilor doi ani (30,8 la sută, ca medie a perioadei). Încetinirea ritmului de

<sup>37</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2010 – februarie 2011, exprimate în termeni reali.

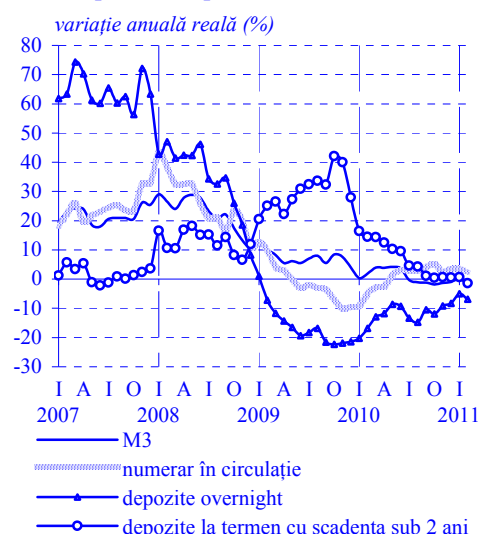
<sup>38</sup> Calculată pe baza valorilor de la finele perioadei.

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

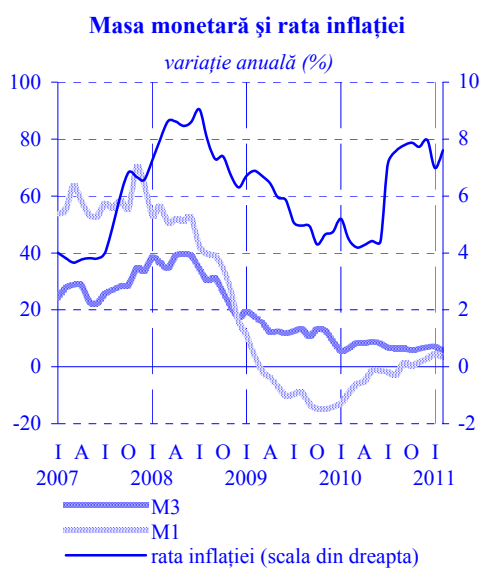
	variație procentuală în termeni reali					
	2010				2011	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	2,1	3,9	-0,9	-1,4	0,1	-1,8
M1	-14	-6,8	-8,1	-5,7	-2,3	-4,0
Numerar în circulație	-5,7	0,6	3,2	3,7	3,6	2,2
Depozite overnight	-17	-9,9	-13	-9,8	-5	-6,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	15,1	10,8	3,4	0,6	0,7	-1,4

Sursa: INS, BNR

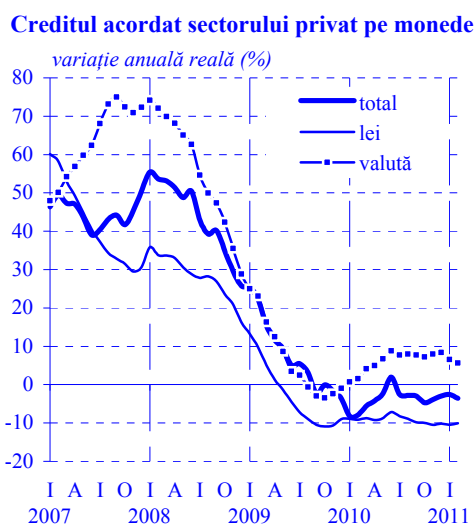
**Principalele componente ale masei monetare**



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR

descreștere a depozitelor din M3 ale populației s-a asociat atenuării dinamicii negative a salariului mediu net pe economie (în termeni reali), precum și majorării sumelor primite de unele categorii de persoane fizice din fondurile structurale<sup>39</sup>. O parte din aceste sume s-au regăsit și în depozitele companiilor, alături de veniturile suplimentare obținute de agenții economici ca urmare a majorării cheltuielilor bugetare cu bunurile și serviciile<sup>40</sup>; un efect opus, de mai mică intensitate însă, au exercitat asupra depozitelor companiilor: (i) potențiala amplificare a plăților în contul datoriei externe<sup>41</sup>, precum și (ii) majorarea volumului deținerilor de titluri de stat ale acestor entități.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, redresarea dinamicii acestora a reflectat scăderea variației negative a creditului acordat sectorului privat și încetinirea vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital); efectele acestora le-au devansat pe cele exercitate de scăderea dinamicii creditului net al administrației publice centrale și respectiv a activelor externe nete.

## Creditul

În perioada decembrie 2010 – februarie 2011, dinamica<sup>42</sup> negativă a creditului acordat sectorului privat s-a redus ușor (-3,0 la sută, față de -3,9 la sută în intervalul anterior), evoluția reflectând în principal efectul statistic al creșterii în termeni anuali a cursului de schimb leu/euro<sup>43</sup>; rata de creștere a împrumuturilor în valută, exprimate în euro, și-a prelungit traseul descendent, în timp ce variația negativă a creditelor în lei s-a menținut relativ stabilă. Cu toate acestea, ponderea creditelor în devize în totalul creditului acordat sectorului privat a înregistrat un nou maxim al ultimilor opt ani și jumătate (62,9 la sută, ca medie a perioadei). Menținerea caracterului anemic al creditării s-a datorat atât persistenței cererii reduse de împrumuturi, cât și menținerii atitudinii prudente a băncilor, cea din urmă justificată în mare parte de prelungirea tendinței de deteriorare a calității propriilor portofolii de credite. Cu toate acestea, oferta de creditare pare să fi dat ușoare semne de redresare, în condițiile în care băncile anticipau relaxarea unora

<sup>39</sup> Conform comunicatelor de presă APIA și ACIS, s-au efectuat plăți suplimentare pentru fermieri și respectiv pentru proiectele finanțate din fondurile europene, însă departajarea acestora între categoriile de beneficiari (persoane fizice și juridice) este dificilă.

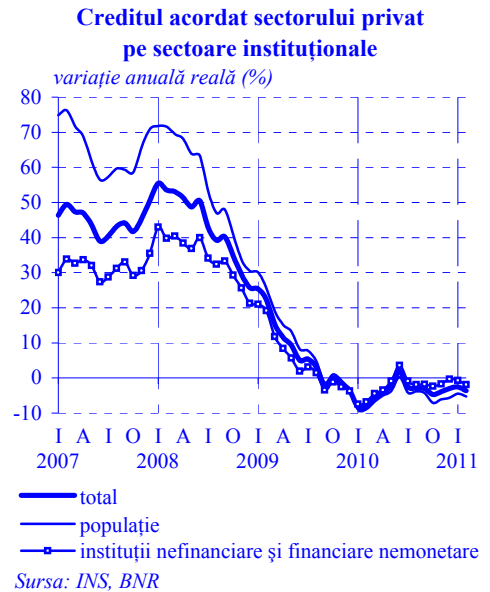
<sup>40</sup> Conform execuțiilor bugetare publicate de MFP.

<sup>41</sup> Conform datelor din balanța de plăți, în perioada decembrie 2010 – ianuarie 2011, valoarea plăților nete în contul creditelor financiare ale sectorului nebanca a înregistrat valori superioare celor din intervalul anterior.

<sup>42</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2010 – februarie 2011, exprimate în termeni reali.

<sup>43</sup> Calculată pe baza valorilor de la finele perioadei.

dintre condițiile de creditare<sup>44</sup>, iar ofertele promoționale de produse destinate refinanțării, în special a împrumuturilor populației<sup>45</sup>, s-au înmulțit. În aceste condiții, creșterea ușoară a volumului împrumuturilor noi<sup>46</sup>, comparativ cu cel înregistrat în precedentele trei luni, poate fi atribuită cu precădere procesului de restructurare a creditelor. Un alt determinant l-au constituit, în cazul companiilor, operațiunile de transferuri de credite efectuate de bănci, soldate cu achiziționarea în acest interval a unui volum de credite superior celui al externalizărilor<sup>47</sup>. Evoluția împrumuturilor companiilor a reflectat aportul favorabil al componentei în lei, în special al celei pe termen lung, a cărei dinamică a reintrat, după un an și jumătate, în teritoriul pozitiv; în schimb, viteza de creștere a creditelor în valută (exprimate în euro) s-a redus ușor. La rândul ei, atenuarea dinamicii negative a creditelor populației s-a datorat preponderent încetinirii declinului împrumuturilor în valută pentru consum și alte scopuri<sup>48</sup>; ritmul de creștere a creditelor pentru locuințe (în lei și în valută) a continuat să scadă, în principal ca urmare a întreruperii temporare a programului „Prima Casă”. Creditul net al administrației publice centrale și-a redus dinamica, reflectând încetinirea creșterii soldului titlurilor de stat deținute de bănci.



<sup>44</sup> Conform ediției din februarie 2011 a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, băncile anticipau pentru trimestrul I 2011 o relaxare a standardelor de creditare aferente împrumuturilor pe termen scurt acordate companiilor, precum și a celor asociate creditelor de consum și pentru locuințe.

<sup>45</sup> Susținute și de intrarea în vigoare a Legii nr. 288/2010 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2010 privind contractele de credit pentru consumatori, care prevede diminuarea/eliminarea comisioanelor de rambursare anticipată.

<sup>46</sup> Pe baza datelor raportate de bănci în baza Normei BNR nr. 14/2006.

<sup>47</sup> Transferuri între băncile locale și alte sectoare, cu impact asupra soldului creditelor.

<sup>48</sup> Cele două categorii au fost analizate sub forma unui singur indicator, în vederea eliminării efectelor induse de modificarea metodologiei statistice în iunie 2010, în conformitate cu *Regulamentul BCE nr. 25/2009* privind bilanțul sectorului instituții financiare monetare.

## V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

*Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 5,1 la sută, cu 1,5 puncte procentuale peste cel prezentat în Raportul asupra inflației din luna februarie 2011 și cu 1,1 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei de 3 la sută. Pentru sfârșitul anului 2012 se prevede un nivel al ratei inflației de 3,6 la sută, mai ridicat cu 0,4 puncte procentuale față de cel proiectat anterior, dar situat în interiorul intervalului de variație.*

*După o accelerare temporară în trimestrul II 2011, în urma șocurilor de natura ofertei care afectează majoritatea economiilor emergente, dinamicile proiectate ale ratelor anuale ale inflației IPC și CORE2 se înscriu pe un trend descendent pronunțat până la începutul anului 2012. Disiparea efectelor de runda întâi ale majorării cotei TVA va avea o contribuție importantă la reducerea anticipată a ratei inflației IPC de la 8,7 la sută în trimestrul II 2011 la 5,6 la sută în trimestrul III. Pentru a doua jumătate a perioadei de referință, se prevede revenirea și menținerea ratei inflației IPC în intervalul de variație din jurul țintei centrale, iar a indicelui CORE2 la niveluri situate sub 3 la sută.*

*Revizuirea substanțială în sus a valorilor proiectate ale ratei anuale a inflației din 2011 este rezultatul, în principal, al creșterilor semnificative ale prețurilor materiilor prime (atât alimentare, cât și nealimentare, inclusiv petrol) pe piețele internaționale. Ca urmare a intensității propagării acestor șocuri, contribuțiile proiectate la dinamica indicelui agregat al prețurilor de consum sunt mai ridicate decât în prognoza anterioară atât în cazul componentelor exogene (prețuri volatile și administrate), cât și în cel al inflației de bază CORE2.*

*Proiecția inflației de bază CORE2 este influențată nefavorabil nu numai de creșterile prețurilor materiilor prime, ci și de ajustarea în sus, provocată de acestea, a anticipațiilor privind inflația, precum și de previzionarea unui efect suplimentar în trimestrul II al dinamicii prețurilor produselor din tutun. De asemenea, revizuirea la niveluri relativ mai reduse a deficitului de cerere pentru prima jumătate a intervalului de proiecție implică presiuni dezinflaționiste atenuate comparativ cu proiecția anterioară. Dinamica proiectată a prețurilor de import prevede o contribuție mai scăzută a acestora la inflația CORE2 în 2011, datorată unui curs de schimb mai apreciat al leului față de euro și dolarul SUA în prima parte a anului, și ușor mai ridicată în 2012.*

*Pentru consolidarea perspectivelor de reluare pe termen mediu a dezinflației, rata dobânzii de politică monetară va fi poziționată pe o traiectorie compatibilă cu menținerea unui ansamblu al*

condițiilor monetare reale în sens larg adecvat prevenirii manifestării efectelor de runda a doua ale acestor șocuri. În plus, asigurarea echilibrului intern și extern ale economiei naționale este strict condiționată de cooperarea cu politica monetară a celorlalte componente ale setului de politici macroeconomice, prin aplicarea consecventă a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

Similar rundelor anterioare de proiecție, incertitudinea asociată celei curente este ridicată. Deși o parte a riscurilor semnalate în raportul precedent asupra inflației s-a materializat deja, relevanța surselor generatoare de riscuri suplimentare este în continuare accentuată. În aceste condiții, balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază apare a se menține sensibil înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile.

Dezechilibrul balanței riscurilor se datorează atât factorilor potențiali de proveniență internă, cât și celor externi. Un important factor intern de risc îl reprezintă posibilele ajustări în structura și dinamica prețurilor administrate. În lipsa unui calendar și a unor coordonate cantitative public asumate de autoritățile competente, scenariul de bază al proiecției include ipoteze conservatoare cu privire la dinamica prețurilor administrate. Cu toate acestea, întârzierile repetate ale unor ajustări, coroborate cu angajamentele implicate de apartenența României la Uniunea Europeană și de acordurile încheiate cu aceasta, cu FMI și cu Banca Mondială măresc probabilitatea adoptării în perioada de referință a unor măsuri cu impact substanțial asupra dinamicii acestor categorii de prețuri.

În perspectiva anului electoral 2012, conduita politicii fiscale și programul reformelor structurale reprezintă factori majori de risc. Abateri semnificative de la coordonatele stabilite în cadrul acordurilor încheiate cu UE, FMI și Banca Mondială, sub presiuni de natură politică sau socială, ar deteriora echilibrul intern și cel extern ale economiei naționale, implicând efecte adverse asupra inflației și creșterii economice.

Dintre sursele externe generatoare de riscuri la adresa inflației, se detașează cele de menținere a tensiunilor pe piețele internaționale ale materiilor prime, vulnerabilitatea procesului de consolidare fiscală și a sustenabilității datoriilor externe ale unor state din zona euro, dezechilibrele pe care le-ar putea genera creșterea intrărilor de capital volatil în perioada de referință – de natură să exercite și constrângeri asupra dozajului în utilizarea instrumentelor de politică monetară – precum și potențialele fluctuații majore ale parității dintre moneda unică europeană și dolarul SUA.

## Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2011	2012
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	106,4	113,5
Cursul de schimb euro/dolar	1,38	1,36
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	1,55	2,58
Creștere economică în zona euro (%)	1,7	1,7
Inflația anuală din zona euro (%)	2,3	1,8

Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor U.S. Energy Information Administration, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area și Consensus Economics

## 1. Scenariul de bază

## 1.1. Ipoteze externe

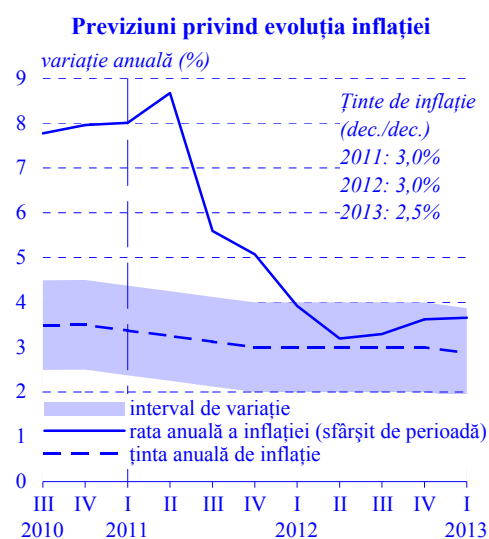
Scenariul de evoluție a economiei zonei euro prevede o creștere medie anuală a PIB real de 1,7 la sută atât în anul 2011, cât și în anul 2012, valoare revizuită în sus cu 0,2 puncte procentuale pentru anul curent, respectiv cu 0,3 puncte procentuale pentru anul următor față de *Raportul asupra inflației* din luna februarie. Creșterea economică a zonei euro este anticipată a fi susținută în continuare de contribuția favorabilă a exporturilor, acestea beneficiind de avansul economiilor emergente. Pe fondul propagării măsurilor de politică monetară și a celor destinate restabilirii funcționării normale a piețelor financiare adoptate în trecut, o contribuție pozitivă și în creștere este așteptată din partea cererii interne. Se anticipează însă că evoluția PIB va fi eterogenă în cadrul zonei euro, iar revenirea economică va fi lentă datorită implementării unor măsuri de consolidare fiscală și înregistrării unor rate ridicate și persistente ale șomajului în unele state membre, precum și necesității reechilibrării bilanțurilor în diferite sectoare de activitate.

În scenariul de bază curent, rata medie anuală a inflației prețurilor de consum din zona euro este preconizată a se situa la 2,3 la sută în anul 2011 (valoare revizuită în sus cu 0,7 puncte procentuale) și la 1,8 la sută în anul 2012 (valoare revizuită în jos cu 0,3 puncte procentuale). Pentru anul curent, revizuirea în sus se datorează majorării semnificative, peste valorile anticipate anterior, a prețurilor la energie și alimente. Pe fondul presiunilor inflaționiste substanțial mai ample, cu precădere în anul curent, traiectoria ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni a fost revizuită în sens ascendent pe intervalul proiecției. În mod consistent cu noua traiectorie a ratei dobânzii, cursul de schimb al monedei europene se plasează pe o traiectorie ușor mai apreciată față de cea presupusă anterior.

Prețul petrolului pe piața internațională<sup>49</sup> este proiectat în creștere pe tot intervalul de prognoză. Față de runda anterioară, variația trimestrială a acestuia a fost revizuită substanțial în sus pentru trimestrul II 2011, diferențele fiind reduse pe restul intervalului de proiecție.

## 1.2. Perspectivele inflației

Conform proiecției curente, rata anuală a inflației IPC se va situa la valoarea de 5,1 la sută la sfârșitul anului 2011 (revizuire în sus cu 1,5 puncte procentuale față de proiecția anterioară) și de 3,6 la sută la finele anului 2012 (revizuire în sus cu 0,4 puncte procentuale). Sub impactul unor șocuri substanțiale de natura ofertei, dinamica anuală a prețurilor este prevăzută a se accelera temporar în trimestrul II al anului curent. Disiparea șocurilor de ofertă –



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

Sursa: INS, proiecție BNR

<sup>49</sup> În runda curentă, scenariul de evoluție a prețului petrolului în perioada trimestrul II 2011 – trimestrul IV 2012 este preluat de la U.S. Energy Information Administration.

inclusiv a impactului de runda întâi al majorării cotei TVA – este de așteptat să plaseze rata inflației pe o traiectorie dezinflaționistă începând cu trimestrul III al anului curent, aceasta urmând să reintre în intervalul de variație din jurul țintei centrale în trimestrul I al anului următor.

La nivel dezagregat, componentele inflației IPC exogene din punct de vedere al sferei de influență a politicii monetare vor avea un impact substanțial pe parcursul anului 2011, contribuția cumulată a dinamicii anuale a prețurilor administrate, prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și combustibililor fiind de 2,8 puncte procentuale la sfârșitul anului curent. În schimb, indicele CORE2<sup>50</sup> va avea o contribuție mai redusă la inflația IPC la sfârșitul anului 2011 – 2,3 puncte procentuale din care 0,3 puncte procentuale reprezintă contribuția inflației produselor din tutun. Pentru sfârșitul anului 2012, contribuția inflației CORE2 va fi mai ridicată decât contribuția cumulată a tuturor celorlalte componente.

Revizuirile semnificative din proiecția curentă se datorează, în mare parte, materializării unora dintre riscurile menționate în *Raportul asupra inflației* din februarie 2011 – majorarea, în primul trimestru al anului curent, a prețurilor materiilor prime (în principal petrol) și ale alimentelor pe piața internațională și, într-o mai mică măsură, a prețurilor administrate peste valorile prognozate anterior.

Tensiunile manifestate pe piața internațională a produselor agro-alimentare, anticipate a se prelungi și pe parcursul trimestrului II al anului curent, în contextul ofertei interne insuficiente, au determinat revizuirea în sus a traiectoriei proiectate a inflației anuale a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și a indicelui CORE2 (prin efectul asupra produselor alimentare incluse în coșul acestui indice). Față de proiecția anterioară, contribuția inflației LFO la cea IPC la sfârșitul anului curent a fost reevaluată în sus cu 0,7 puncte procentuale. În ipoteza unor recolte normale în anii 2011 și 2012, contribuția inflației LFO este prognozată să scadă la sfârșitul anului viitor.

După majorarea mai amplă, față de valorile proiectate anterior, a prețului petrolului pe piețele internaționale în trimestrul I al anului curent, se preconizează o creștere mult mai accentuată a acestuia și pe parcursul trimestrului II. În consecință, traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației combustibililor a fost revizuită în sus pe tot parcursul anului 2011, creșterea semnificativă a prețului petrolului fiind doar parțial contrabalansată de o evoluție mai favorabilă a monedei naționale față de euro și de dolarul american. Pe parcursul anului 2012, rata anuală proiectată a inflației combustibililor este similară celei din *Raportul asupra inflației* din februarie 2011.

Scenariul precedent de evoluție a prețurilor administrate pe parcursul anului 2011 a fost actualizat cu datele realizate în

<sup>50</sup> În prezent, CORE2 este componenta cu cea mai mare pondere în coșul de consum, respectiv 68,61 la sută.

### Rata anuală a inflației în scenariul de bază

variație anuală  
(procente, sfârșit de perioadă)

	2011			2012			2013
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă			3,0				3,0
Proiecție	8,7	5,6	5,1	3,9	3,2	3,3	3,6

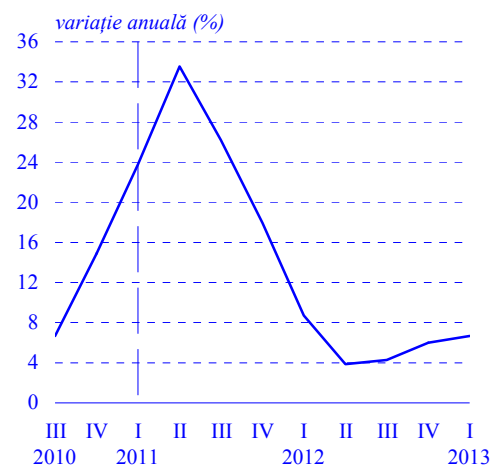
### Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\*

puncte procentuale

	2011	2012
Prețuri administrate	0,8	0,8
Combustibili	0,9	0,5
Prețuri LFO	1,1	0,4
CORE2, din care:	2,3	1,9
produse din tutun	0,3	0,0

\* sfârșit de perioadă

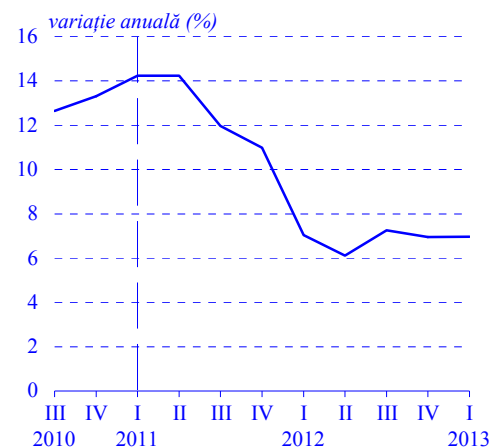
### Inflația anuală a prețurilor LFO\*



\*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

### Inflația anuală a prețurilor combustibililor\*

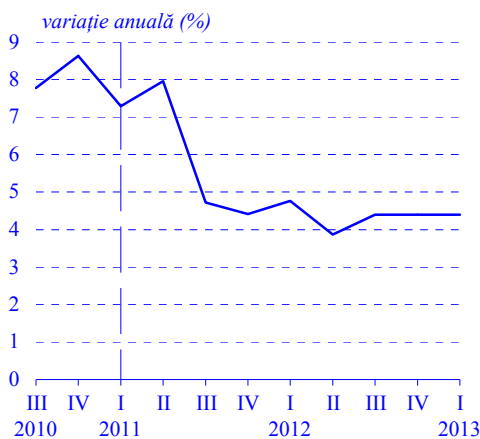


\*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

trimestrul I și cu majorările anunțate pentru luna aprilie. În consecință, traiectoria de evoluție a variației anuale a prețurilor administrate pentru anul curent a fost reevaluată în sus, contribuția acestei categorii de prețuri la inflația IPC majorându-se cu 0,1 puncte procentuale. Pentru sfârșitul anului 2012 s-a păstrat ipoteza anterioară de majorare a prețurilor administrate cu 4,4 la sută, contribuția la inflația IPC rămânând, astfel, nemodificată.

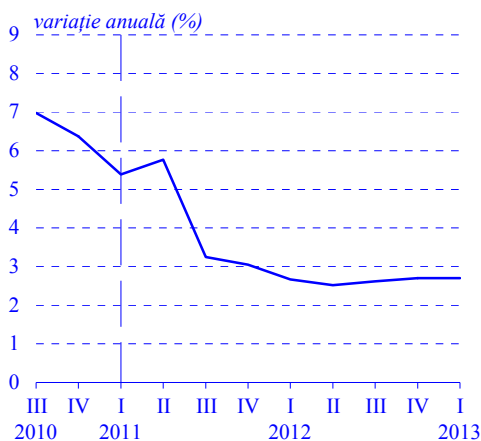
#### Inflația anuală a prețurilor administrate\*



\*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

#### Inflația anuală CORE2\*



\*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 se situează peste cea din *Raportul asupra inflației* anterior pe tot intervalul de prognoză, revizuirea în sus fiind semnificativă în prima parte a orizontului de prognoză din cauza multiplelor șocuri de ofertă. Pe lângă majorarea prețurilor alimentelor procesate incluse în coșul acestui indice, un efect nefavorabil asupra inflației de bază va proveni în trimestrul II și din partea prețurilor produselor din tutun. Disiparea șocurilor de ofertă – inclusiv a efectului de runda întâi al majorării cotei TVA –, precum și contracararea efectelor de runda a doua prin acțiunea politicii monetare vor permite reducerea ratei anuale a inflației CORE2 începând cu trimestrul III al anului curent și plasarea acesteia sub nivelul de 3 la sută pe parcursul anului 2012.

Din perspectiva determinantilor inflației de bază, se preconizează și în această rundă un impact favorabil asupra inflației CORE2 din partea cererii agregate pe tot intervalul de prognoză, deși magnitudinea acestuia este apreciată ca fiind mai redusă, comparativ cu cea proiectată anterior<sup>51</sup>. Prețurile de import vor avea o contribuție mai redusă la inflația CORE2 în prima parte a intervalului de prognoză, revizuirea în sus a inflației din zona euro fiind contrabalansată de evoluția comparativ mai favorabilă a monedei naționale. În cea de-a doua parte a intervalului de prognoză, pe fondul diminuării mai substanțiale a diferențialului prognozat dintre randamentele la depozitele denominate în lei și cele ale plasamentelor în monedă străină<sup>52</sup>, prețurile de import sunt așteptate să aibă o contribuție ușor mai ridicată, comparativ cu runda anterioară. Traectoria proiectată a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici se plasează la niveluri mai ridicate, comparativ cu cele considerate anterior, sub impactul multiplelor șocuri de ofertă manifestate în trimestrul I și reflectând incertitudinea cu privire la persistența și magnitudinea viitoare ale acestora.

Deși Codul fiscal publicat în 2011 prevede majorări ale accizei la produsele din tutun în perioada 2011-2018, acestea sunt graduale și de mică dimensiune în fiecare perioadă. Pentru sfârșitul anului curent, prognoza a fost revizuită în sus, exclusiv datorită majorărilor prețurilor țigaretelor din lunile ianuarie și aprilie, neasociate creșterii accizei la tutun. Pentru anul 2012, dinamica anuală a prețurilor la produsele din tutun este prognozată a fi sub 1 la sută.

<sup>51</sup> Subsecțiunea 1.3.3. *Presiuni ale cererii în cadrul intervalului de proiecție* conține detalii referitoare la dinamica deficitului de cerere.

<sup>52</sup> Diminuare indusă de reevaluarea ascendentă a traiectoriei ratei dobânzii externe EURIBOR la 3 luni.



## Casetă

### Evaluarea efectelor unui șoc în prețurile bunurilor alimentare pe plan internațional asupra variabilelor macroeconomice interne

Această casetă își propune să prezinte rezultatele obținute în urma unei analize cantitative orientate în sensul evaluării impactului exercitat asupra indicatorilor macroeconomici interni de o creștere a prețurilor externe ale bunurilor alimentare<sup>53</sup>. Analiza include atât estimări econometrice, cât și simulări realizate cu ajutorul modelului macroeconomic utilizat în cadrul BNR.

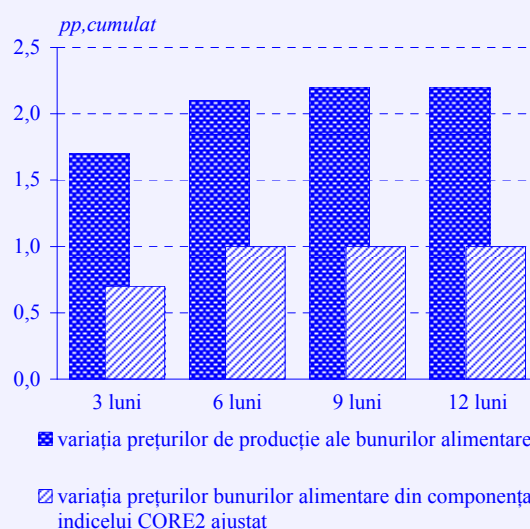
Într-o primă etapă, s-a evaluat gradul de transmitere a dinamicii prețurilor bunurilor alimentare pe plan internațional în rata inflației interne cu ajutorul unor modele econometrice care țin cont de desfășurarea lanțului de producție: au fost estimate două ecuații, și anume una care face legătura între prețul extern al bunurilor alimentare și prețul de producție intern, respectiv o alta care permite evaluarea impactului unui șoc în prețurile interne de producție asupra inflației în cazul bunurilor alimentare din componența indicelui CORE2 ajustat (metodologia este similară cu cea utilizată de Bukeviciute et al., 2009<sup>54</sup>).

Conform rezultatelor obținute, aproximativ 10 la sută dintr-un șoc în prețul bunurilor alimentare pe plan internațional sunt preluate de rata inflației de bază interne la alimente pe parcursul unui an, impactul maxim înregistrându-se în decursul primului trimestru (a se vedea graficul alăturat). Dată fiind ponderea deținută în coșul de consum de bunurile alimentare din componența indicelui CORE2 ajustat (circa 30 la sută), un șoc de amplitudinea menționată ar genera un plus de cel puțin 0,3 puncte procentuale la nivelul inflației IPC (calculul nu include eventualele efecte de runda a doua). De asemenea, analiza a pus în evidență o asimetrie în ceea ce privește impactul prețurilor externe ale alimentelor asupra inflației interne, în sensul că doar creșterile de preț (spre deosebire de scăderi) se transmit în mod semnificativ din punct de vedere statistic asupra prețurilor interne de producție și asupra prețurilor de consum.

Impactul creșterii prețurilor externe este mai puternic la nivelul prețurilor de producție comparativ cu efectul asupra prețurilor de consum, posibile explicații constând în modificări operate de producători la nivelul structurii costului de producție sau în competiția din sectorul comerțului cu amănuntul, care creează presiuni în sensul diminuării marjelor de profit.

Aplicând aceeași metodologie la nivel dezagregat, rezultatele obținute pun în evidență faptul că gradul de transmitere a mișcărilor prețurilor externe la nivelul celor interne variază semnificativ în funcție de grupa de produse alimentare. Astfel, prețul produselor de morărit și panificație, al uleiului comestibil sau al produselor zaharoase sunt sensibile la variația prețurilor externe ale materiilor prime, în timp ce prețurile altor bunuri alimentare, precum cele ale produselor din carne sau lapte, reacționează mai puternic la modificarea prețurilor agricole interne.

**Gradul de transmitere a unei creșteri de 10 la sută a prețului alimentelor pe plan internațional**



Sursa: estimări BNR

<sup>53</sup> Au fost luați în considerare indicii prețurilor alimentare la nivel internațional calculați de către Banca Centrală Europeană, respectiv de către Fondul Monetar Internațional.

<sup>54</sup> Bukeviciute L., Dierx A. și Ilzkovitz F. (2009), *The functioning of the food supply chain and its effect on food prices in the EU*, European Commission, Occasional Paper No. 47.

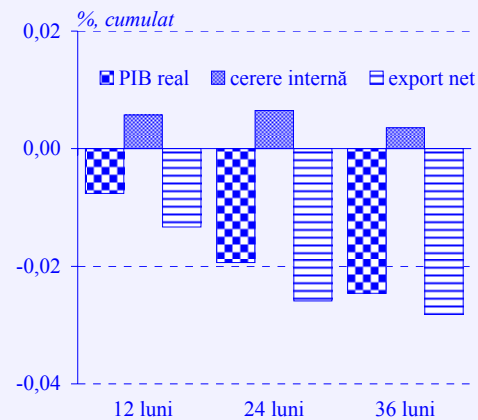
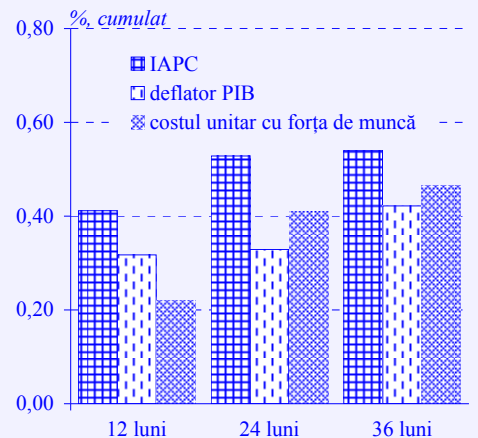
Aceste prime estimări econometrice au stat la baza evaluărilor realizate cu ajutorul modelului de analiză și prognoză utilizat de către BNR, permițând cuantificarea impactului unui șoc în prețurile externe ale alimentelor asupra unei game mai largi de indicatori. Simulările s-au realizat cu respectarea strictă a următoarelor constrângeri: (i) menținerea neschimbată a traiectoriei ratei dobânzii de politică monetară, (ii) menținerea traiectoriei cursului de schimb nominal efectiv (coș ponderat între euro și dolar) și (iii) lipsa oricărei reacții discreționare<sup>55</sup> a politicii fiscale. Subliniem că aceste ipoteze au caracter strict tehnic, având scopul de a nu distorsiona evaluarea magnitudinii efectului inflaționist al șocului ca urmare a unor eventuale reacții ale politicilor macroeconomice și a producerii altor șocuri concomitente. Ca atare, ele nu reprezintă anticipări ale conduitelor politicilor monetară și fiscală.

Graficele alăturate prezintă răspunsurile aferente altor indicatori macroeconomici relevanți în urma unui șoc nefavorabil de 10 la sută în prețurile externe ale bunurilor alimentare. Valorile sunt exprimate ca diferențe față de situația inițială, pentru intervale de timp de 12, 24 și respectiv 36 de luni.

Creșterea cu 10 la sută a prețului alimentelor pe piețele internaționale se transmite rapid la nivelul prețurilor de import<sup>56</sup>, antrenând o creștere a prețurilor de consum cu aproximativ 0,4 la sută după 12 luni. Creșterea nivelului general al prețurilor atrage, mai ales în perioadele marcate de o creștere a productivității muncii, solicitări de majorare a salariilor, ridicând costurile salariale, cu impact nefavorabil asupra exportului net. Consumul privat nu suferă ajustări semnificative<sup>57</sup>, dar investițiile cresc sub impactul unor condiții monetare reale devenite ușor stimulative în lipsa oricărei reacții compensatorii din partea politicii monetare (care reprezintă ipoteza de lucru). Astfel, PIB real cunoaște o încetinire datorată în primul rând exportului net, cumulând o reducere de 0,02 la sută după trei ani.

**Notă:** Trebuie precizat că șocul considerat este unul global, iar valorile prezentate nu includ efectele generate de creșterea prețurilor alimentelor la nivelul partenerilor comerciali ai României, efecte care pot amplifica impactul unui șoc inițial în prețul extern al bunurilor alimentare asupra variabilelor macroeconomice interne (export net, PIB real, IPC etc.).

**Efectele unei creșteri de 10 la sută a prețului alimentelor pe plan internațional**



Sursa: estimări BNR

<sup>55</sup> În mod evident, unele modificări vor fi percepute la nivelul bugetului consolidat ca urmare a acțiunii stabilizatorilor automați.

<sup>56</sup> Ponderea bunurilor alimentare în total importuri este de 6 la sută.

<sup>57</sup> O caracteristică determinantă a bunurilor alimentare este elasticitatea subunitară, ceea ce înseamnă că, la o variație dată a prețului, consumul se modifică mai puțin.

### 1.3. Presiuni din partea cererii agregate

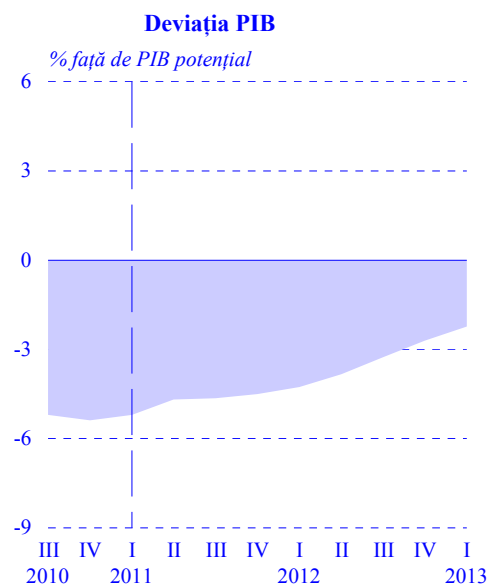
#### 1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Pentru trimestrul I 2011 se anticipează o creștere moderată în termeni trimestriali<sup>58</sup> a PIB real, superioară celei înregistrate în trimestrul anterior. În aceste condiții, în perioada curentă există premisele înregistrării unei rate anuale de creștere pozitive a PIB real pentru prima dată din trimestrul IV 2008.

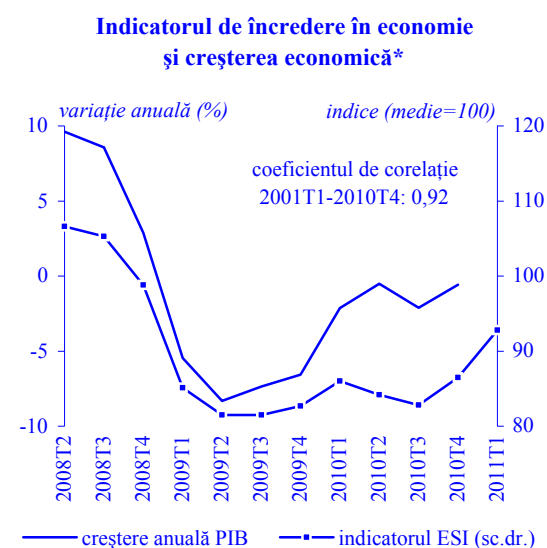
Pentru runda actuală de proiecție creșterea PIB potențial rămâne la valori inferioare celor înregistrate în perioada anterioară declanșării recesiunii economice, aspect sugerat și de analiza efectuată prin metodologia bazată pe funcția de producție. Potrivit acesteia, dinamica PIB potențial este explicată în principal de evoluția nefavorabilă a productivității totale a factorilor, precum și de creșterea mai lentă a stocului de capital ca urmare a scăderii substanțiale a fluxurilor de investiții. Contribuția scăderii populației ocupate la dinamica PIB potențial rămâne redusă.

În condițiile unei dinamici pozitive a PIB și ale unei rate de creștere moderate a PIB potențial, pentru trimestrul I 2011 deficitul de cerere este evaluat a se reduce ușor față de trimestrul IV 2010. Aceasta implică, *ceteris paribus*, micșorarea presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate. Trebuie menționat că în urma celei mai recente revizuirii a evoluției PIB efectuate de INS, traiectoria deficitului de cerere în perioadele anterioare trimestrului I 2011 a fost reevaluată în scădere<sup>59</sup>.

Reducerea *gap*-ului negativ al PIB este sugerată și de evoluția, coincidentă cu dinamica PIB, a unor indicatori cu frecvență lunară (în special cei asociați industriei). Astfel, comparativ cu media trimestrului anterior, în lunile ianuarie și februarie, producția industrială a avansat cu 2,7 la sută, iar pentru întreg trimestrul I 2011 gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie a crescut cu 3,7 puncte procentuale. De asemenea, consumul de energie în economie a avut o evoluție ascendentă<sup>60</sup>, iar modificarea indicatorului de încredere în economie ESI (*Economic Sentiment Indicator*)<sup>61</sup> arată o îmbunătățire semnificativă a așteptărilor generale ale consumatorilor și ale firmelor, deși valoarea sa rămâne sub media pe termen lung. În plus, în industrie, cererea insuficientă



Sursa: INS, calcule BNR



\*) date ajustate sezonier

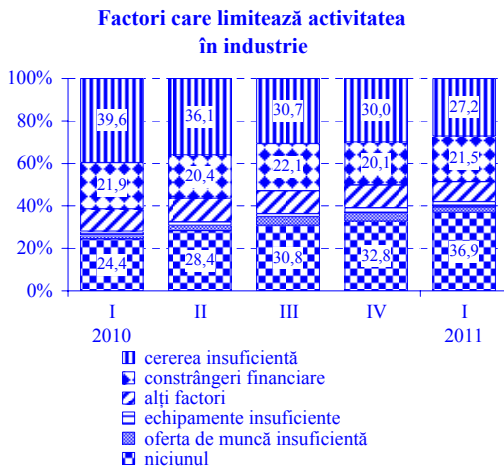
Sursa: INS, CE-DG ECFIN

<sup>58</sup> Ratele de creștere trimestriale privind evoluția PIB și a componentelor acestuia corespund seriei de date ajustate sezonier, iar cele anuale corespund seriei de date neajustate sezonier, ambele publicate de INS.

<sup>59</sup> Aceasta survine ca urmare a unui nivel revizuit al PIB real (date ajustate sezonier), mai ridicat, începând cu trimestrul III 2009, decât cel utilizat anterior.

<sup>60</sup> Creștere de 2,7 la sută în primele două luni ale trimestrului I comparativ cu media trimestrului IV 2010 (date ajustate sezonier BNR).

<sup>61</sup> Indicatorul ESI, precum și ceilalți indicatori de încredere menționați fac parte din sondajele realizate de CE-DG ECFIN.



este invocată de un număr de respondenți în continuă scădere ca fiind unul din factorii care limitează activitatea de producție.

La nivelul componentelor cererii agregate, atenuarea deficitului de cerere pentru trimestrul I 2011 reflectă, în principal, reducerea poziției ciclice negative a consumului privat și a formării brute de capital fix, în timp ce în cazul exporturilor nete se evaluează o poziție ciclică pozitivă în ușoară scădere. Aceste evaluări sunt realizate în contextul preconizării unor rate trimestriale de creștere moderat pozitive în trimestrul I 2011 pentru fiecare componentă a PIB în funcție de utilizarea acestuia.

Pentru trimestrul I 2011 se anticipează revenirea ratei trimestriale de creștere a consumului final efectiv al gospodăriilor în teritoriu pozitiv. Resursele disponibile pentru consum ale populației au crescut moderat în lunile ianuarie și februarie față de media trimestrului IV, pe fondul avansului cheltuielilor bugetului asigurărilor sociale de stat, în condițiile în care veniturile din salarii și transferurile private curente, precum și creditele noi de consum, au înregistrat dinamici ușor negative<sup>62</sup>. Evoluția creditelor noi de consum acordate populației<sup>63</sup> nu reflectă așteptările băncilor comerciale care în trimestrul IV 2010 prevedeau atât o relaxare a standardelor de creditare, cât și o majorare a cererii în trimestrul I 2011.

O posibilă creștere a consumului în trimestrul I 2011 este sugerată și de evoluția pozitivă a unor indicatori asociați ofertei. În ianuarie și februarie, comparativ cu media trimestrului IV, cifra de afaceri în comerț excluzând autovehiculele a crescut cu 0,4 la sută, iar cifra de afaceri în serviciile de piață prestate populației a crescut cu 3,7 la sută. De asemenea, așteptările consumatorilor în trimestrul I 2011 cu privire la situația lor financiară și evoluția economiei în următoarele 12 luni s-au îmbunătățit față de trimestrul IV<sup>64</sup>.

În trimestrul I 2011 consumul public este așteptat să aibă o dinamică trimestrială pozitivă. Conform datelor preliminare publicate de MFP, deficitul bugetului general consolidat cumulat la sfârșitul trimestrului I 2011 reprezintă 1,0 la sută din PIB, valoare inferioară celei înregistrate în aceeași perioadă a anului trecut.

Formarea brută de capital fix este prognozată să aibă și în trimestrul I 2011 o dinamică trimestrială pozitivă, în creștere față de cea înregistrată în trimestrul IV 2010. Gradul de incertitudine asociat evoluției anticipate este însă ridicat în condițiile unor

<sup>62</sup> Pentru o descriere a dinamicii resurselor de consum în trimestrul IV 2010 a se vedea Capitolul III, subsecțiunea 1.1.1. *Cererea de consum*.

<sup>63</sup> -0,4 la sută în termeni reali în primele două luni ale trimestrului I 2011 comparativ cu media trimestrului anterior.

<sup>64</sup> Idem nota de subsol 61.

evoluții divergente la nivelul indicatorilor considerați relevanți. Astfel, în primele două luni ale trimestrului I 2011 comparativ cu media trimestrului anterior, lucrările de reparații capitale au înregistrat un avans substanțial (+10,1 la sută), iar cifra de afaceri aferentă pieței interne pentru industria de bunuri de capital a crescut cu 3,6 la sută. Pe de altă parte, în aceeași perioadă, lucrările de construcții noi s-au redus cu 7,7 la sută.

Dinamica trimestrială a exporturilor este anticipată a fi în continuare pozitivă și superioară celei a importurilor. Evoluția pozitivă a exporturilor va fi impulsionată de continuarea<sup>65</sup> așteptată a dinamicii pozitive a PIB din cadrul zonei euro, pe fondul unei îmbunătățiri a așteptărilor sectorului privat privind activitatea economică<sup>66</sup> și al avansului înregistrat de producția industrială<sup>67</sup>. În același timp, creșterea producției industriale în România cu 2,7 la sută în primele două luni ale anului față de trimestrul IV 2010, precum și evoluțiile pozitive așteptate ale consumului final, formării brute de capital fix și ale exporturilor creează premisele continuării creșterii importurilor și în trimestrul I 2011.

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

Pe parcursul trimestrului I 2011 moneda națională s-a apreciat în termeni nominali comparativ cu trimestrul anterior, atât față de moneda europeană, cât și față de dolarul american. Efectul cumulat al evoluției celor două cotații asupra cursului nominal efectiv<sup>68</sup> a fost o apreciere în termeni trimestriali, fapt ce contribuie, *ceteris paribus*, la atenuarea creșterii prețurilor de consum prin influența favorabilă asupra prețurilor de import. Aprecierea în termeni nominali coroborată cu diferențialul de inflație pozitiv față de partenerii comerciali determină o apreciere în termeni reali a leului în trimestrul I 2011 comparativ cu trimestrul anterior.

Pe parcursul trimestrului I 2011 a avut loc o ameliorare a percepției investitorilor asupra perspectivelor economiei naționale, atât pe fondul finalizării cu succes a acordului cu UE, FMI și Banca Mondială și inițierii unui nou acord preventiv, cât și datorită unor semnale pozitive privind evoluția economiei reale. Aceste aspecte s-au reflectat și în evoluția *spread*-urilor *credit default swap*

<sup>65</sup> Creșterea trimestrială a PIB real în zona euro în trimestrul IV 2010 a fost de 0,3 la sută.

<sup>66</sup> Indicatorul de încredere în economie ESI la nivelul zonei euro a înregistrat valoarea medie de 107,3 în trimestrul I 2011 față de 105,6 în trimestrul anterior.

<sup>67</sup> Producția industrială în zona euro a crescut în ianuarie și februarie față de media trimestrului IV cu 1 la sută.

<sup>68</sup> Cursul de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

(CDS<sup>69</sup>) pentru România, care au înregistrat o ușoară scădere, pe fondul unui climat regional relativ stabil.

Potrivit evaluării BNR, cursul real efectiv de schimb va exercita pe termen scurt un impact neutru asupra cererii agregate prin canalul exportului net. Pe de altă parte, impactul cursului de schimb efectiv prin intermediul efectelor de avuție și bilanț este unul stimulatив asupra cererii agregate din perioadele viitoare datorită scăderii costului în lei aferent creditelor în valută.

Ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari s-au redus în trimestrul I 2011 atât în termeni nominali, cât și în termeni reali, pe fondul unor anticipații inflaționiste în creștere față de trimestrul anterior. Aceasta implică o influență cumulată ușor stimulatивă, și în creștere, a ratelor reale ale dobânzilor asupra activității economice reale.

În urma evoluțiilor din trimestrul I 2011, efectul cumulat al cursului de schimb și al ratelor dobânzilor asupra cererii agregate viitoare este evaluat a fi ușor stimulatив.

### **1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul intervalului de proiecție**

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna februarie, deficitul de cerere proiectat este mai puțin pronunțat în prima jumătate a intervalului de prognoză. Reevaluarea, inclusiv pentru trimestrul IV 2010, s-a produs în principal datorită revizuirii de către INS, în cazul mai multor trimestre de date istorice recente, a nivelului PIB real peste valorile publicate anterior. Prin urmare, punctul de pornire mai ridicat, precum și dinamica proiectată a factorilor fundamentali ai deviației PIB, prezentați în continuare, se concretizează în presiuni dezinflaționiste mai reduse în prima parte a prognozei.

Față de raportul din februarie, condițiile monetare reale în sens larg proiectate exercită pe ansamblu o influență relativ mai accentuată în sensul limitării presiunilor inflaționiste. Această reevaluare se datorează cu precădere dinamicii proiectate – mai puțin stimulatивă la adresa exporturilor nete – a cursului real efectiv de schimb, pe seama revizuirii ascendente a traiectoriei ratei interne a inflației într-o mai mare măsură decât cea externă. Acest efect este parțial compensat de efectul mai stimulatив al cererii externe adresate produselor românești destinate exportului. Se anticipează că efectul de avuție și bilanț va exercita o influență mai stimulatивă în primele trei trimestre, ca urmare a impactului favorabil al evoluției proiectate a cursului real de schimb. Impactul cumulat al deviațiilor de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la

---

<sup>69</sup> Sursa datelor: Bloomberg.

depozitele și creditele în lei este mai stimulat în primul trimestru de proiecție pe fondul anticipării unor așteptări inflaționiste în creștere și mai puțin stimulat<sup>70</sup> pe restul orizontului.

Impulsul fiscal este de așteptat să acționeze într-o manieră prociclică pe tot intervalul de proiecție ca urmare a efortului fiscal semnificativ implicat de încercarea guvernului de a reduce treptat deficitul bugetar cât mai aproape de obiectivul cantitativ stabilit cu UE pentru anul 2012 (3 la sută din PIB). Pornind de la un sold efectiv al deficitului bugetar aferent anului 2010 mai mic decât cel proiectat în raportul din februarie, ajustarea anticipată a avea loc pe parcursul anului curent este mai redusă, ceea ce va determina, *ceteris paribus*, un impact mai puțin restrictiv asupra cererii agregate față de prognoza precedentă. Pentru 2012 însă, proiecția curentă prevede o contribuție mai nefavorabilă a impulsului fiscal la adresa activității economice, în principal datorită revizuirii componente structurale a deficitului bugetar pentru acest an către niveluri mai reduse.

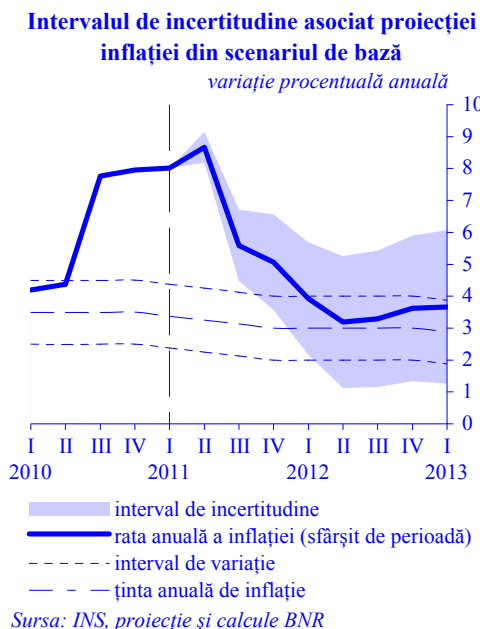
Proiecția curentă anticipează o revenire moderată a dinamicii anuale a consumului final în prima parte a intervalului de prognoză, urmând ca în a doua parte, pe măsura consolidării creșterii economice și a revenirii încrederii în rândul consumatorilor, această componentă a cererii interne să înregistreze ritmuri de creștere mai însemnate. Pentru formarea brută de capital fix se preconizează o dinamică mai alertă comparativ cu cea a consumului final pe fondul unei susțineri semnificative a producției interne din partea cererii externe adresate produselor românești. Exporturile reale sunt anticipate să își continue dinamica pozitivă sub influența favorabilă a creșterii PIB din zona euro, contribuind, alături de revenirea preconizată a cererii interne, la creșterea importurilor reale pe tot orizontul proiecției. În acest context, deficitul de cont curent exprimat ca raport în PIB este de așteptat să înregistreze o ușoară majorare până la sfârșitul anului 2012.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

Evoluțiile din ultimele luni indică faptul că o parte din factorii de risc menționați în *Raportul asupra inflației* din luna februarie s-au materializat. Este de așteptat ca influența acestor factori de natura ofertei să nu se estompeze prea curând, ceea ce menține ridicată probabilitatea unei abateri a ratei inflației în sensul unor evoluții mai puțin favorabile.

În privința surselor de risc asociate mediului extern, preocupante rămân evoluțiile internaționale ale prețurilor petrolului, ale altor

<sup>70</sup> Sub impactul unei traiectorii a ratei dobânzii de politică monetară calibrate astfel încât să asigure atât contracararea potențialelor presiuni inflaționiste de runda a doua datorate șocurilor de ofertă anticipate pe perioada proiecției – a se vedea subsecțiunea 1.2. *Perspectivele inflației* –, cât și favorizarea premiselor redresării treptate a procesului de creditare a economiei reale.



materii prime și ale unor mărfuri alimentare<sup>71</sup> din perspectiva impactului propagat la nivelul anumitor componente interne ale inflației IPC. Factorii determinanți ai acestor evoluții pot fi regăsiți la nivelul dinamicii unor economii emergente<sup>72</sup>, deși, într-un context mai larg, politica monetară a unor importante bănci centrale rămâne un factor de acțiune semnificativ<sup>73</sup>. Pe de altă parte, incertitudinile care persistă în legătură cu evoluția economiei globale și în special a celei din zona euro<sup>74</sup> se resimt inclusiv la nivelul activității economice interne.

Pe plan intern, un prim factor de risc se referă la coordonatele politicii fiscale. Eventuale abateri de la țintele asumate în noul acord de tip preventiv încheiat cu UE, FMI și Banca Mondială ar putea avea o serie întreagă de influențe nefavorabile la nivelul finanțării sectorului public și a celui real, precum și la nivelul percepției riscului suveran asociat României care depinde în mod fundamental de coerența politicilor economice angajate de către autorități. Pe de altă parte, volatilitatea piețelor financiare globale și cea a intrărilor de capital rămân o importantă sursă de incertitudine la adresa inflației și a activității economice interne.

În lipsa unui calendar ferm de implementare și/sau a unor semnale oficiale clare cu privire la modificările de prețuri administrate așteptate în perioada următoare, nu pot fi evaluate cu acuratețe nici magnitudinea și nici momentul exact ale unor eventuale ajustări. Totuși, există o serie de elemente indicative în ceea ce privește natura și sensul unor posibile modificări, începând cu reduceri ale subvențiilor<sup>75</sup>, creșterea unor cheltuieli de investiții ale regiilor autonome sub presiunea alinierii la anumite standarde (de mediu, de rețehnologizare etc.) și mergând până la majorări ale costurilor de producție sub impactul creșterilor de prețuri la materiile prime pe piețele internaționale. Ar mai fi de amintit incertitudinea cu privire la decizia de liberalizare a prețului gazelor naturale și al energiei electrice, care oscilează între motivații politice și/sau sociale, pe de o parte, și necesitatea respectării unor cerințe impuse<sup>76</sup> de apartenența la Uniunea Europeană, pe de altă parte.

<sup>71</sup> A se vedea evaluarea inclusă în Casetă referitoare la impactul unei creșteri susținute pe piețele internaționale a prețurilor unor bunuri alimentare.

<sup>72</sup> Precum cele din Asia sau America de Sud.

<sup>73</sup> Efectul diferitelor opțiuni de politică monetară poate fi apreciat inclusiv din perspectiva raporturilor de schimb dintre monedele celor mai importante economii ale lumii.

<sup>74</sup> Mai ales în cazul statelor cu o vulnerabilitate ridicată în ceea ce privește sustenabilitatea datoriei externe și/sau a politicii fiscale.

<sup>75</sup> De exemplu, în funcție de momentul și modalitatea de eliminare a subvenției (de la bugetul de stat sau de la bugetele locale) la energia termică, contribuția inflaționistă suplimentară provenind din partea produselor cu prețuri administrate ar putea fi cuprinsă între 0,3 și 0,9 puncte procentuale la nivelul ratei anuale a inflației (IPC) pentru sfârșitul anului curent.

<sup>76</sup> Directivele Comisiei Europene nr. 72 și 73 din 2009.



Toate aceste elemente reprezintă factori semnificativi de risc la adresa scenariului curent, în condițiile în care apare pericolul dezancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și lung.

## 2. Evaluarea de politică monetară

După scăderea pe care a consemnat-o în ianuarie<sup>77</sup>, rata anuală a inflației a revenit în februarie pe un trend ascendent accentuat, atingând la finalul trimestrului I nivelul de 8,01 la sută; prin urmare, abaterea ei față de limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație s-a reamplificat.

În acest context, coordonatele noii prognoze pe termen mediu a inflației au consemnat o ajustare considerabilă, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației urcând pe un palier sensibil superior celui evidențiat în proiecția precedentă, în special în prima parte a orizontului de prognoză. Inflexiunea ce se va produce la nivelul acestei traiectorii în cursul celui de-al treilea trimestru, pe fondul disipării efectului direct al majorării cotei TVA în principal, se anticipează a fi însă mai amplă decât cea proiectată anterior. Efectul conjugat al celor două perspective îl constituie decalarea cu doar un trimestru (trimestrul I 2012) a revenirii ratei anuale așteptate a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei de 3 la sută. Similar proiecției anterioare, evoluția este succedată de coborârea și cantonarea pe parcursul următoarelor trimestre a ratei anuale prognozate a inflației în apropierea punctului central al obiectivului de inflație, dar și de o creștere relativ mai pronunțată a acesteia pe orizontul îndepărtat al proiecției.

Deteriorarea sensibilă a perspectivei pe termen scurt a inflației în România este consecința cvasiexclusivă a acțiunii factorilor de natura ofertei/costurilor, având ca principală sursă evoluțiile adverse de pe piețele internaționale ale materiilor prime, potențate inclusiv de recentele crize de mediu și geopolitice produse în anumite regiuni ale globului. Astfel, la originea acestei deteriorări se află creșterea deosebit de amplă consemnată în primele luni ale anului de prețurile alimentelor și ale combustibililor, precum și foarte probabila prelungire a trendului ascendent al acestora, în condițiile persistenței tensiunilor pe piețele externe, dar și interne ale materiilor prime – în principal pe piața produselor agricole –, cel puțin până la apariția noilor recolte; în economia românească, scumpirea consistentă a alimentelor ar putea reflecta inclusiv efectele acțiunilor recente de combatere a evaziunii fiscale, în principal în cazul legumelor și fructelor. Un alt resort important îl reprezintă sporirea dinamicii anuale a ajustărilor de prețuri administrate anticipate a fi efectuate în cursul anului 2011, datorată

<sup>77</sup> Datorată în principal efectului de bază asociat majorării la începutul anului 2010 a prețului țigărilor.

inclusiv neașteptatei majorări a prețului energiei electrice operate în luna aprilie, dar și creșterii recente și viitoare a prețului combustibililor. Acestea li se alătură și ușoara înrăutățire a evoluției previzionate a componentei de bază a inflației, care la rândul ei reflectă mai cu seamă efectele inflaționiste indirecte ale factorilor deja menționați – receptate în principal de prețurile produselor alimentare procesate – și în mult mai mică măsură scăderea relativă a impactului dezinflaționist al deficitului prognozat de cerere agregată, decurgând din revizuirea descendentă a celui din urmă; ambele influențe sunt atenuate de așteptata ameliorare pe parcursul anului 2011 a comportamentului cursului de schimb al leului.

Riscurile și incertitudinile asociate prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, implicit prognozei inflației, se consideră a fi în continuare semnificative. Deosebit de preocupante sunt incertitudinile privind magnitudinea, dar mai ales secvențialitatea temporală ale efectelor inflaționiste generate de potențiala ajustare viitoare/eliminarea a unor prețuri administrate, reprezentând, cel puțin în parte, condiționalități ale acordului convenit cu UE, FMI și Banca Mondială circumscrise obiectivului de reformare a întreprinderilor cu capital de stat, implicit celui de continuare a consolidării fiscale. O eventuală implementare accelerată a celei mai mari părți a măsurilor vizate<sup>78</sup> ar avea drept consecință amplificarea pe termen scurt a devierii ratei anuale a inflației de la limita superioară a intervalului din jurul țintei de 3 la sută; în schimb, o posibilă opțiune în favoarea unei abordări graduale a acestor reforme structurale ar fi de natură să frâneze semnificativ dezinflația pe orizontul mai îndepărtat și implicit convergența ratei anuale a inflației spre ținta de inflație pe termen mediu.

Din perspectiva menținerii ratei anuale a inflației pe traiectoria prognozată, un alt risc major îl constituie prelungirea peste așteptări a duratei creșterii/nivelurilor înalte ale prețurilor materiilor prime agricole și petrolului pe piața internațională, în ipoteza prezervării decalajului dintre oferta și cererea de asemenea bunuri, alimentată inclusiv de o redresare mai rapidă a celei din urmă. În actualul context, relevanța lui este sporită, pe de o parte, de posibila persistență a tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu și din Africa de Nord și, pe de altă parte, de eventuala menținere a tendinței de supraîncălzire a unor economii emergente, precum și de creșterea potențială a frecvenței și magnitudinii episoadelor de deteriorare severă a condițiilor meteorologice în diverse regiuni ale lumii. Acestea i se alătură riscul creșterii amplitudinii ajustării unor impozite indirecte și a unor prețuri reglementate în statele

---

<sup>78</sup> Acestea cuprind, în principal: reducerea/eliminarea subvențiilor acordate pentru energia termică, liberalizarea pieței gazelor naturale și a energiei electrice, majorarea tarifelor serviciilor de transport public.

UE/zonei euro, în contextul necesității continuării procesului de consolidare fiscală în aceste țări.

Într-o economie în care gradul de utilizare a resurselor s-ar situa la nivelul de echilibru sau ar tinde să se apropie relativ rapid de acesta, un asemenea context ar fi de natură să sporească sensibil preocuparea pentru riscul manifestării efectelor secundare ale trecutelor și prefigurărilor șocuri adverse ale ofertei, implicit să reclame o reacție în consecință a băncii centrale<sup>79</sup> în scopul ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu. Într-o atare conjunctură, o creștere a ratei dobânzii de politică monetară – precum cea operată recent de BCE, dar și de alte bănci centrale – ar fi cu atât mai justificată în situația în care conduita politicii monetare implementate anterior ar fi fost deosebit de acomodativă.

Economia românească se află, însă, într-o fază semnificativ diferită a ciclului economic, atingând, potrivit estimărilor, doar de foarte curând vârful deficitului de cerere agregată, context în care probabilitatea de materializare atribuită riscului de producere a efectelor secundare ale șocurilor ofertei este semnificativ diminuată. Prin urmare, cea mai potrivită reacție a băncii centrale pare a fi aceea de prelungire a *status-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară, cu atât mai mult cu cât nivelul la care aceasta a fost menținută de BNR în ultimele trimestre – semnificativ superior celor prevalente în UE –, coroborat cu evoluția așteptată a cursului de schimb, se relevă a fi compatibil cu perspectiva reluării dezinflației în semestrul II 2011 și a consolidării ulterioare a acesteia, concomitent cu inițierea redresării treptate a economiei.

O premisă, dar și o condiție importantă a unei asemenea reacții a băncii centrale o constituie continuarea consecventă, conform angajamentelor asumate, a consolidării fiscale și a reformelor structurale deja inițiate, de natură să atenueze riscul de derapaj al politicilor economice. Prin obiectivele vizate – asigurarea stabilității macroeconomice, dar și sporirea eficienței alocării și utilizării tuturor categoriilor de resurse, implicit a productivității și competitivității economiei –, implementarea acestor politici ar fi de natură, pe de o parte, să minimizeze riscul manifestării efectelor secundare ale șocurilor inflaționiste ale ofertei și, pe de altă parte, să contribuie la ameliorarea percepției investitorilor asupra perspectivei economiei, implicit la reducerea primei de risc atașate investițiilor pe piața locală.

Menținerea vigilenței sporite a autorității monetare în vederea prevenirii producerii efectelor de runda a doua ale șocurilor ofertei este însă absolut necesară în perioada următoare, dată fiind magnitudinea impactului inflaționist exercitat în special de creșterea prețurilor alimentelor; în economia românească, acesta

<sup>79</sup> Aceasta ar lua în considerare implicit *lag*-ul de transmisie a impulsurilor politicii monetare.

este potențat atât de ponderea foarte ridicată deținută de aceste prețuri în coșul pe baza căruia se calculează indicii de prețuri de consum, cât și de elasticitatea scăzută a cererii de anumite asemenea bunuri, având printre explicații inclusiv rigidități ale unor preferințe de consum ale populației, derivând și din atașamentul acesteia față de unele tradiții. În aceste condiții, deosebit de importantă este monitorizarea atentă de către autoritatea monetară a rezultatelor proceselor de negociere/formare a salariilor în diferite sectoare ale economiei, precum și a gradului de corelare a acestora cu evoluția productivității muncii.

Evaluarea potențialelor riscuri induse la adresa evoluției viitoare a inflației de comportamentul de stabilire a salariilor este îngreunată în actualul context de incertitudinile privind inflexiunea ce se va produce la nivelul activității economice în acest an, dar mai ales dimensiunea și momentul începerii manifestării efectelor reformei pieței muncii<sup>80</sup> inițiate recent de autorități. Inclusiv din această ultimă perspectivă este însă de așteptat ca, cel puțin pe termen scurt, majorarea salariilor să fie moderată, iar evoluția costurilor unitare cu forța de muncă să rămână favorabilă reluării dezinflației odată cu disiparea efectelor de runda întâi ale șocurilor ofertei, dar și menținerii deficitului de cont curent la niveluri sustenabile.

Suportul principal al unor asemenea așteptări îl constituie prelungita deteriorare a condițiilor pieței muncii – reflectată inclusiv de scăderea până de curând a numărului de angajați în economie –, precum și perspectiva trenării ameliorării acestora pe fondul redresării lente a activității economice. Acestea i se alătură efectul de demonstrație anticipat a-l exercita prezervarea restrictivității politicii de venituri din sectorul public, corespunzător cadrului legal în vigoare<sup>81</sup>. În anumite ramuri, în special în sectoarele industriei a căror producție este destinată preponderent exportului, câștigurile salariale ar putea totuși să-și mențină dinamica alertă consemnată în primele luni ale anului curent, în măsura în care aceasta va rămâne corelată cu dinamica productivității muncii. O eventuală temperare a creșterii salariilor nu este exclusă nici în aceste ramuri în ipoteza continuării întăririi leului în perioada următoare, pe fondul potențialei creșteri alerte a intrărilor de capital, mai ales a celor de capital volatil – evoluție de natură să erodeze profitabilitatea producătorilor și să inducă riscuri la adresa competitivității exporturilor românești.

Perspectiva redresării lente a activității economice, mai ales în cursul anului 2011, este reconfirmată de prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu. Sunt reconfirmate în bună măsură și evaluările anterioare privind prelungirea

---

<sup>80</sup> Aceasta presupune, în principal, aplicarea prevederilor noului Cod al muncii și ale altor acte normative vizând, printre altele, activitățile cu caracter ocazional desfășurate de zilieri și dialogul social.

<sup>81</sup> Legea nr. 275/2010.

gap-ului negativ al PIB de-a lungul întregului orizont de prognoză, ale cărui valori – deși ușor diminuate și aflate pe un trend lent descrescător – sunt presupuse a exercita presiuni dezinflaționiste intense, chiar și dincolo de orizontul relevant pentru politica monetară. Pe deasupra, principalele riscuri și incertitudini asociate acestor previziuni privesc: (i) amplitudinea și durata creșterii prețului materiilor prime agricole și energetice, în principal al petrolului, precum și dimensiunea efectului contracționist exercitat de acestea asupra economiilor europene, dar și direct asupra economiei românești; (ii) implicațiile posibil globale ale dezastrului din Japonia; (iii) potențialul impact exercitat asupra ritmului redresării economiilor europene, implicit asupra economiei naționale de procesul de consolidare fiscală din statele UE, precum și de posibila resurgență a tensiunilor pe piața financiară internațională; (iv) efectele restrictive exercitate de reluarea ciclului de creștere a ratei dobânzii BCE.

În aceste condiții, ritmul redresării economiei românești, dar mai ales a principalelor componente ale cererii interne ar putea fi inferior celui previzionat. Influențele inhibitoare ar putea fi receptate cel mai acut de cererea de consum privat, prezumată a fi afectată deja de prelungirea unor măsuri de consolidare fiscală; efectele adverse s-ar propaga în principal prin intermediul scăderii consistente a venitului disponibil real al populației provocate de creșterea amplă a prețurilor produselor alimentare, ale combustibililor și a unor prețuri administrate, precum și prin intermediul poverii reprezentate de serviciul datoriei bancare, în lei și în valută, al persoanelor fizice. În același timp însă, nu poate fi exclusă posibilitatea unei refaceri relativ mai viguroase a consumului, în ipoteza îmbunătățirii mai alerte a sentimentului de încredere a consumatorilor, coroborată cu potențiala începere a redresării condițiilor pieței muncii și cu eventuala ameliorare mai rapidă a parametrilor ofertei bancare de credite de consum.

În cazul investițiilor, așteptările sunt relativ mai favorabile, cu toate că redresarea lor va continua să fie frânată într-o oarecare măsură de prelungirea scăderii profiturilor și de existența capacităților excedentare în ramurile afectate de trenarea refacerii cererii, inclusiv în sectorul construcțiilor. Efecte contracționiste ar mai putea exercita întârzierea ameliorării condițiilor interne de finanțare pe termen mediu și lung a companiilor, pe fondul persistenței gradului crescut de reticență a instituțiilor de credit în condițiile prelungirii deteriorării calității propriilor portofolii, precum și înăsprirea în perspectivă a condițiilor externe de finanțare. În acest context, previziunile privind refacerea relativ mai consistentă a cererii de investiții au ca suport, în principal: (i) perspectiva creșterii cheltuielilor de capital ale sectorului public, corespunzător programului bugetar privind atragerea fondurilor europene și a resurselor alocate de alte organisme și instituții financiare internaționale, (ii) cvasiepuizarea capacităților

excedentare în unele ramuri ale industriei prelucrătoare orientate spre export, coroborată cu potențiala continuare a redresării viguroase a cererii externe, (iii) ameliorarea progresivă a sentimentului de încredere a mediului de afaceri, inclusiv a investitorilor străini, date fiind premisele consolidării reformelor economice create de noul acord convenit cu UE, FMI și Banca Mondială.

Inclusiv din această perspectivă, implementarea fermă a programului economic atașat acordului convenit cu UE, FMI și Banca Mondială, implicit menținerea credibilității acestuia se relevă din nou a fi esențiale pentru ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și pentru reluarea și consolidarea dezinflației, simultan cu refacerea încrederii și cu redresarea sustenabilă a activității economice. În actualul context, deosebit de importantă este menținerea intensității eforturilor de consolidare fiscală, care să minimizeze riscul de abatere a parametrilor politicii fiscale de la coordonatele programate indus de potențiala redresare relativ mai lentă a activității economice. Având în vedere inclusiv experiența pozitivă recentă, un rol decisiv în ansamblul acestor eforturi îl dețin continuarea îmbunătățirii colectării veniturilor fiscale și extinderea acțiunilor de combatere a evaziunii fiscale.

Având în vedere necesitatea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste, în condițiile relativei deteriorări a perspectivei inflației sub impactul preponderent al șocurilor adverse ale ofertei, precum și riscurile suplimentare la adresa reluării sustenabile a dezinflației induse de potențiala creștere a intrărilor de capital volatil, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 mai 2011 menținerea ratei dobânzii de politică monetară 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 păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. Aceste decizii, coroborate cu implementarea consecventă a angajamentelor asumate de autoritățile din România în cadrul noilor acorduri de finanțare convenite cu instituțiile internaționale, sunt de natură să asigure conservarea perspectivelor de reluare sustenabilă a procesului de dezinflație și redresare pe baze sănătoase a economiei în cadrul procesului de convergență nominală și reală.